

# INFORME DE POLITICA MONETARIA

DICIEMBRE 2021

Joaquín Vial – Vicepresidente



OJOS DEL CABURGUA  
Región de la Araucanía

# 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.

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



# ¿Qué nos dice este IPoM?



Si bien la economía está mostrando una recuperación importante, su ritmo de crecimiento no es sostenible en el tiempo.



Entre otros efectos negativos, este crecimiento está generando un aumento importante de la inflación.



Se trata de un problema que afecta a todas las personas, aunque de manera más significativa a quienes tienen menos recursos.



Por esta razón, el Banco Central ha estado subiendo la tasa de interés, precisamente para cuidar el bolsillo de las personas.



# Evolución reciente de la economía

La actividad ha seguido mostrando un gran dinamismo, incluso superando lo previsto. Este ha estado impulsado por el consumo privado, que se ubica casi 20% por encima de los niveles previos a la crisis social.



## PIB y consumo privado

(niveles desestacionalizados, 2019.III=100)



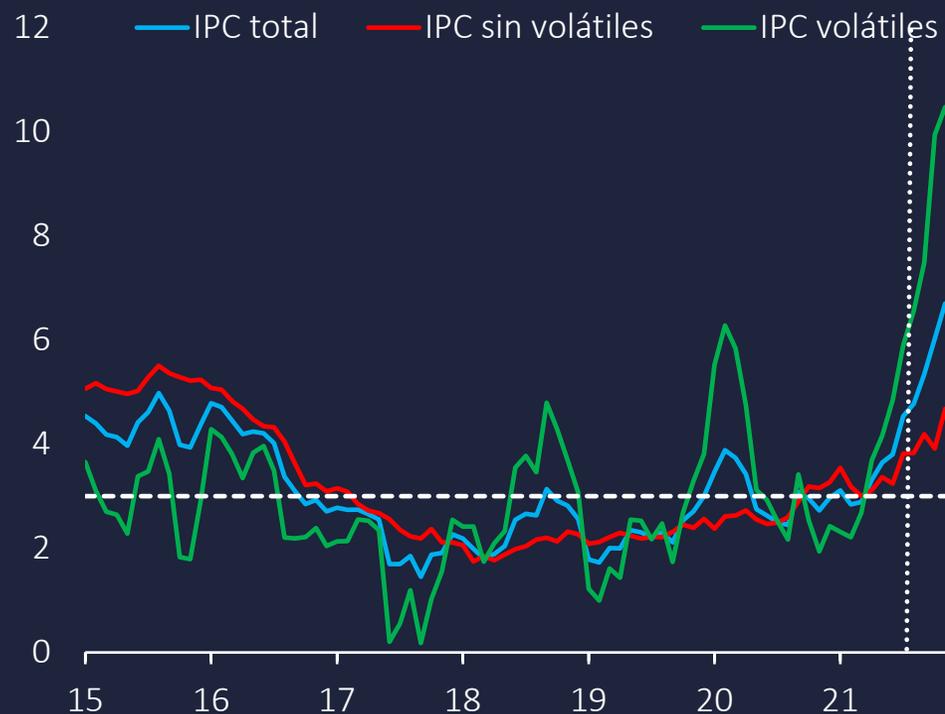
El consumo privado ha seguido siendo el componente más dinámico del gasto.

La inflación anual siguió subiendo y alcanzó 6,7% en noviembre. El alza ha sido visible en todos sus componentes. La inflación subyacente, aunque menor, ha alcanzado su nivel más alto de los últimos seis años.



## Indicadores de inflación (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 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.

Junto con el aumento de la inflación se ha observado una significativa alza de las expectativas de mercado sobre su valor a corto y mediano plazo.



### Expectativas de inflación en las encuestas (\*)

(variación anual, porcentaje)

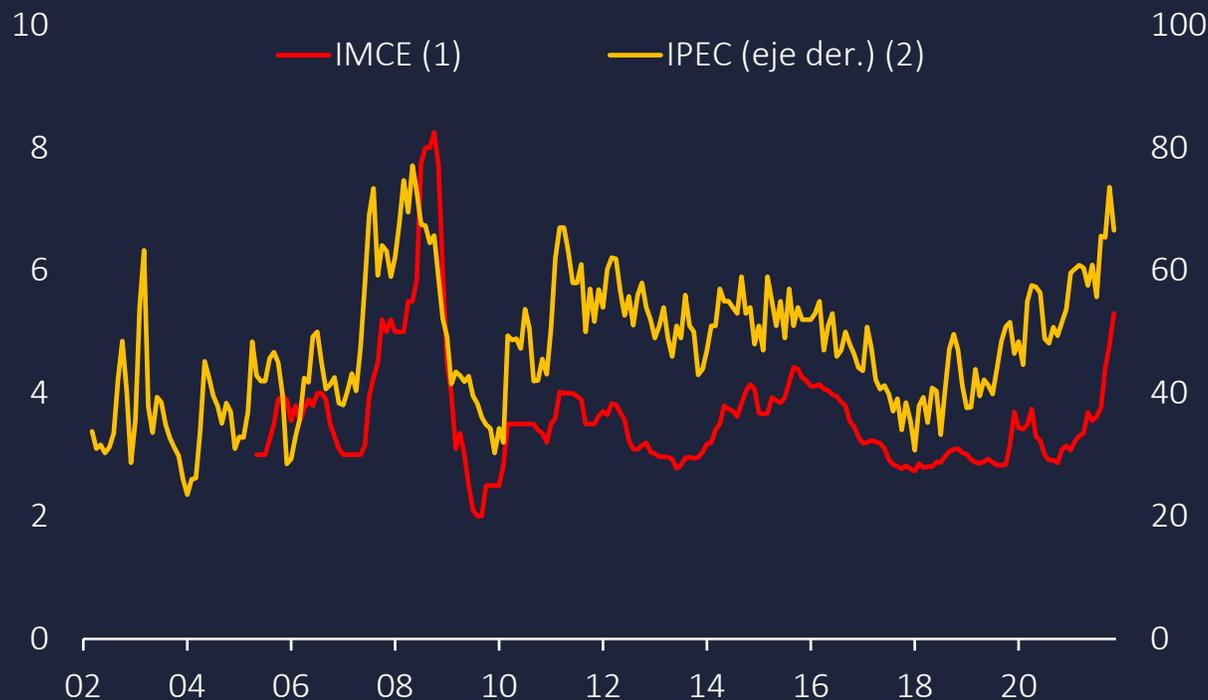


(\*) En el caso de la EOF, considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de diciembre. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible. En el caso de la EEE, considera hasta la encuesta publicada en diciembre de 2021. Fuente: Banco Central de Chile.

Los costos de la inflación sobre la economía ya son visibles y se han transformado en una de las principales preocupaciones económicas de los hogares y empresas.



## Expectativas de inflación a doce meses (porcentaje)



(1) Promedio simple entre las expectativas de inflación a doce meses del comercio y de la industria. (2) Porcentaje de encuestados que responden "Mucho" a la pregunta "¿Cuánto cree usted que subirán los precios de las cosas dentro de los próximos 12 meses?".  
Fuentes: UAI/ICARE y Gfk/Adimark.

*"Estamos disminuyendo todo un poco. Si antes me tomaba dos tazas de té, ahora me tomo 1. Yo comía dos panes en la mañana, me como 1, y 1 en la tarde.... ahí nos damos cuenta que tenemos que apretar el presupuesto (...).*



*"La carne igual está como media cara, entonces estamos comiendo pollo no más".*

*"No compro lo que está muy caro..... Y modificando po', comprando menos cantidad.... Y la forma de cocinar igual, cocinar para dos días, para tres días (...) me evito de hacer ese gasto, en estos dos días (...) Así ahorro gas y ahorro de todo".*

\*Citas contenidas en estudio cualitativo que recoge opiniones de ciudadanos sobre la inflación.

