

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MARZO 2022

Elías Albagli, Gerente División Política Monetaria



CASTRO / CHILOÉ  
Región de Los Lagos

# Principales mensajes de este IPoM



1. El impulso externo para Chile será menor por los efectos de la guerra en la actividad mundial, los mayores costos, y el deterioro de condiciones financieras. Si bien los efectos son moderados en el escenario central, existe aún alta incertidumbre respecto al desarrollo geográfico y temporal del conflicto.
2. La economía local habría alcanzado un punto de inflexión en la actividad y gasto. Antecedentes sugieren un ritmo de contracción algo mayor en los próximos trimestres.
3. No obstante, los desequilibrios acumulados en 2021 han tenido efectos mayores y más persistentes en los costos y presiones inflacionarias, las que además se intensificarán por el alza de precios de *commodities* en el corto plazo.
4. El encuadre requiere una estrategia de política monetaria más contractiva.
  - El corredor de TPM se eleva alrededor de 150 pb. Junto con la contracción fiscal, esto es necesario para que la actividad y la demanda se contraigan hacia su potencial, reduciendo los desequilibrios incubados durante 2021.
  - Con todo, visión del IPoM respecto a la inflación y TPM requerida para su convergencia difiere del mercado, probablemente por una divergencia de perspectivas para la actividad y especialmente la demanda.



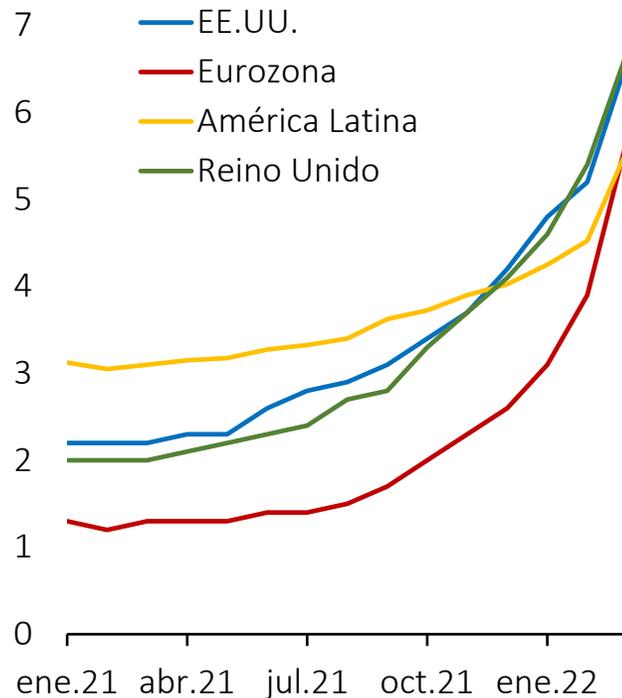


# Desarrollos macro recientes

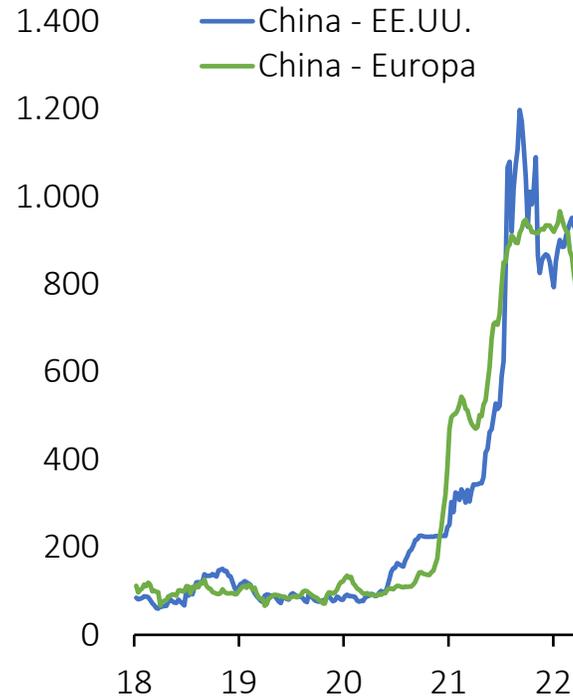
La inflación se ha vuelto un fenómeno muy preocupante a nivel global. En ello ha incidido la fuerte expansión de la demanda post COVID-19, así como presiones de costos por disrupciones en cadenas de valor. La contribución relativa de estos factores es muy heterogénea entre países.



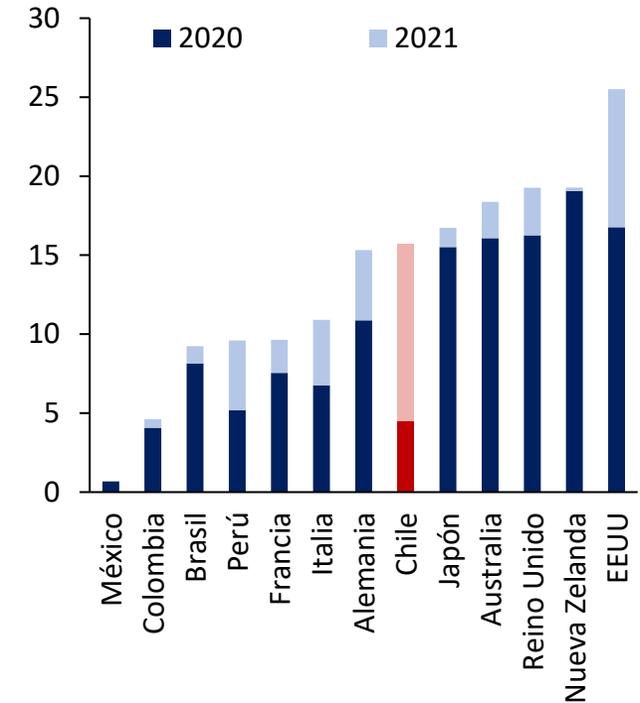
Proyecciones de inflación para 2022 (1)  
(variación promedio anual, porcentaje)



Costos de transporte marítimo (2)  
(índice 2018=100)



Anuncios de gastos o ingresos dejados de percibir en respuesta al Covid-19 (3)  
(Porcentaje del PIB por año de anuncio)

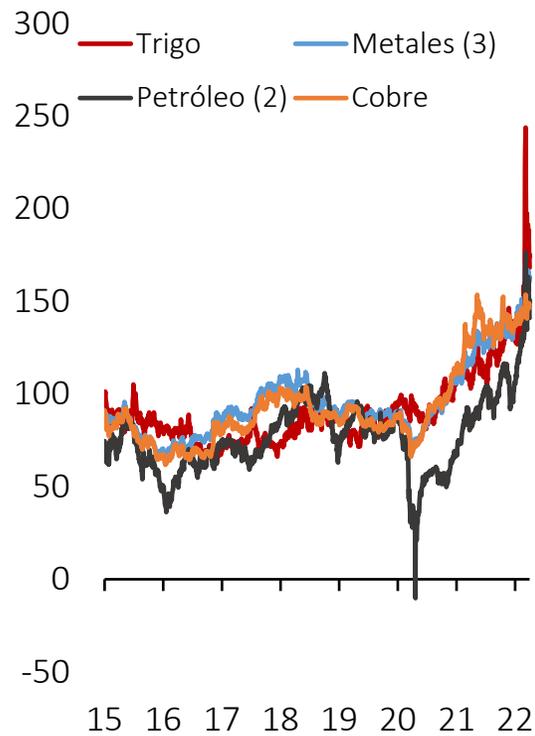


(1) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual a diciembre 2022 para Brasil, México, Perú y Colombia. (2) Tarifa por transportar un container de 40 pies en las rutas respectivas. (3) Las cifras de 2020 corresponde a los datos del Fiscal Monitor de enero. Las cifras de 2021 corresponden a la diferencia entre la entrega de Octubre y enero. Para Chile, se utiliza información del Consejo Fiscal Autónomo en base a DIPRES  
Fuentes: Consensus Forecast, Bloomberg, Banco Central de Chile, DIPRES, FMI.