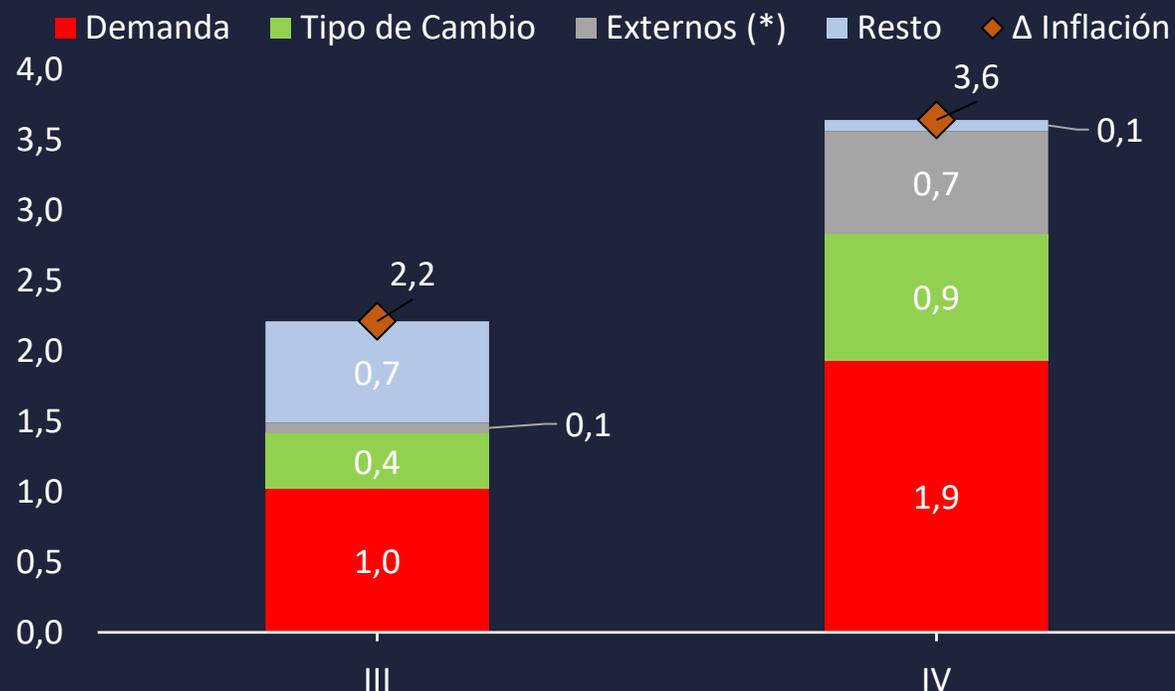


En el aumento de la inflación han influido varios factores, pero los más importantes han sido el incremento de la demanda interna y la devaluación del peso, ambos impulsados por fenómenos locales.



Cambio en inflación anual 2021 con respecto al mismo trimestre del año anterior

(datos trimestrales, puntos porcentuales)



Los principales factores detrás de la mayor inflación observada en el tercer y cuarto trimestre del 2021:

- ➔ Mayor demanda interna (cerca de la mitad)
- ➔ La depreciación del peso en los últimos meses debido a factores locales (cerca del 20%)

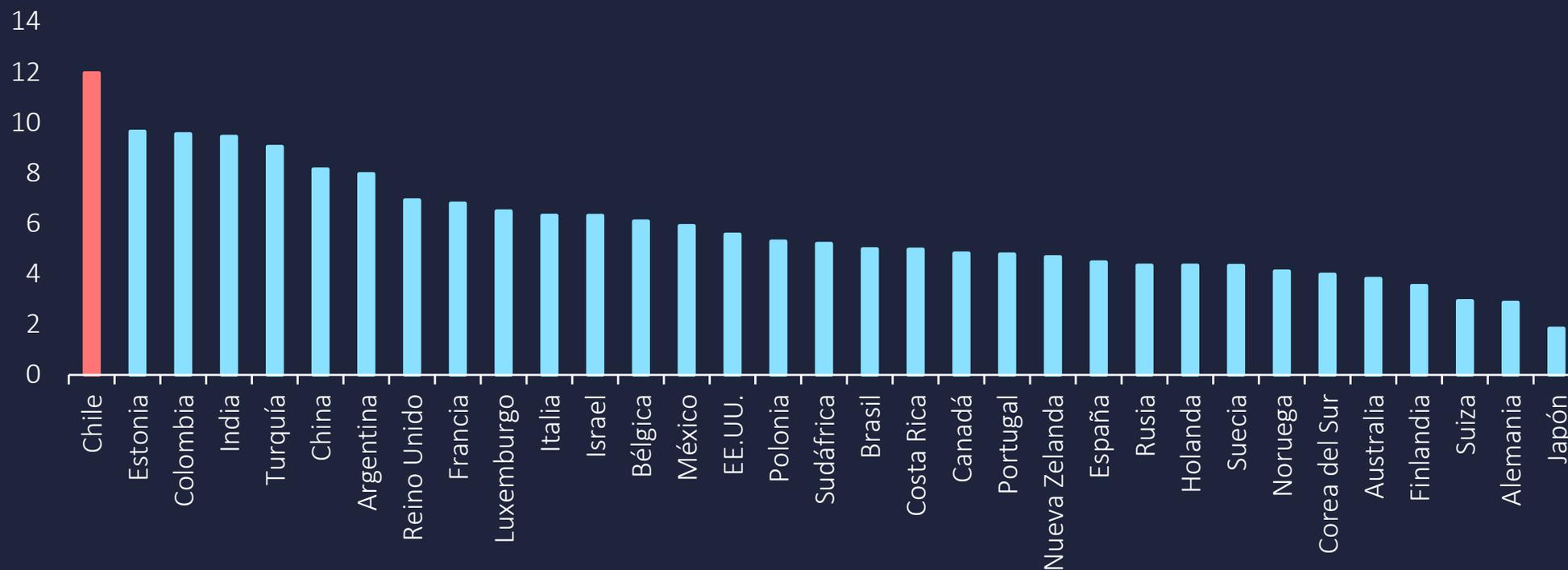
(\*) Externos incluye precios de petróleo y cobre, actividad de socios comerciales y otros factores externos.

Fuente: Banco Central de Chile.

El elevado dinamismo del consumo privado ha llevado a que el crecimiento en el 2021 sea de los más altos del mundo, superando ampliamente su potencial de corto plazo.



Proyección de crecimiento para 2021  
(variación anual, porcentaje)



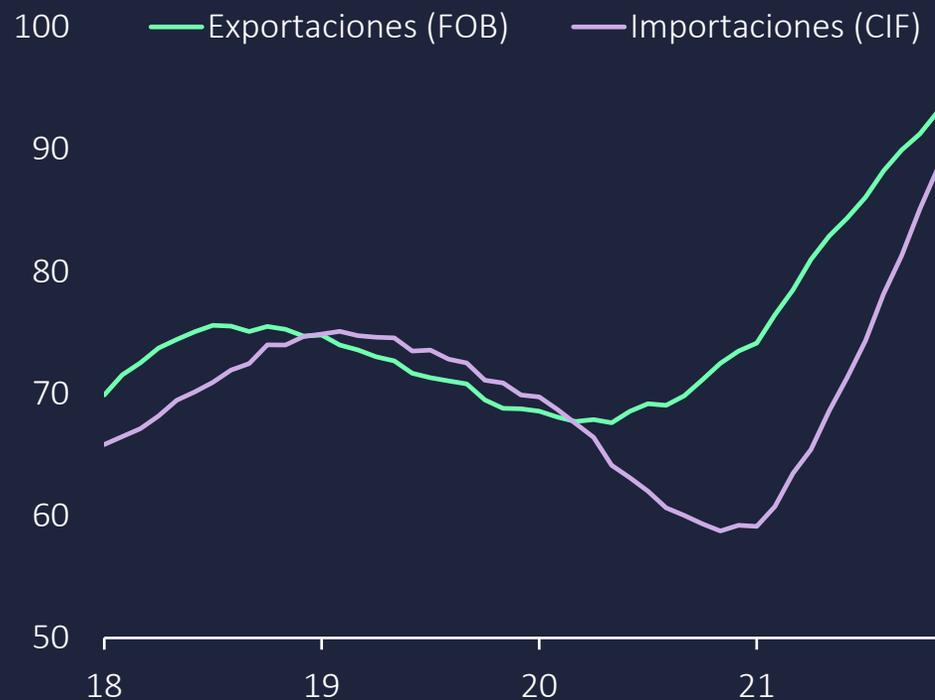
Fuente: OCDE.



Un síntoma inequívoco del significativo aumento de la demanda es el rápido deterioro de la cuenta corriente de balanza de pagos.

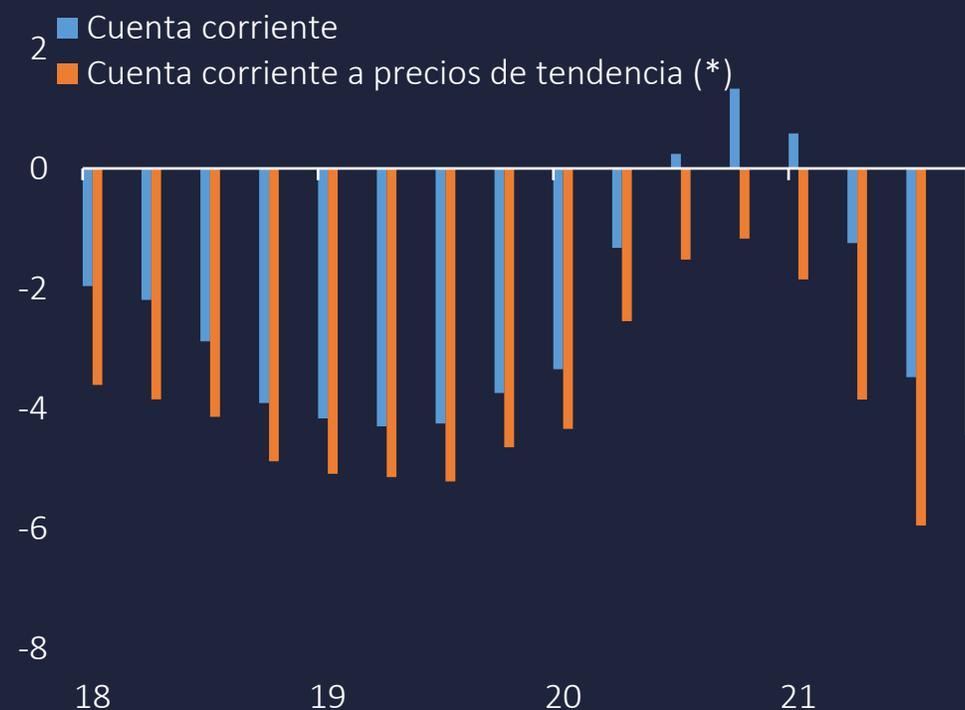
## Exportaciones e importaciones

(miles de millones de dólares, acumulado en doce meses)



## Cuenta corriente

(porcentaje del PIB, acumulada en los últimos 12 meses)



(\*) Ajusta el valor de las exportaciones mineras (también rentas y transferencias asociadas a exportaciones de minería) y las importaciones de combustibles considerando los precios del cobre y del petróleo de largo plazo, cuyos valores son US\$3,3 la libra y US\$60 el barril, respectivamente. El resto de las exportaciones e importaciones se valora a precios corrientes. Finalmente, supone nulos cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos de los precios del cobre y del petróleo.

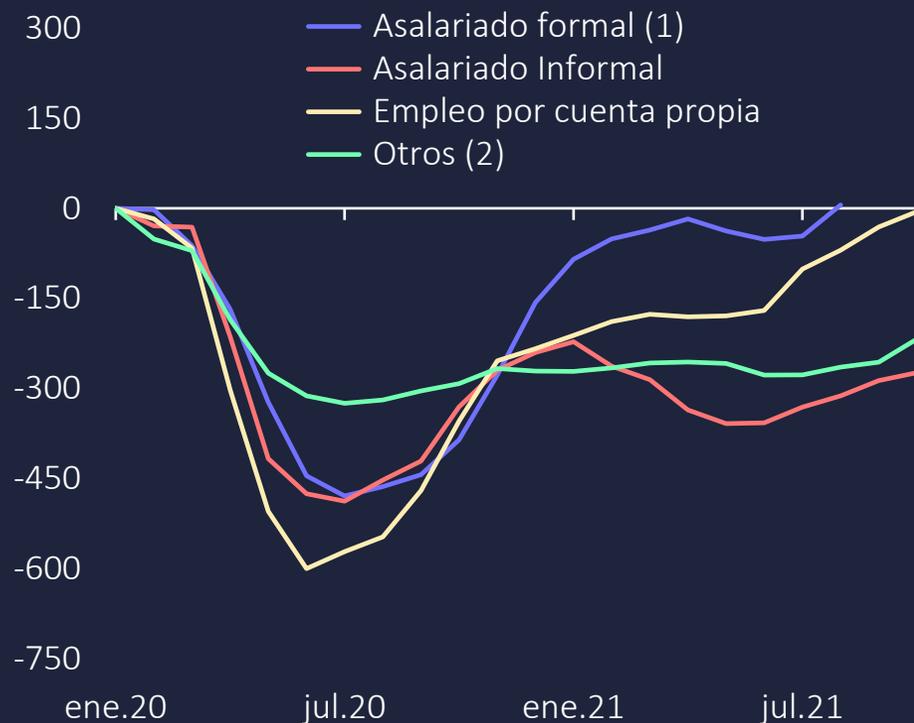
Fuente: Banco Central de Chile.

# El empleo se recupera más lento que la actividad, viéndose contenido por una oferta de trabajo que aún no retorna a los niveles previos a la crisis.



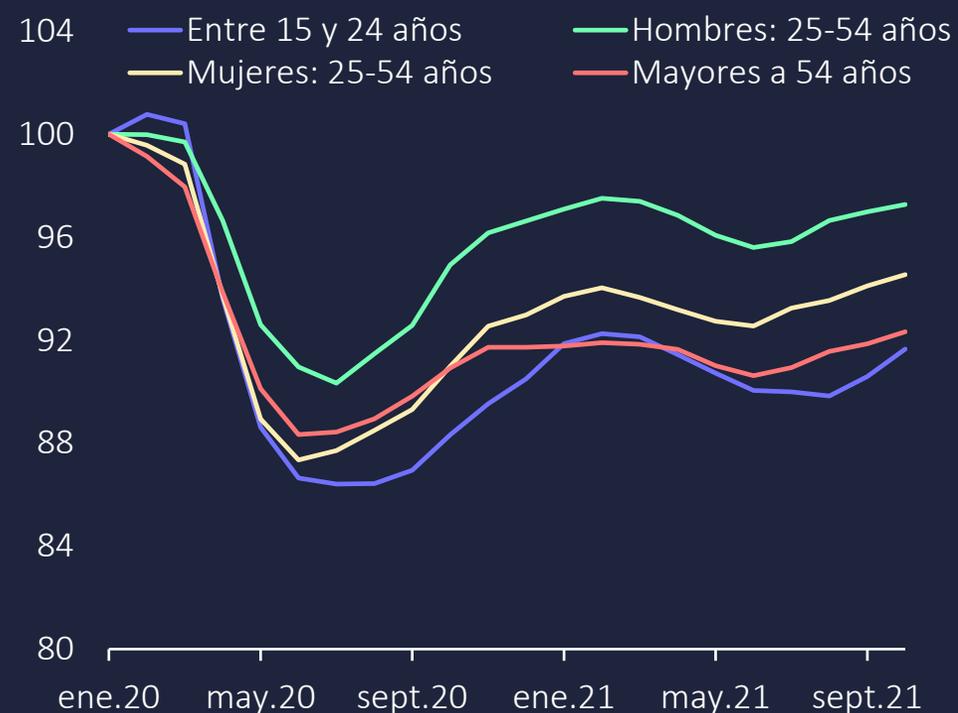
## Empleo por categorías ocupacionales

(diferencia en miles de personas respecto de enero del 2020, serie desestacionalizada)



## Tasa de participación por grupo

(índice enero 2020= 100)



(1) Estimado en base a datos de AFP. (2) Corresponde a la suma de servicio doméstico, empleadores y familiar no remunerado.

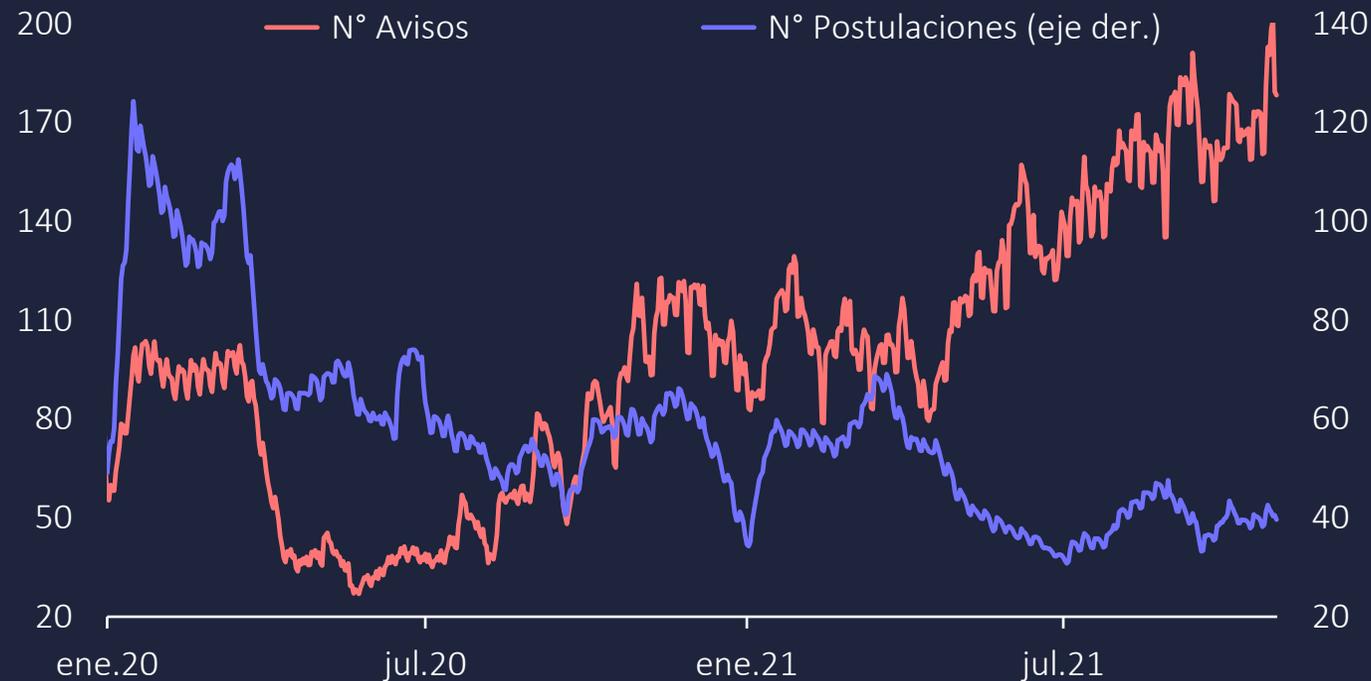
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

# Las vacantes de trabajo han aumentado durante este año, aunque la escasez de mano de obra sigue siendo una dificultad relevante para las empresas.