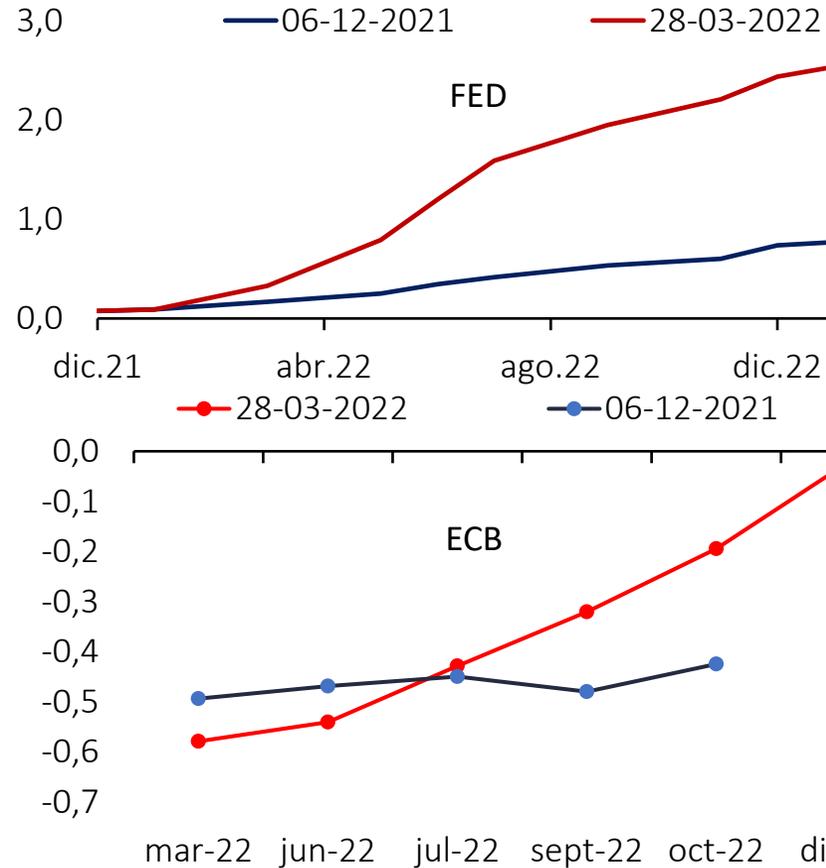
La invasión a Ucrania ha exacerbado las presiones sobre diversos *commodities* y cadenas logísticas.. Dada la alta inflación inicial, y las perspectivas de que el conflicto se mantendría acotado geográficamente, los bancos centrales han priorizado las consecuencias inflacionarias en sus mensajes recientes de política monetaria.



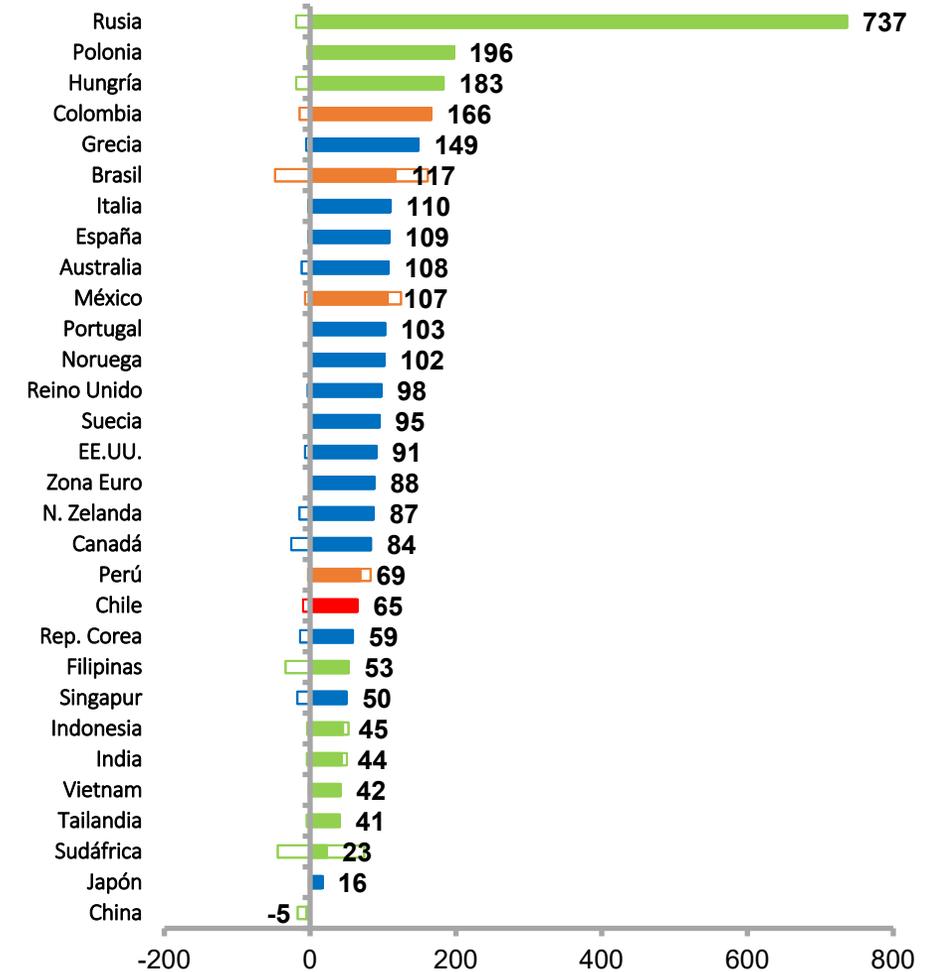
**Precios materias primas**  
(índice, promedio 2010-2022 = 100)



**Trayectoria de TPM de Fed y ECB**  
(porcentaje, implícita en p. de activos)



**Cambio en Tasas a 10 Años**  
(puntos base, IPoM mar.22 - IPoM dic.21)



(1) Corresponde al promedio WTI-Brent. (2) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals.

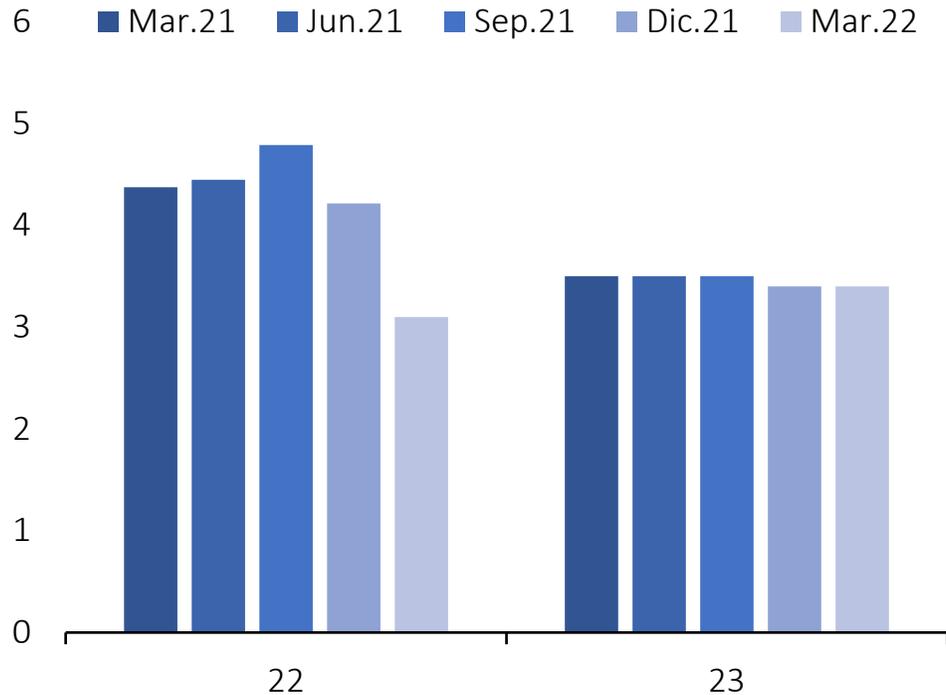
Fuente: Bloomberg y Caldara & Iacoviello (2021).

# Las consecuencias de la guerra, las condiciones financieras más restrictivas y los peores términos de intercambio anticipan un menor impulso externo para la economía chilena.



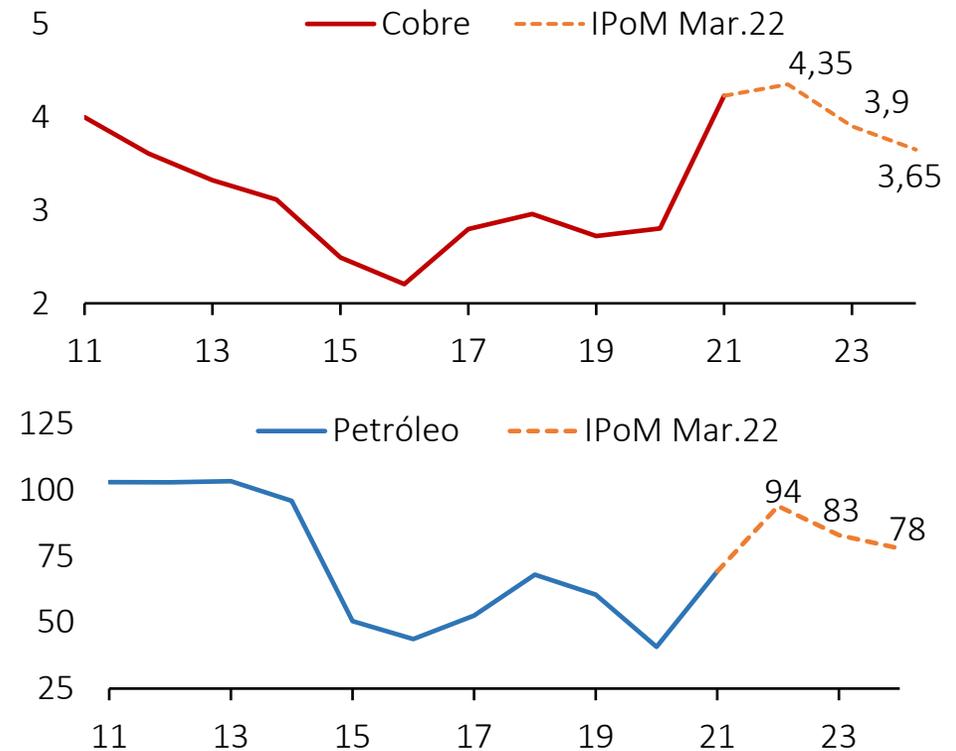
## Proyecciones de crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)



## Precio efectivo y proyecciones (1) (2)

(dólares la libra; dólares el barril)



(1) Precios efectivos corresponden al promedio de cada año. Línea punteada corresponde a las proyecciones 2022-2024 contenidas en el IPoM de marzo del 2022. (2) Para el petróleo, precio promedio entre el WTI y Brent.

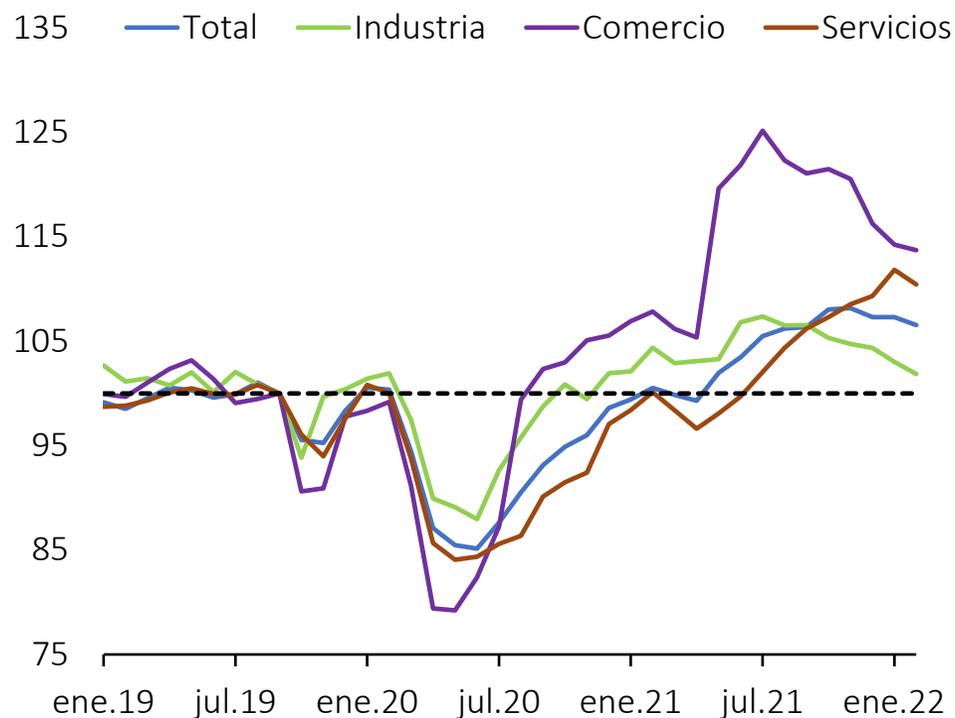
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En Chile, la economía empieza a confirmar el punto de inflexión en actividad y demanda, luego de los excesivos niveles de gasto observados durante 2021.



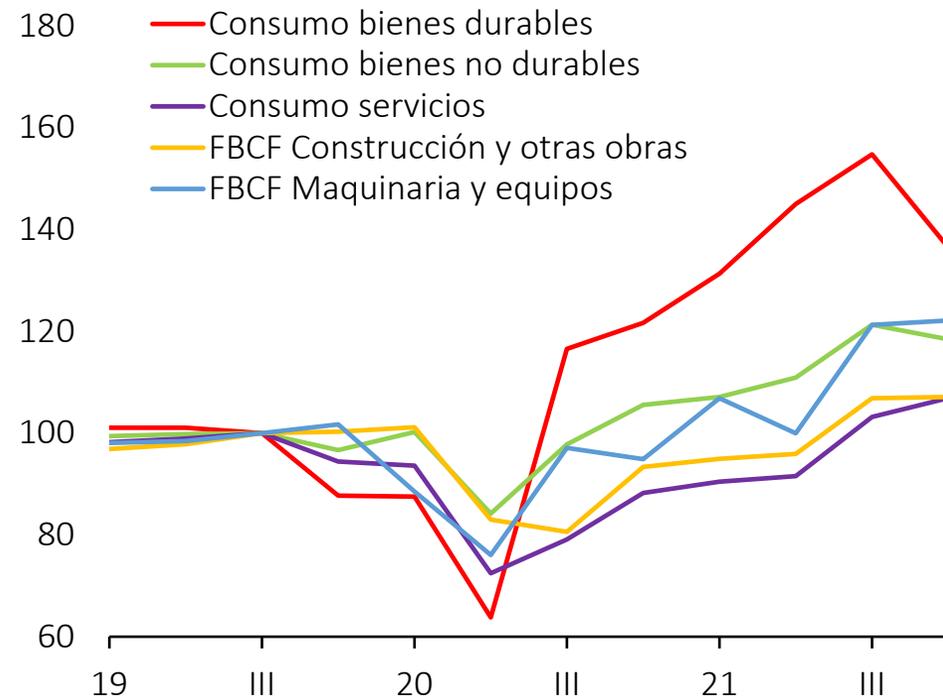
### Indicador mensual de actividad económica (IMACEC)

(índice septiembre 2019 = 100, serie desestacionalizada)



### Demanda interna

(índice tercer trimestre 2019 = 100, serie desestacionalizada)



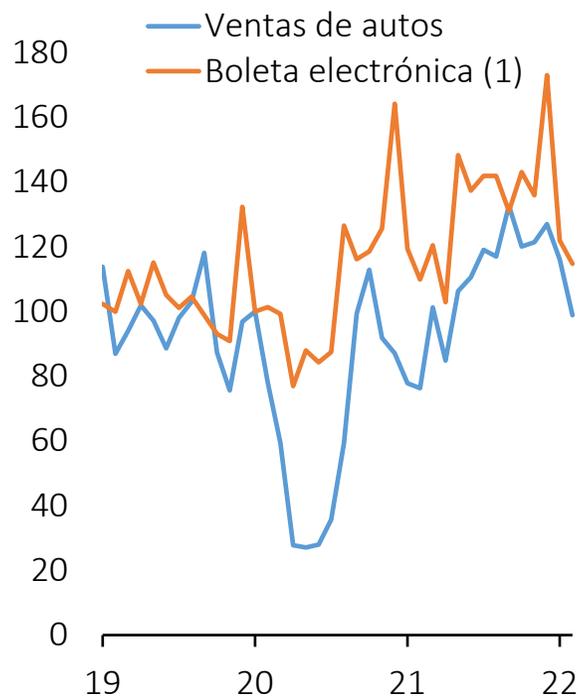
Fuente: Banco Central de Chile.