## Avisos laborales y postulaciones internet (\*)

(índice prom. móvil 15 días normalizado a 100 al 3/3/20)



➔ “Hay muy poca oferta de trabajadores, ven los avisos laborales, 2 mandan antecedentes y cero llega a la entrevista”. (Gerente de restaurante)

➔ “Han subido los costos de contratación... tengo que incentivar un poco más a los obreros para que vengan o me atraso en las obras”. (Gerente constructora e inmobiliaria)

➔ “Nosotros normalmente hacemos reajuste salarial en mayo, pero este año ya he tenido que subir los sueldos en tres ocasiones, porque si no se me va la gente”. (Gerente servicios a la minería)

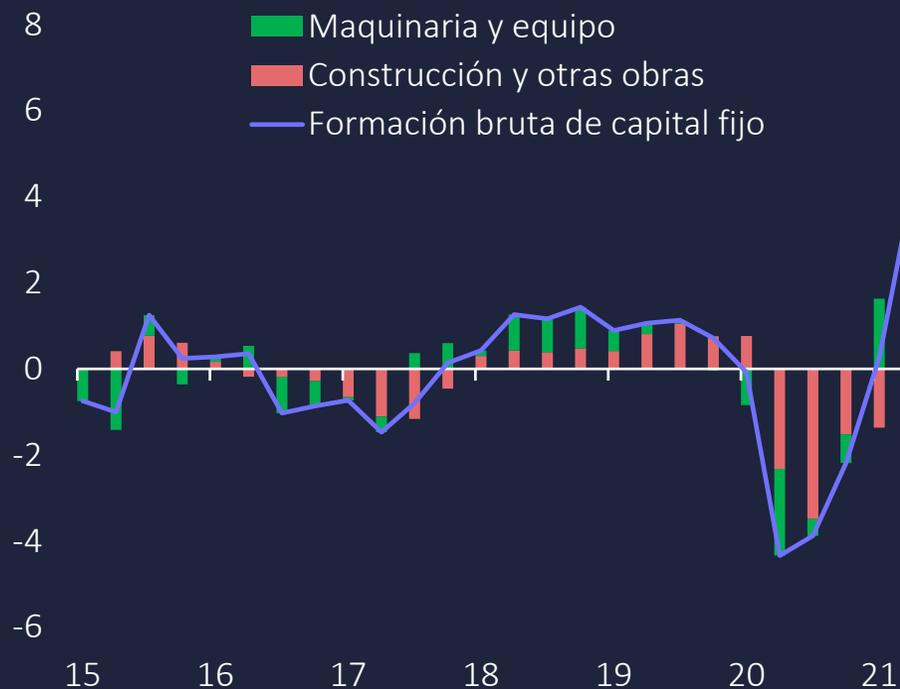
(\*) Para mayor detalle, ver nota gráfico III.8, IPoM diciembre 2021.  
Fuentes: Observatorio Laboral SENCE y Sistema de Análisis de Bolsas de Empleo.

Fuente: Informe de Percepciones de Negocios, Banco Central de Chile.

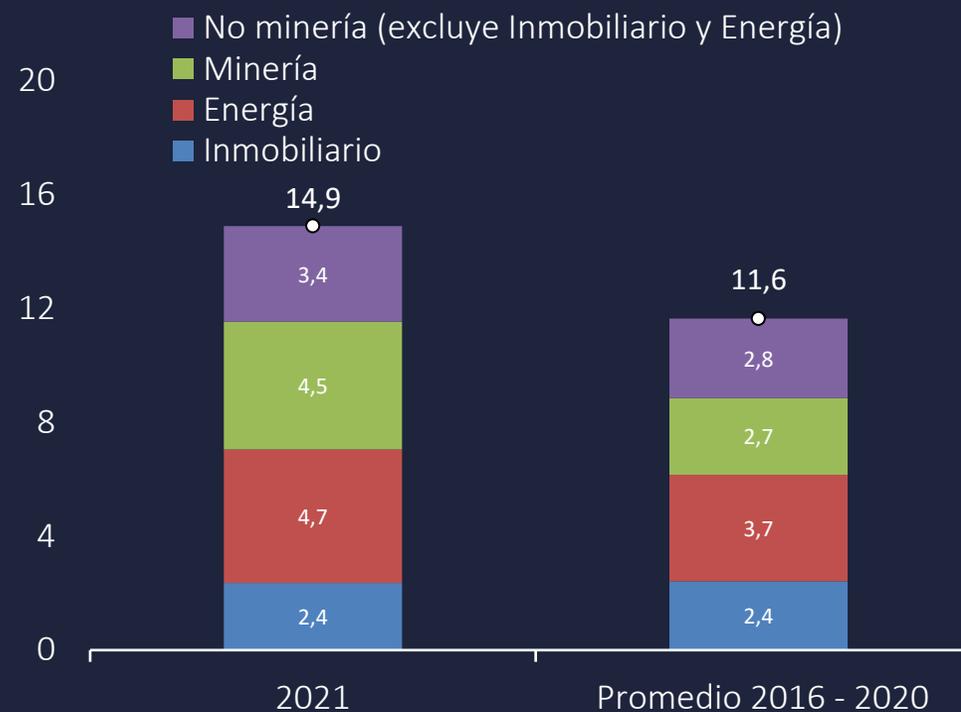


# La inversión continuó recuperándose, con un dinamismo importante en todas sus líneas.

Contribución de la FBCF en el crecimiento anual del PIB  
(puntos porcentuales)



CBC: Inversión total (\*)  
(miles de millones de dólares)

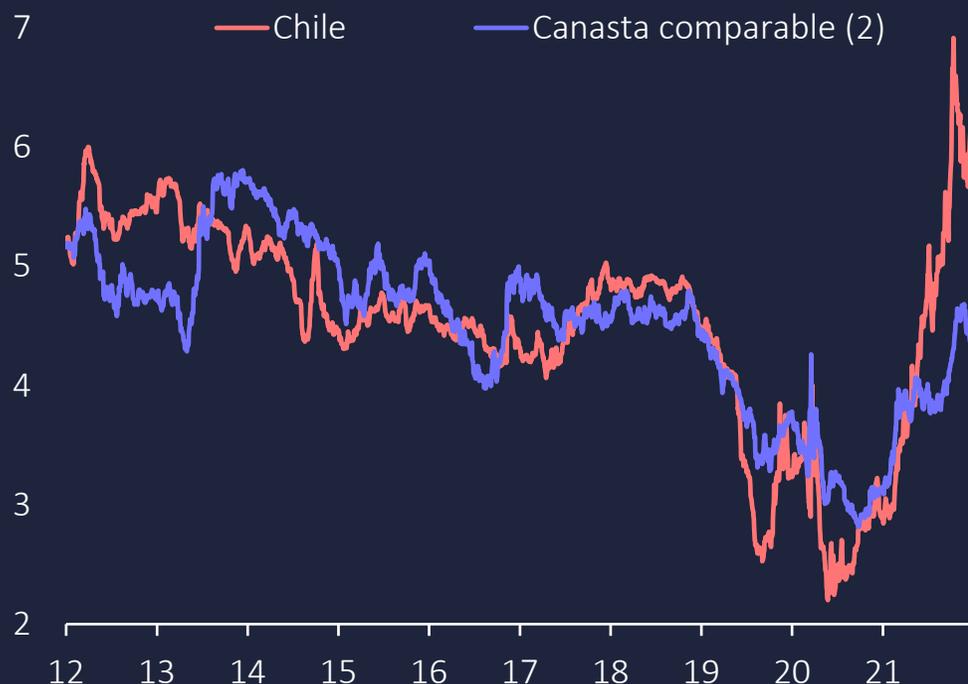


(\*) Para el 2021 se considera la información del catastro de octubre de ese año. Para el promedio 2016 - 2020 se considera el último dato disponible para cada año.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Corporación de Bienes de Capital.