De hecho, diversos indicadores sugieren que esta contracción de la demanda sería más rápida de lo contemplado previamente. Esto se evidencia en los fundamentos del consumo.



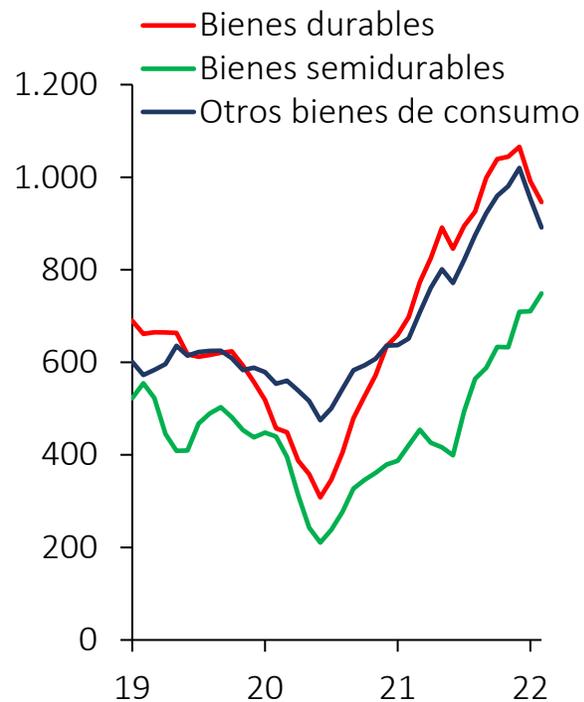
### Indicadores de comercio

(índice enero 2020 = 100)



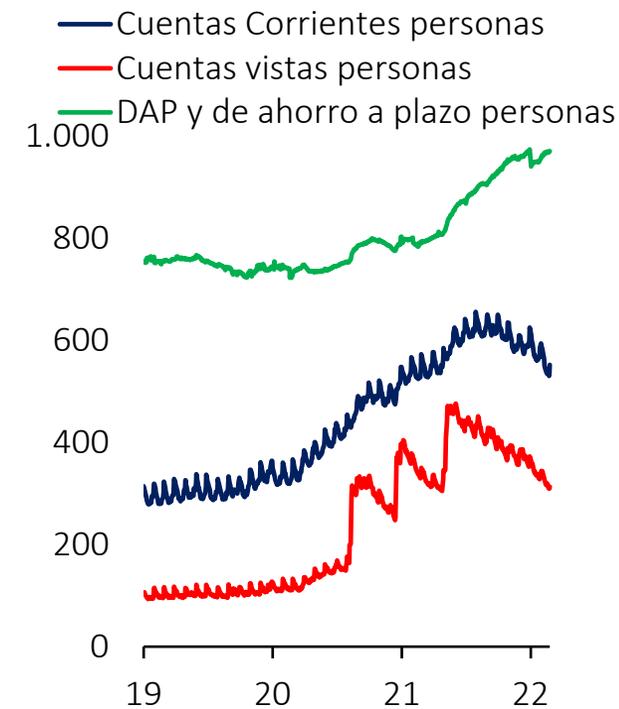
### Importaciones nominales de bienes de consumo

(millones de dólares CIF, prom. móvil 3 meses)



### Saldos reales personas (2)

(millones de UF, datos diarios)



(1) Deflactado por la UF. Excluye estaciones de servicios. (2) En enero 2022 se actualizó el Compendio de Normas Contables para Bancos de la Comisión para el Mercado Financiero, el cual se utiliza para la elaboración de las estadísticas monetarias. Este cambio implicó la adaptación de los instrumentos de recopilación monetaria del Banco Central de Chile (desde el archivo F01 al SIM01).

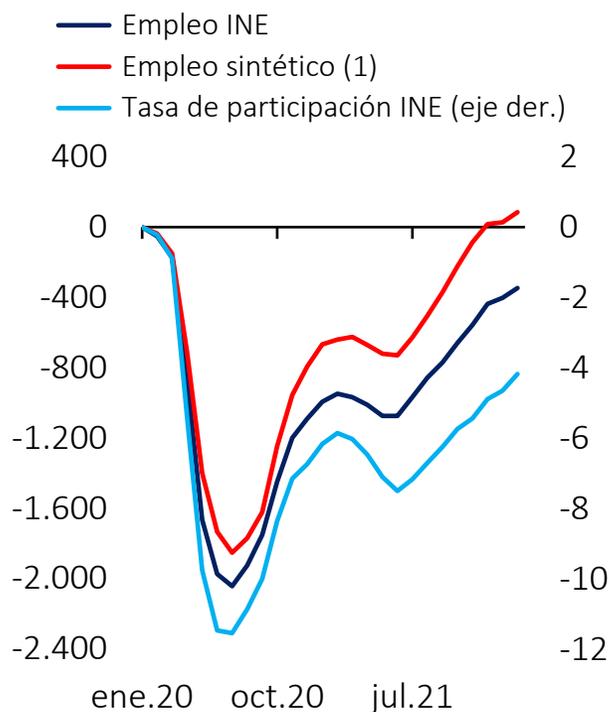
Fuentes: ANAC, Banco Central de Chile, INE y SII.

...que podrían estar también reflejándose en una normalización de la brecha entre oferta y demanda por trabajo.



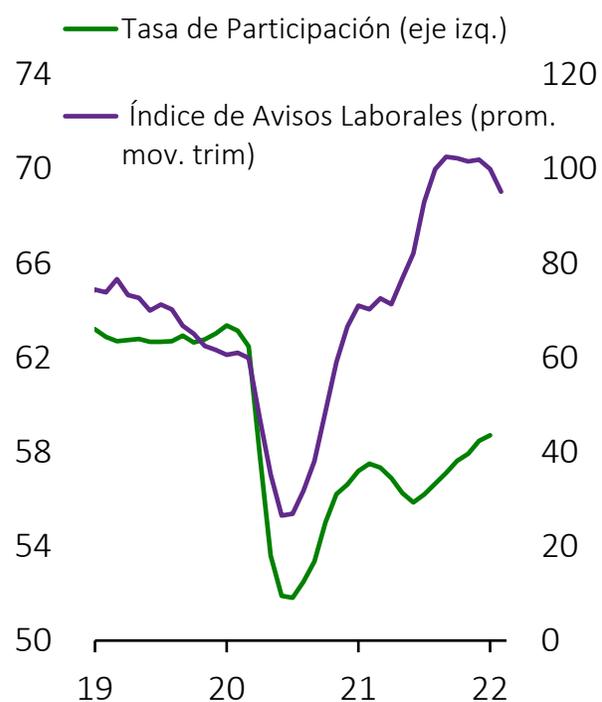
### Empleo y tasa de participación laboral

(dif. r/a ene.20, miles de personas;  
dif. r/a ene.20, puntos porcentuales)



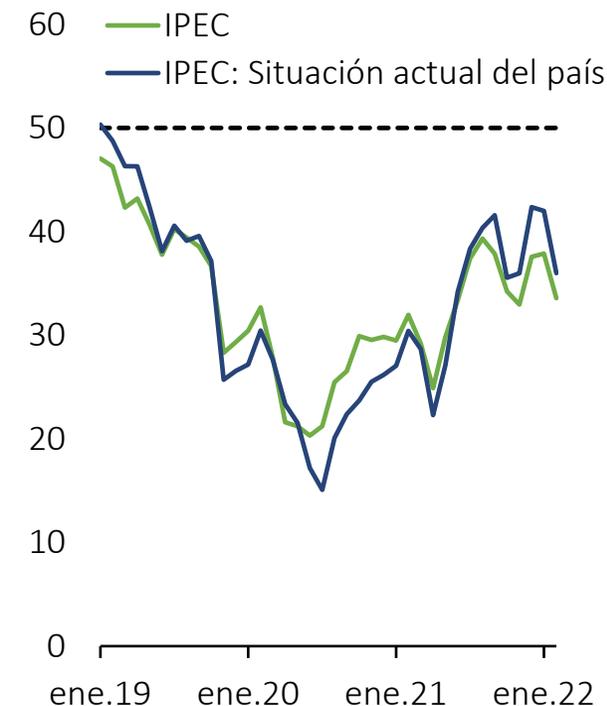
### Tasa de participación e Índice de Avisos Laborales de Internet