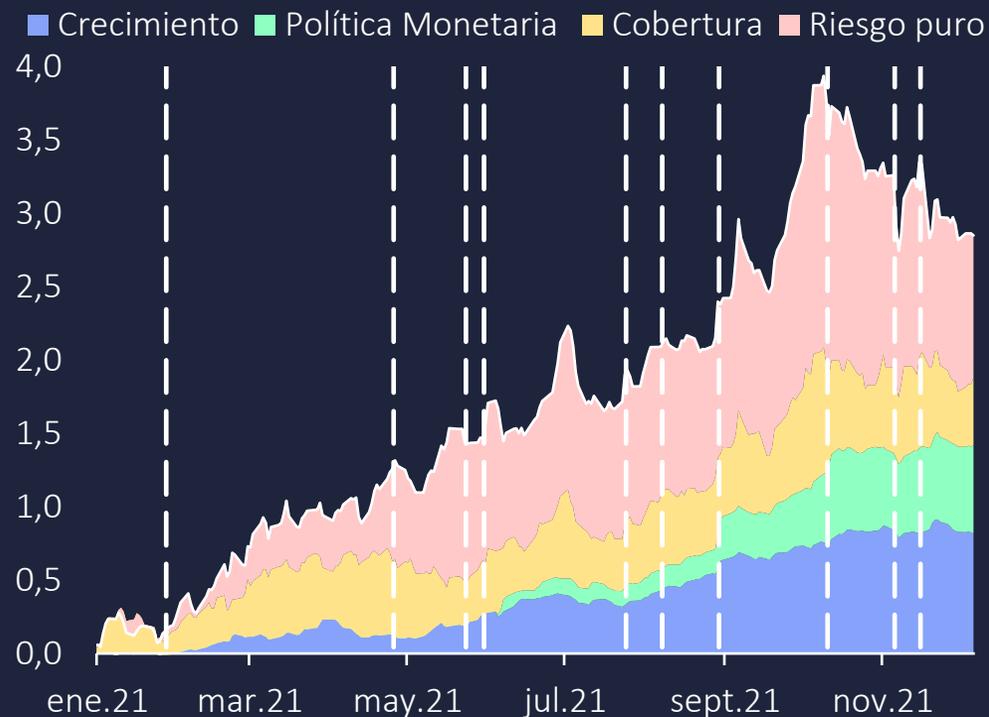
Las condiciones financieras locales se han deteriorado fuertemente en el último año, asociado a factores internos. Resalta el alza de las tasas de interés de largo plazo.



Tasa de interés a 10 años (1)  
(porcentaje)



Descomposición estructural de la tasa cero a 10 años (3) (4)  
(dif. respecto del 30 de diciembre del 2020, puntos porcentuales)



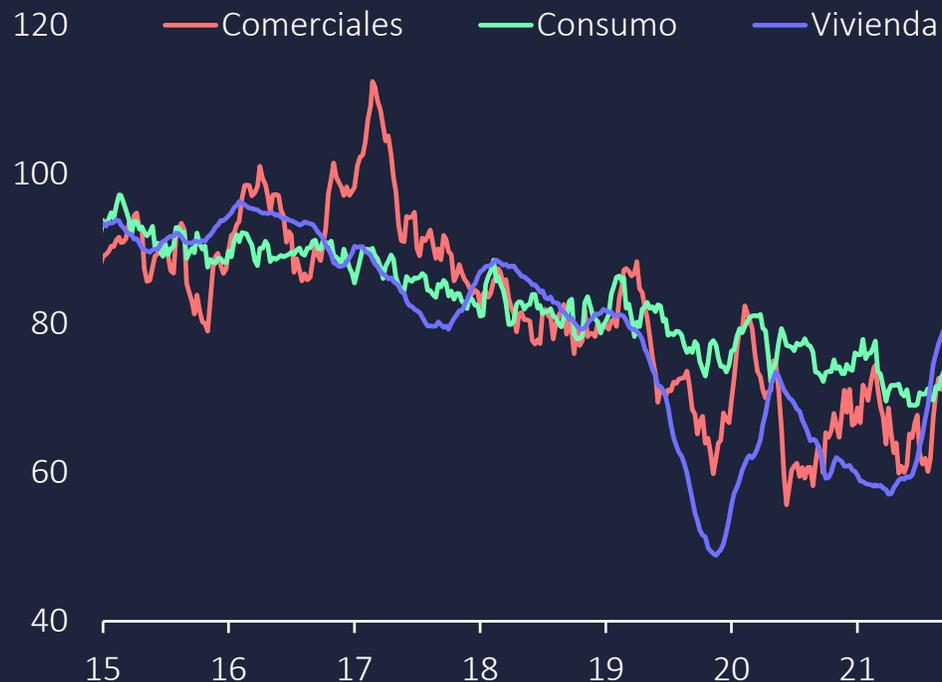
(1) Para todos los países se consideran las tasas de interés de bonos cero cupón, las cuales corrigen las tasas de mercado del pago de cupones de los bonos. (2) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con la tasa de interés de Chile. (3) Descomposición estructural en base a Cieslak y Pang (2021). (4) Descomposición basada en la tasa *Swap* Promedio Cámara (SPC) cero cupón a 10 años. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y RiskAmerica.

La oferta de crédito se ha restringido y la demanda permanece contenida, a raíz del mayor costo de fondeo y la incertidumbre sobre la evolución de la economía.



## Tasas de interés de las colocaciones (1)(2)

(índice 2003-2021=100)



El IPN señala mayores restricciones en las condiciones de financiamiento, especialmente para proyectos de mediano y largo plazo. Además, que la alta liquidez mantenía contenida la demanda por créditos de consumo.

→ “La situación hoy es muy compleja por la contingencia de las tasas, se están produciendo trastornos importantes en los flujos de crédito, especialmente en los hipotecarios”.  
(Agente de banco)



(1) Datos semanales, tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada período. Para vivienda corresponden a operaciones en UF. (2) Promedio móvil de cuatro semanas. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

La elevada incertidumbre y la mayor percepción de riesgo ha reducido el apetito de inversionistas locales por activos chilenos y de largo plazo.



Activos en el exterior de empresas y hogares (\*)  
(miles de millones de dólares)



(\*) Suma móvil 24 meses. Excluye flujos de inversión extranjera directa.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Comisión para el Mercado Financiero.

Resalta el aumento del número de cuentas en moneda extranjera. A septiembre 2021:

- Personas naturales: +38% anual (+75% desde sep.19) ↑
- Personas jurídicas: +15% anual (+27% desde sep.19) ↑

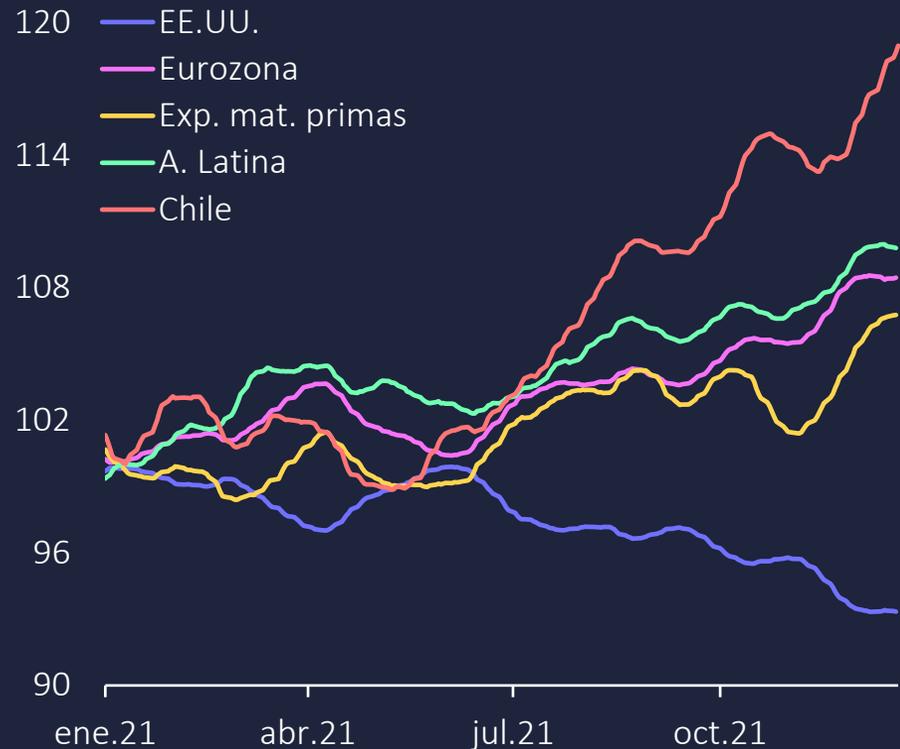


Con ello, el peso chileno ha tenido una depreciación significativa y el nivel de tipo de cambio real es muy superior a su promedio de los últimos 20 años.



### Monedas (1)

(índice 4 de enero 2021=100)



### Tipo de cambio real (TCR) (2)(3)

(índice promedio 1986=100)