(porcentaje, índice ene.15 = 100)



### Confianza de consumidores (IPEC) (2)

(índice de difusión)



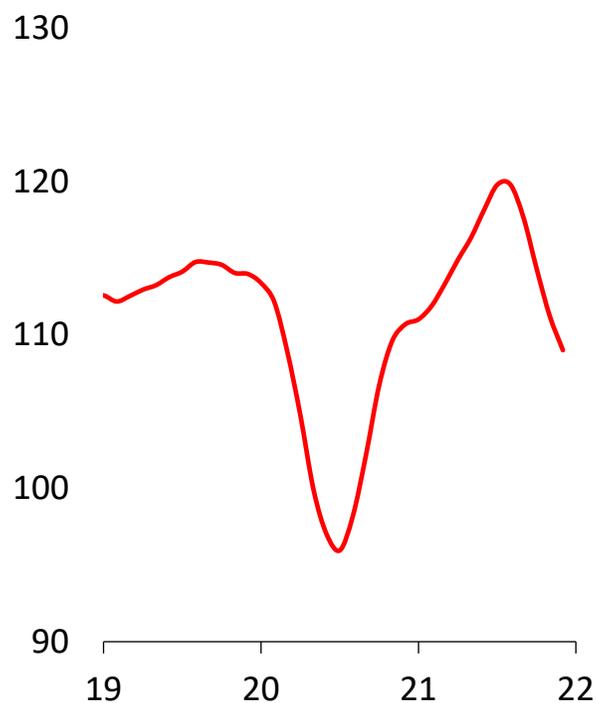
(1) Suma de empleo por cuenta propia, servicio doméstico (no cotizantes en fondo de pensiones), empleadores y familiar no remunerado del INE y cotizantes dependientes en fondo de pensiones de la Superintendencia de Pensiones. El dato de febrero de este último corresponde al dato de enero más la diferencia trimestral del dato de cotizantes dependientes del INE. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile, Superintendencia de Pensiones y Gfk/Adimark.

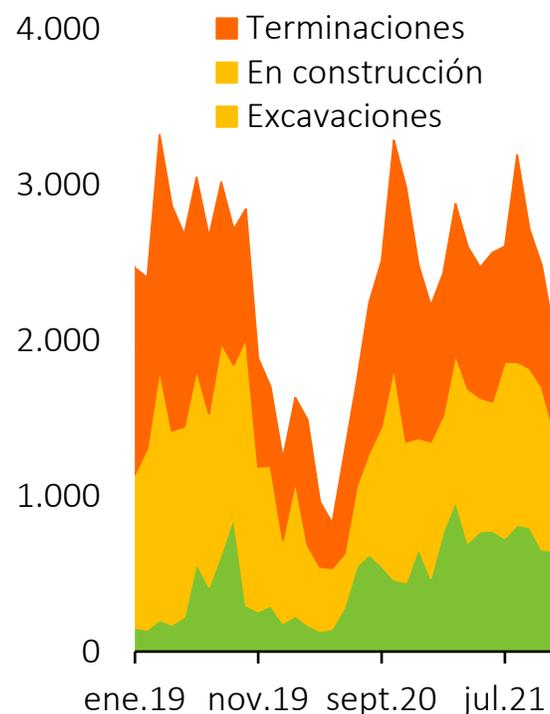
La inversión también estaría mostrando un mayor deterioro respecto de los buenos resultados del 2021, en particular en el componente de construcción y otras obras.



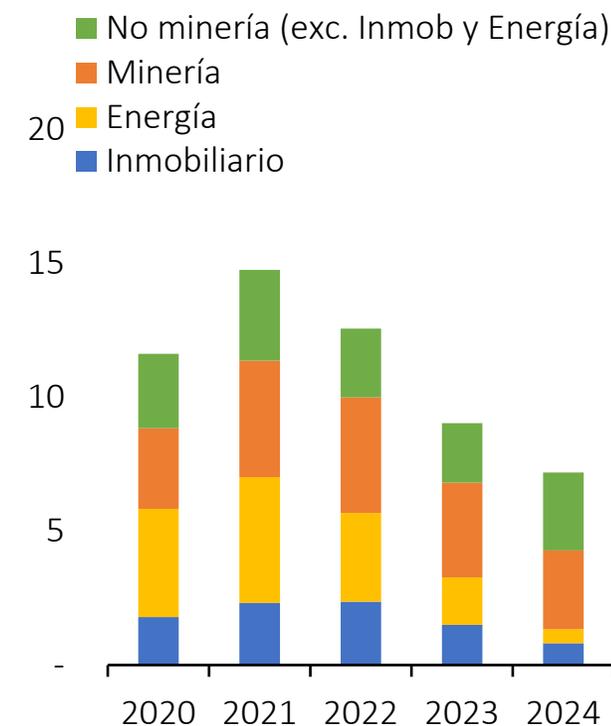
Indicador mensual de actividad de la construcción (Imacon)  
(índice 2014 = 100)



Venta de viviendas por estado de obras  
(miles de viviendas)



CBC: Inversión total  
(miles de millones de dólares)

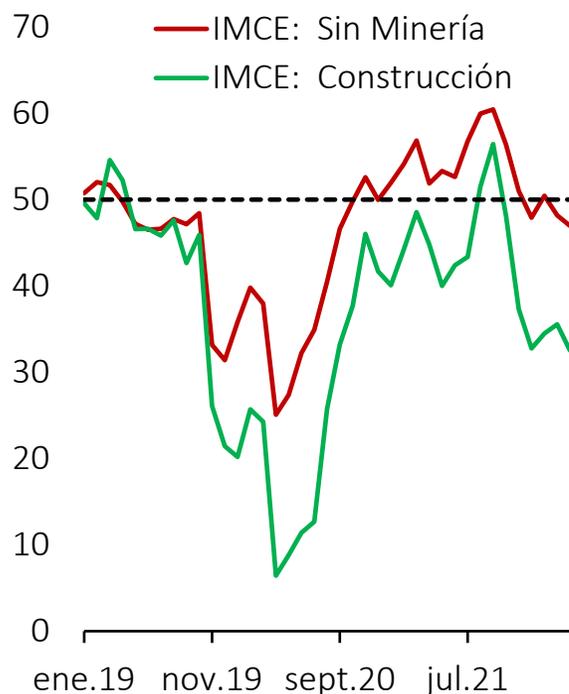


Fuente: Cámara Chilena de la Construcción y Corporación de Bienes de Capital.

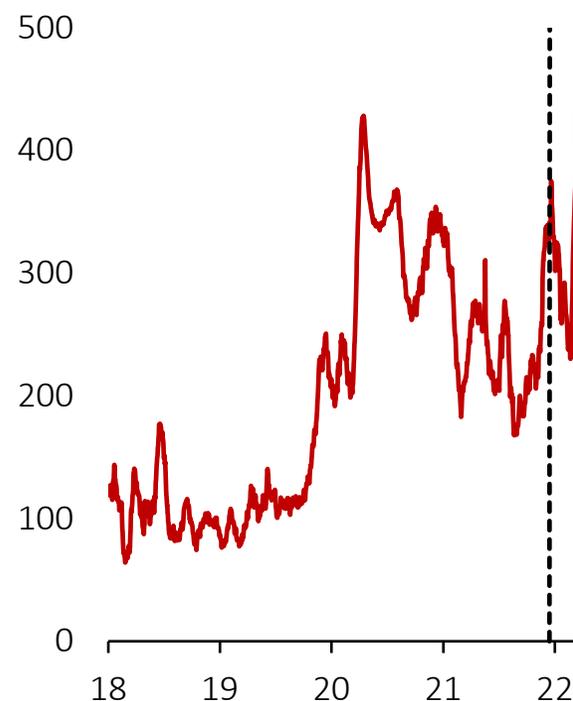
# A lo que se suman fundamentos menos auspiciosos respecto a expectativas, incertidumbre y condiciones de crédito.