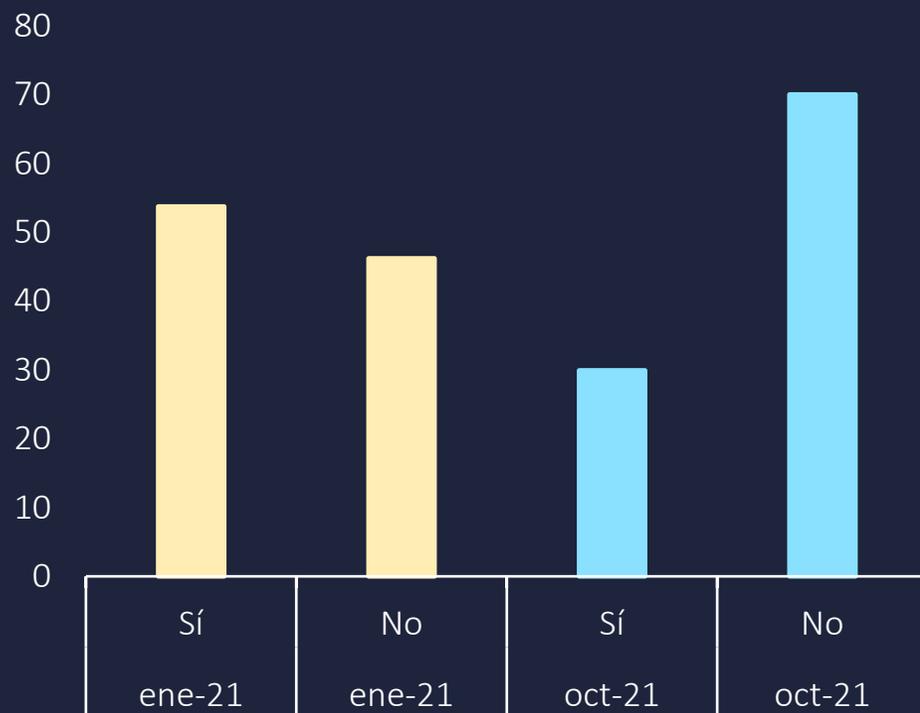
(1) Promedios de 15 días móviles para cada serie. Para América Latina considera el promedio simple entre los índices de Brasil, Colombia, México y Perú, mientras que, para exportadores de materias primas, el promedio simple entre los índices de Australia y Nueva Zelanda. (2) Datos de TCR para noviembre y diciembre del 2021 corresponden al promedio preliminar del mes y de los datos disponibles al día 21 de ese mes, respectivamente. (3) Promedios de los últimos 15 y 20 años consideran los períodos dic.06-nov.21 y dic.01-nov.-21, respectivamente. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

# Las peores condiciones financieras han contribuido a deteriorar las perspectivas de inversión para el próximo año.



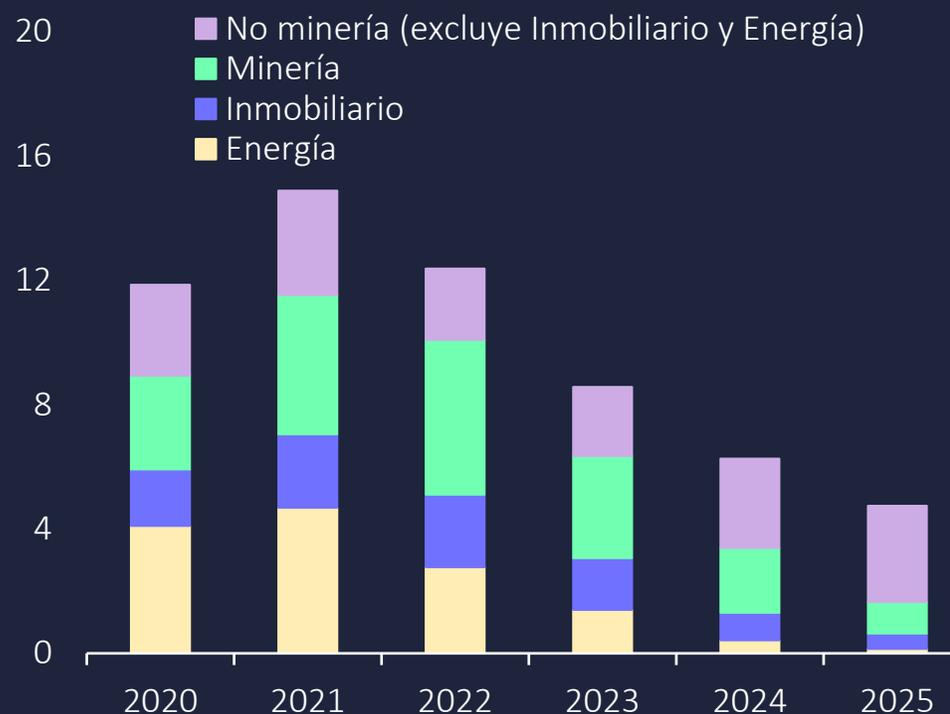
IPN: en los planes de negocios que tiene actualmente, ¿cree que su empresa realizará inversiones durante el 2022?

(porcentaje)



CBC: Inversión total

(miles de millones de dólares)

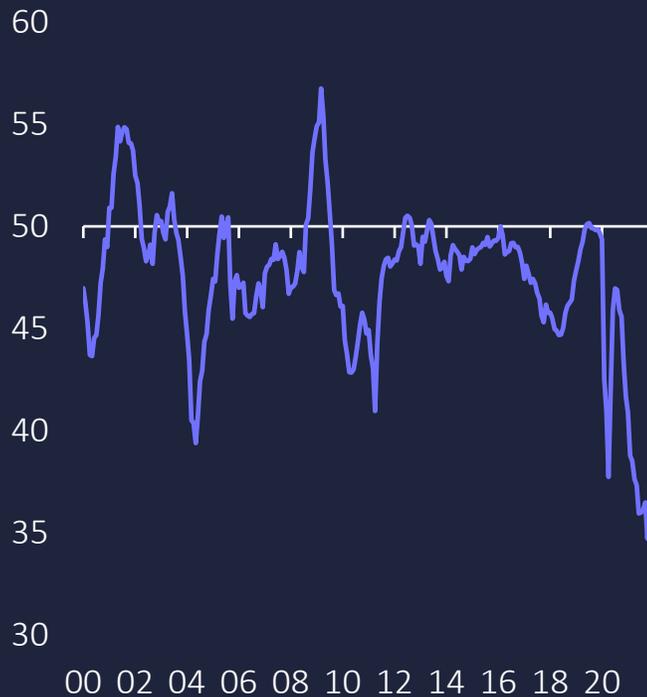


Fuente: Banco Central de Chile y Corporación de Bienes de Capital.

En lo externo, la pandemia ha seguido afectando la disponibilidad de bienes y las cadenas de distribución, en medio del dinamismo que sostiene la demanda.



Tiempos de entrega de proveedores (1)  
(índice de difusión)



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



A los costos de transporte y problemas logísticos se han sumado mayores precios de las materias primas:

Precio del cobre:



+3%

desde IPoM.Sep.21

Precio del petróleo  
(prom. Brent-WTI):



+6%

desde IPoM.Sep.21

(1) Corresponde al PMI global de manufactura. Una caída del índice significa una extensión de los tiempos de entrega de los proveedores y viceversa. (2) Tarifa por transportar un container de 40 pies en las rutas respectivas. Fuentes: Bloomberg, IHS Markit y JP Morgan.

# La inflación ha seguido subiendo a nivel global, modificando la percepción de ésta como un fenómeno transitorio.



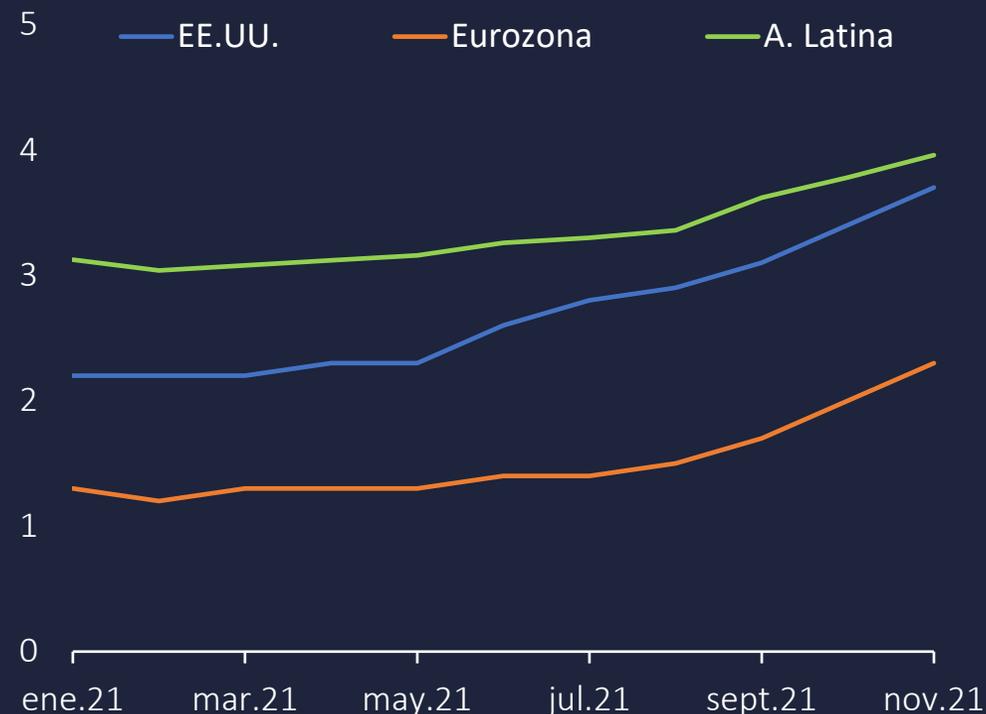
## Inflación mundial (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



## Expectativas de inflación de mercado para 2022 (3)

(variación promedio anual, porcentaje)



(1) En base a Baraj, Carlomagno y Wlasiuk (2021). (2) Corresponde a la mediana de cada grupo de países. (3) Para A. Latina corresponde al promedio geométrico de la inflación anual a diciembre para México, Colombia, Brasil y Perú.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a datos oficiales de cada país y Consensus Forecast.