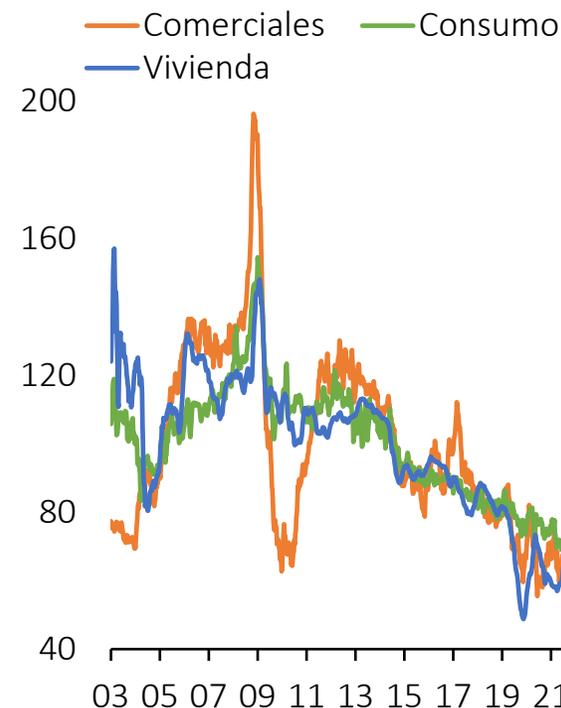
### IMCE (1) (índice de difusión)



### Índice diario de incertidumbre económica y política (DEPUC) (2) (índice 1 de enero 2012=100)



### Tasas de interés de las colocaciones (3) (índice 2003-2022=100)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Para mayor detalle, ver nota de gráfico II.1 del IPoM de marzo 2022. (3) Para mayor detalle de los datos considerados, ver nota de gráfico II.5 del IPoM de marzo 2022.

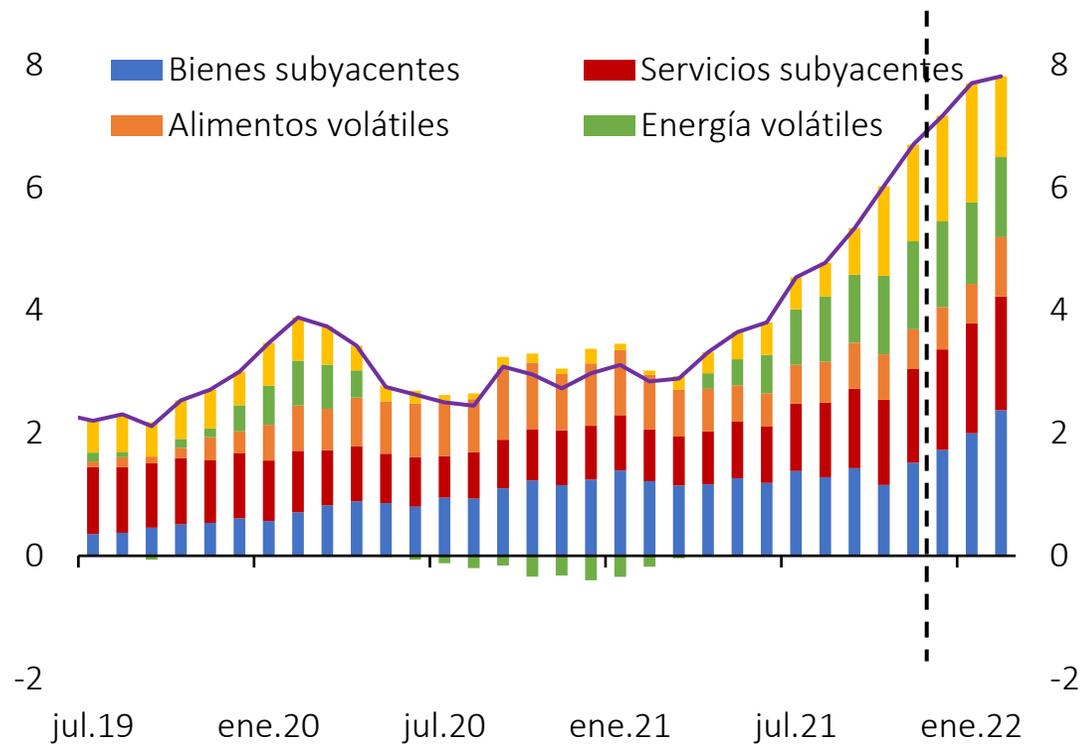
Fuentes: UAI/ICARE, Becerra y Sagner (2020) y Banco Central de Chile en base a datos de la CMF.



Pese a las señales de contracción en la demanda, la inflación ha sorprendido al alza. Destacan las sorpresas en el IPC subyacente de bienes, asociado a mayores presiones de costos, en un contexto de niveles de demanda aún elevados, tipo de cambio depreciado y mayores costos internacionales.

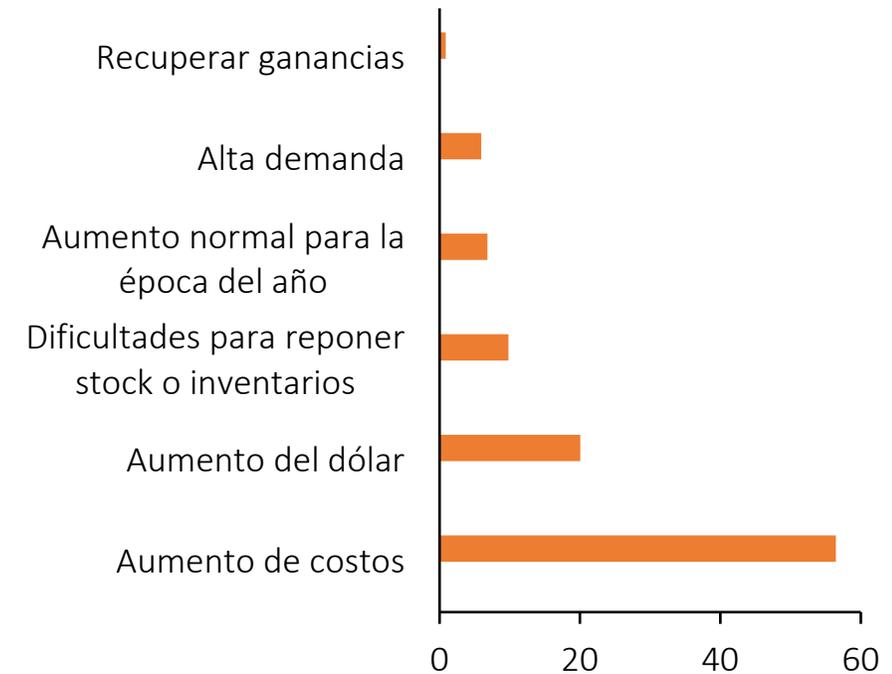
## Indicadores de inflación (1) (2)

(incidencias en la var. anual, puntos porcentuales)



## IPN Febrero: Principal razón por la debió aumentar sus precios durante los últimos 3 meses

(porcentaje del total de empresas que subieron sus precios)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2021. (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.

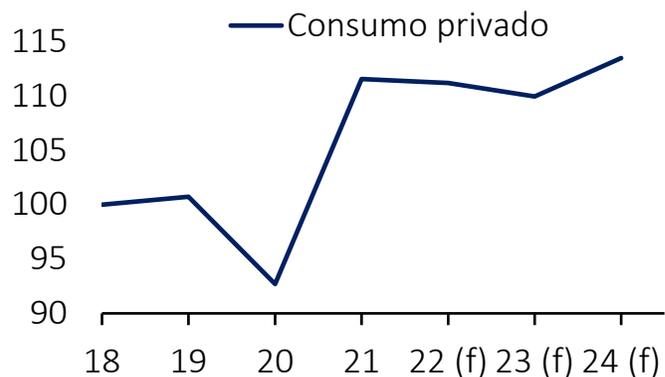


# Proyecciones y estrategia de Política Monetaria

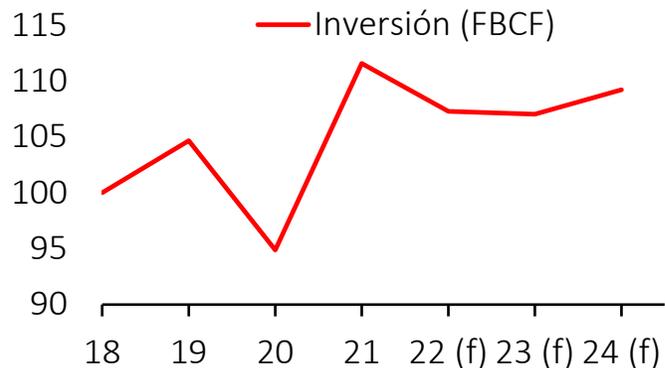
El escenario central anticipa contracciones para el consumo y la inversión en los próximos dos años. El PIB se expandiría ambos años pero a tasas bajas, aunque anticipa una recesión “técnica” de varios trimestres. Esto asume una política monetaria más contractiva que en diciembre, además del ajuste fiscal anunciado.



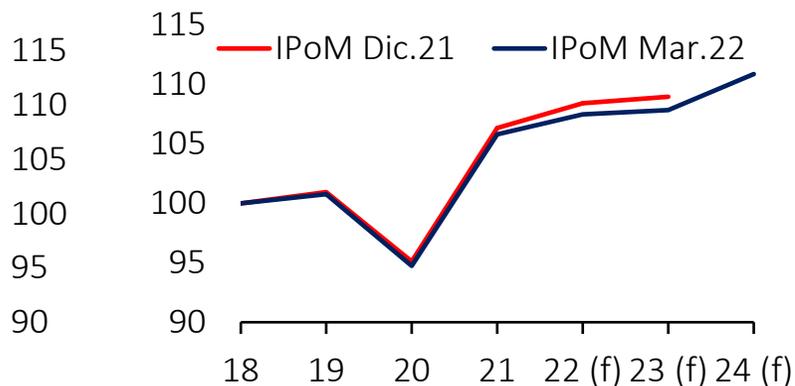
Consumo privado  
(índice 2018=100)



Inversión (FBCF)  
(índice 2018=100)



Proyecciones PIB (1)  
(índice 2018=100)



Proyección consumo privado y FBCF  
(variación anual, porcentaje)

	22	23	24
Consumo privado	-0,3	-1,1	3,2
FBCF	-3,8	-0,2	2,0

Proyecciones de crecimiento del PIB (2)  
(variación anual, porcentaje)

2022	2,5%	Marzo 2022	2,0%	↓
Diciembre 2021	1,5%	Marzo 2022	1,0%	
2023	1,0%	Marzo 2022	0,75%	↓
Diciembre 2021	0,0%	Marzo 2022	-0,25%	
2024		Marzo 2022	3,25%	
		Marzo 2022	2,25%	

(f) Proyección. (1) Las proyecciones consideran el punto medio de los rangos de crecimiento publicados en este IPoM. (2) Proyecciones contenidas en cada IPoM. Flechas indican cambio respecto de proyección de diciembre del 2021. Fuente: Banco Central de Chile.

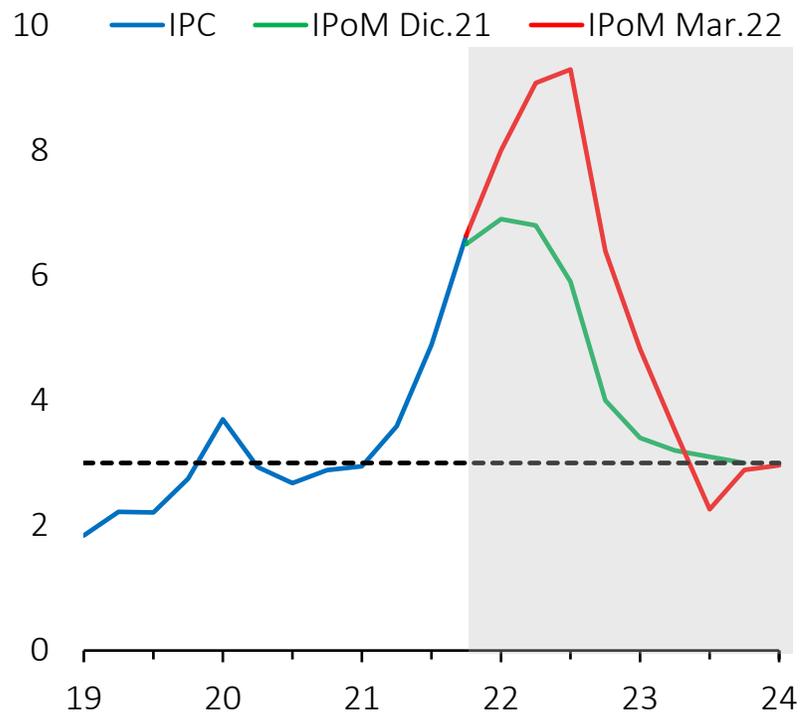
Al mismo tiempo, la inflación se acercará a 10% a mitad de este año. Revertir las presiones inflacionarias requiere resolver los desequilibrios macro incubados en 2021. La contracción de la actividad y la demanda son la expresión de aquello, y deben entenderse como una normalización hacia niveles sostenibles.



### Proyección de inflación (\*)

(variación anual, porcentaje)

#### Inflación IPC



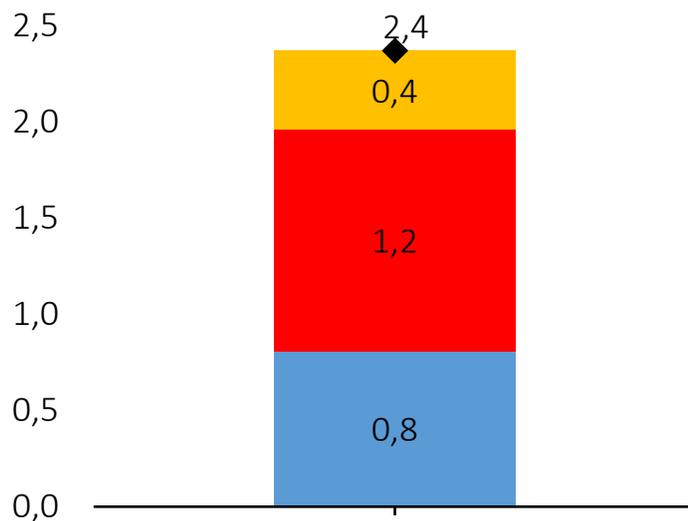
(\*) El área gris, a partir del primer trimestre de 2022 corresponde a la proyección.

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

### Cambio en la proyección de la inflación anual al 4T2022 (1)

(puntos porcentuales)

■ Demanda y otros     ■ Costos internos (2)  
■ Costos externos     ◆ Cambio proyección



(1) Construido en base a proyección IPC IPoM de diciembre 2021- marzo 2022. (2) Incluye efecto tipo de cambio.

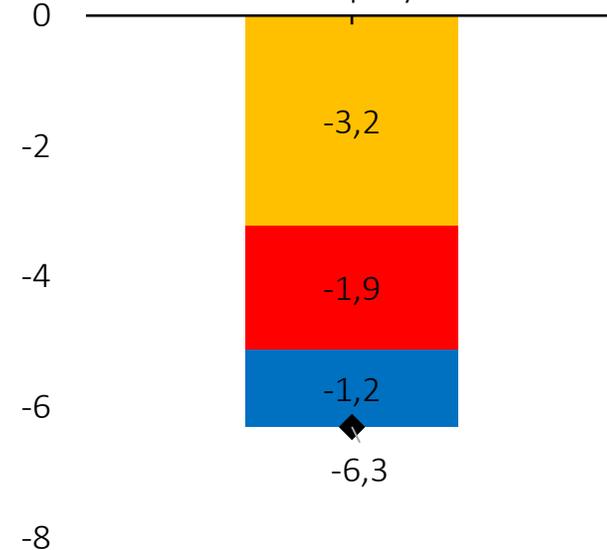
(3) Variación considera las proyecciones del escenario central de este IPoM. (4) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (5) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Junio 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.

### Cambio en la proyección de la inflación anual entre 3T2022 y 1T2024 (3)

(puntos porcentuales)

■ Costos externos  
■ Costos internos (2)  
■ Demanda y otros  
◆ Cambio proyección





Las expectativas de inflación de mercado superan la meta del BCCh. La proyección de inflación del escenario base considera que esto contribuye a su persistencia. Es importante resaltar que aquellas que afectan la formación de precios son las de hogares y empresas, quienes consideran la inflación todavía como un fenómeno transitorio.