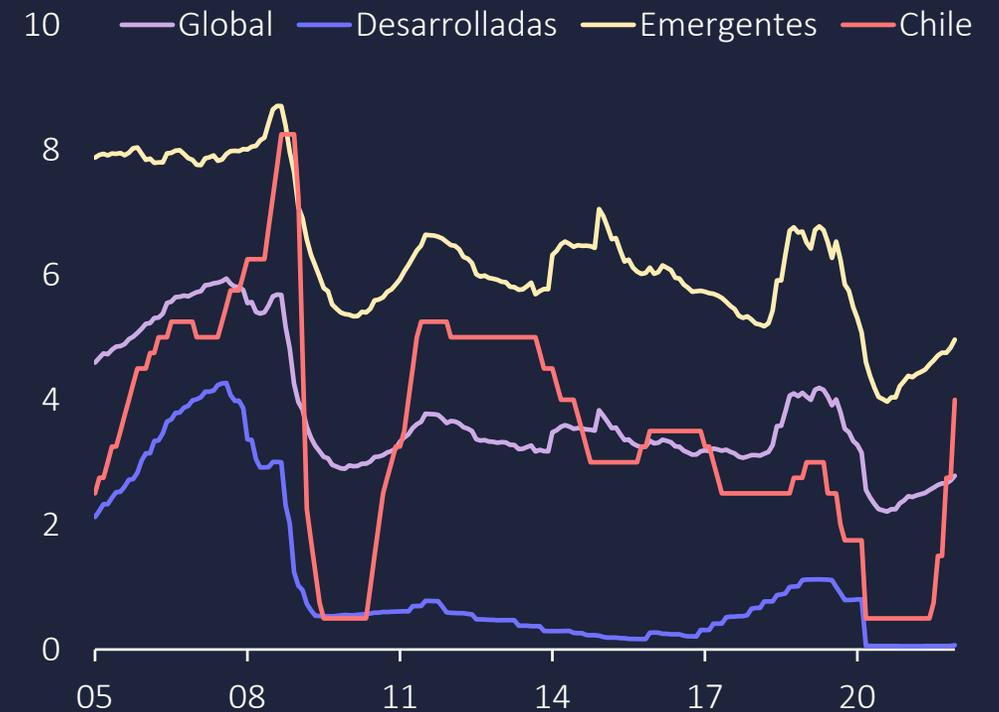
Esto ha provocado que un mayor número de bancos centrales hayan anunciado, iniciado o continuado el retiro de los estímulos monetarios.



Evolución tasa de política monetaria en economías seleccionadas  
(porcentaje; variación acumulada en puntos porcentuales)

	TPM actual	Variación acumulada desde enero 2021
Brasil	9,25	725
Chile	4,00	350
República Checa	2,75	250
Perú	2,50	225
Hungría	2,40	180
Polonia	1,75	165
México	5,50	125
Colombia	3,00	125
Nueva Zelanda	0,75	50
Noruega	0,50	50

Tasas de política monetaria (\*)  
(porcentaje)



(\*) Para economías desarrolladas y emergentes, tasas ponderadas por PIB a PPP de cada país.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, BPI y FMI.

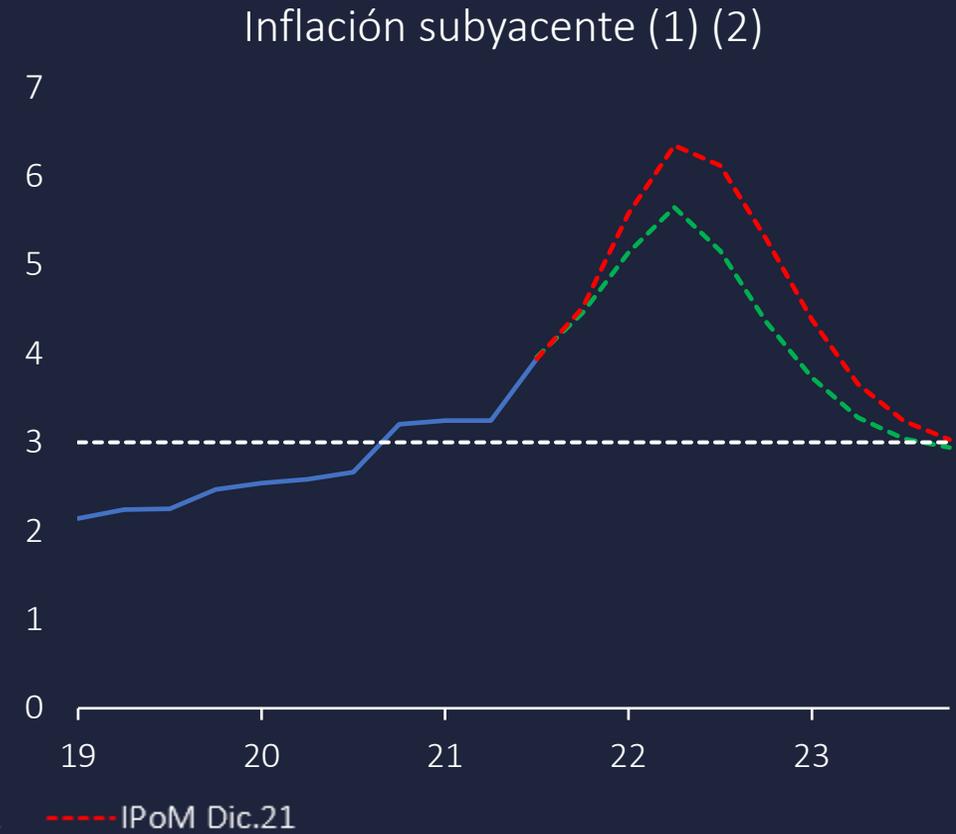
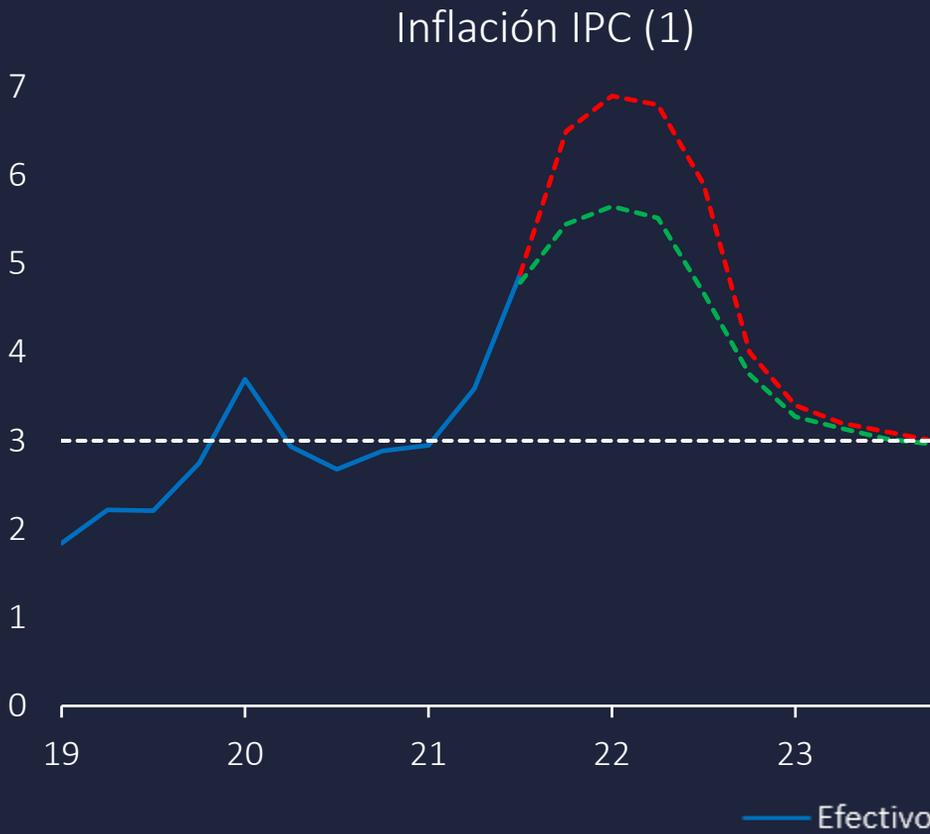


# Proyecciones

En el escenario central, la inflación se mantendrá en torno a 7% por algunos meses, para luego comenzar a descender y ubicarse en 3% dentro del horizonte de dos años.