## Proyecciones del mercado para la inflación, actividad y demanda (\*)

(variación anual, porcentaje)

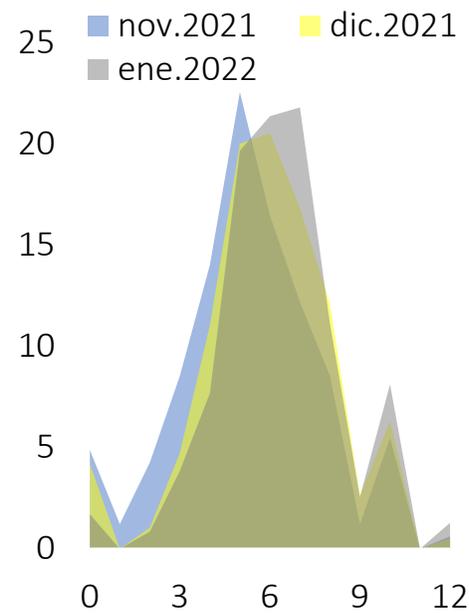
	PIB		FBCF		Consumo privado		Inflación total	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	Dic.22	Dic.23
EEE marzo 2022	2,0	1,5	0,5	1,3	1,5	1,2	5,8	4,0
Consensus Forecast marzo 2022	2,1	1,2	1,4	0,6	2,2	0,6	6,6	3,6
IPoM marzo 2022	1,0-2,0	-0,25/0,75	-3,8	-0,2	-0,3	-1,1	5,6	2,9
<b>Diferencia acumulada 2022-2023 respecto del IPoM</b>								
Dif. EEE - IPoM	1,75		5,8		4,1		-	
Dif. CF - IPoM	1,55		6,0		4,2		-	

(\*) La EEE considera la mediana de las proyecciones, mientras que Consensus Forecast la media. En ambos casos corresponden a las mediciones de marzo 2022.

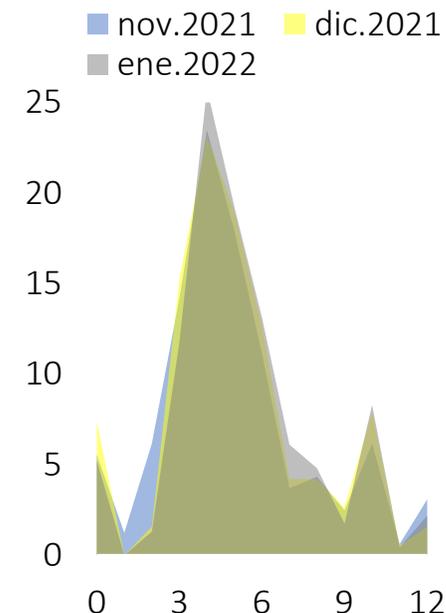
Fuente: Banco Central de Chile.

## Distribución de las expectativas de inflación y de precios de venta (porcentaje)

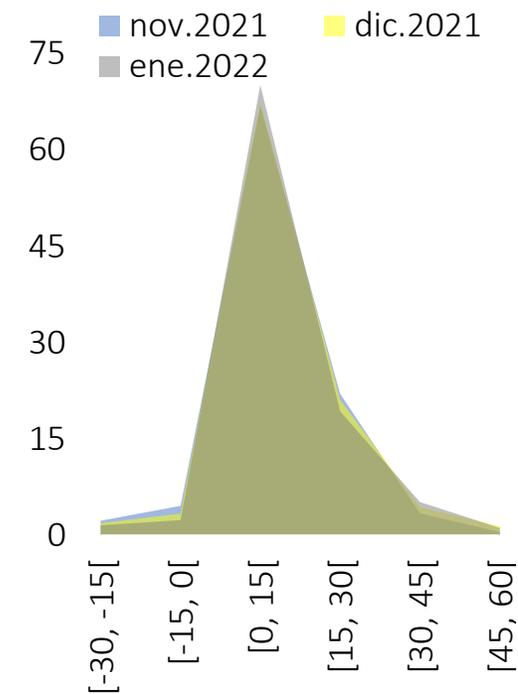
a) Inflación a 12 meses.



b) Inflación a 24 meses.



c) Precios de venta a 12 meses

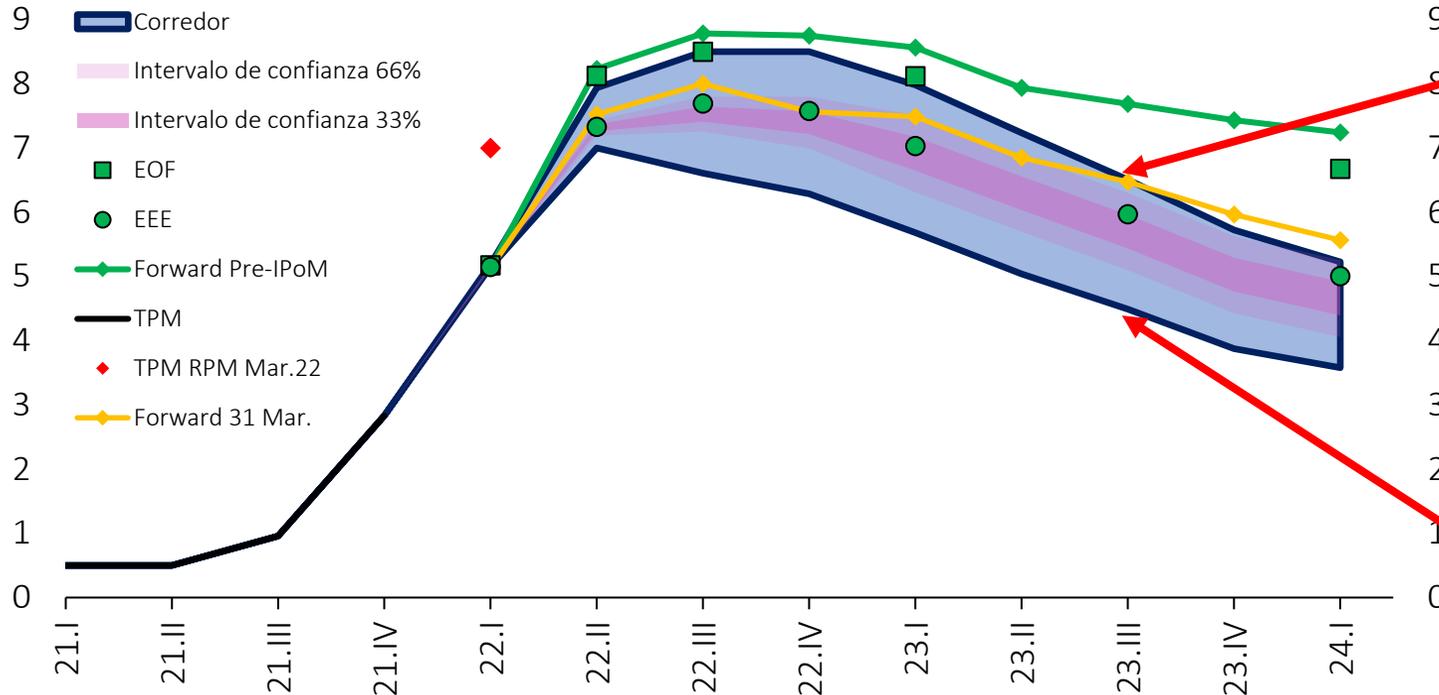


Fuente: Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios, Banco Central de Chile.

El Consejo ha aumentado rápidamente la TPM ante la escalada inflacionaria. De darse el escenario central, los aumentos futuros serán de menor magnitud. La visión de TPM coherente con la convergencia de la inflación es menor a la de mercado –probablemente, por las divergencias en el escenario macro.



Corredor de TPM (\*)  
(promedio trimestral, porcentaje)



**TPM mayor que en el escenario central**

Posibles razones:

- Expectativas de inflación permanecen elevadas por más tiempo.
- Reducción menor que la prevista del gasto público.
- Conflicto bélico intensifique restricciones de oferta o desarme cadenas de suministro.

**TPM menor que en el escenario central**

Posibles razones:

- Contracción de la actividad y la demanda interna es más intensa que lo previsto.
- Incertidumbre global afecte negativamente a la demanda externa y local, inversión en especial.

(\*) 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. Incluye la EEE de marzo y EOF pre RPM de marzo y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 23 de marzo. Para mayor detalle, ver gráfico V.1 del IPoM de marzo 2022. Fuente: Banco Central de Chile.



**INFORME DE POLITICA MONETARIA**  
MARZO 2022

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