### Proyección de inflación (variación anual, porcentaje)



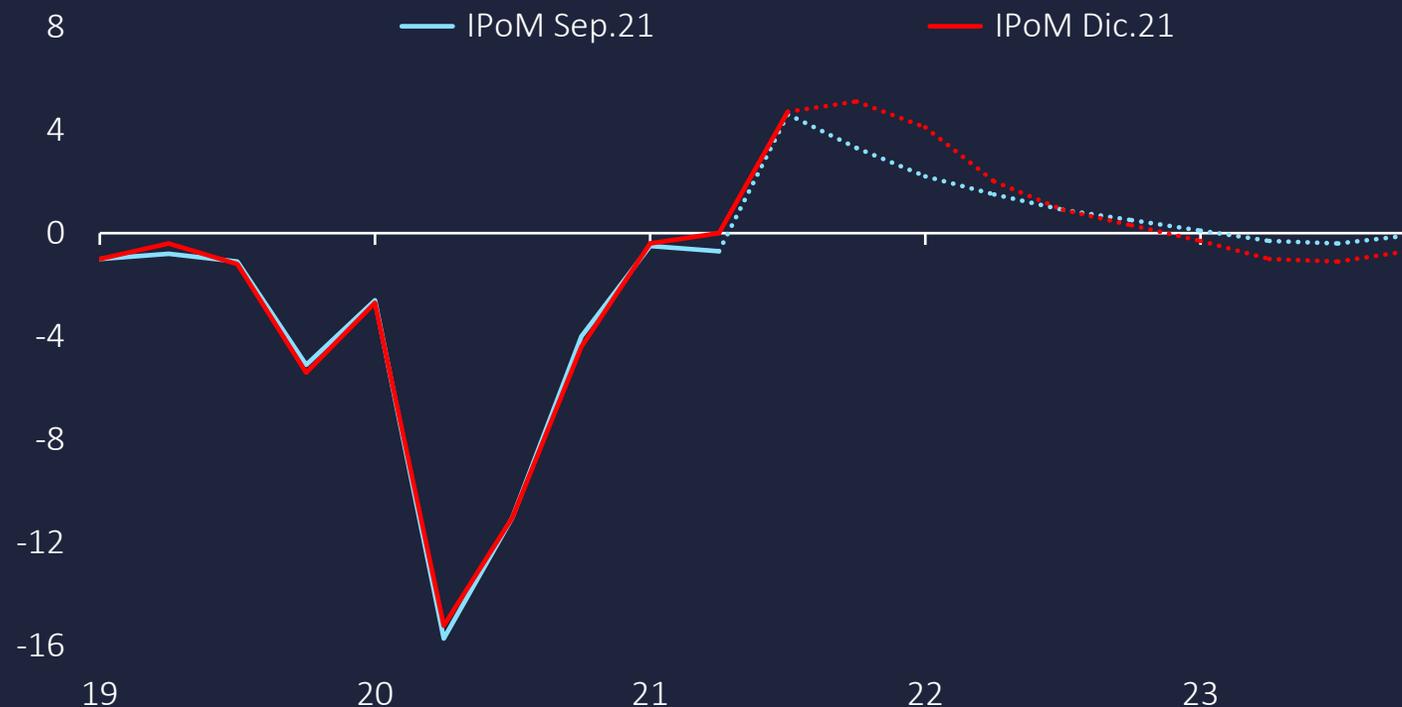
(1) Líneas segmentadas corresponden a la proyección en el respectivo IPoM. (2) Medida por el IPC sin volátiles.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

# La resolución de los desequilibrios que presenta la economía chilena es un supuesto clave para la convergencia de la inflación a la meta.



## Brechas de actividad (1) (2)

(nivel, puntos porcentuales)



En el escenario central, la brecha se cerrará paulatinamente a partir del primer trimestre del 2022, retornando a niveles en torno a cero entre fines del 2022 y comienzos del 2023

Esta proyección considera:

- ➔ Fin de los programas masivos de transferencias del Fisco y retiros de fondos de pensiones
- ➔ Política monetaria más restrictiva y retorno de las expectativas de inflación a dos años a 3%
- ➔ Incertidumbre sigue elevada e incide sobre inversión y empleos

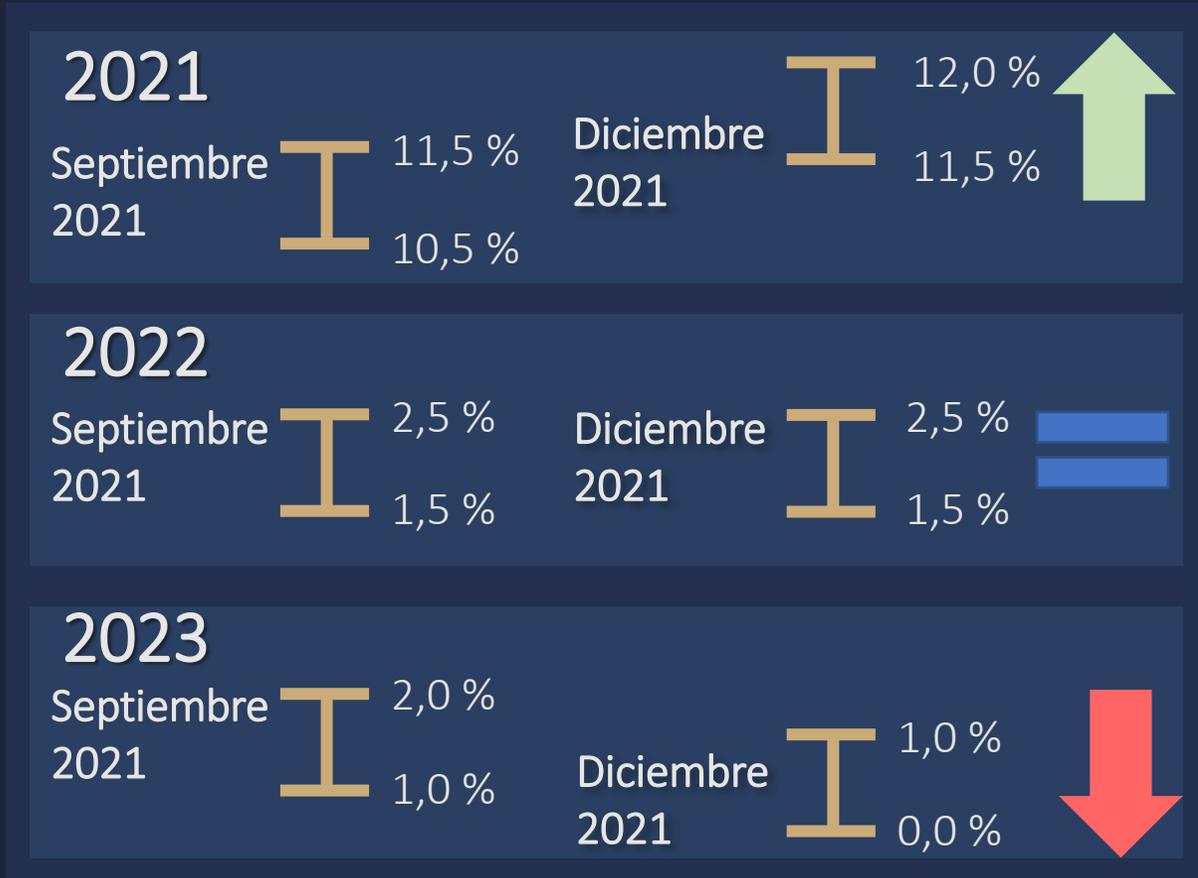
(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de junio 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.

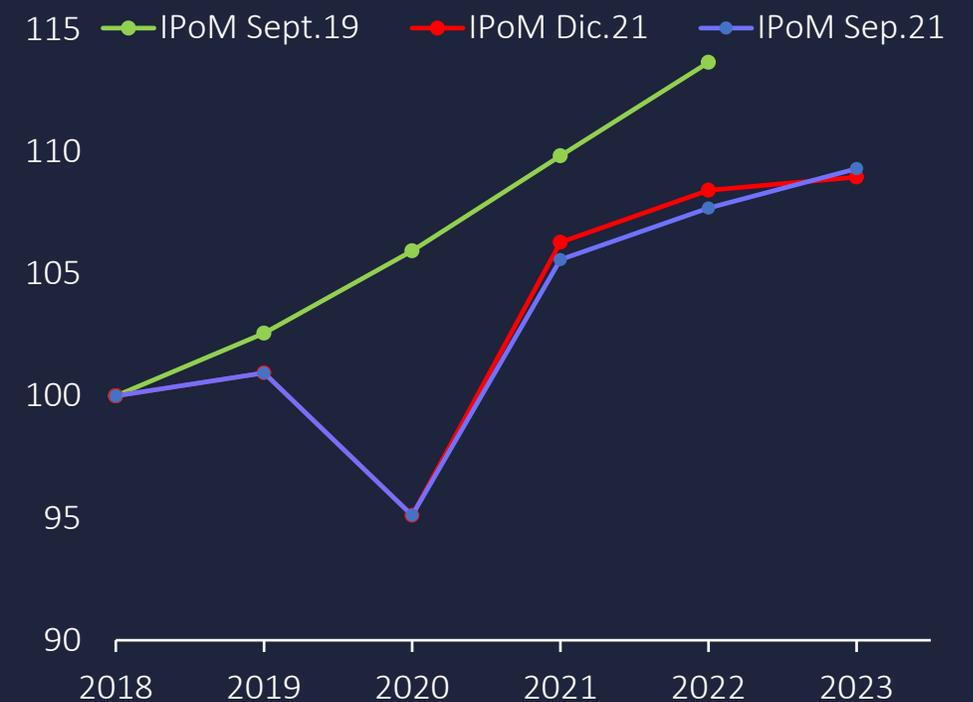
El crecimiento se reducirá significativamente en 2022 y 2023, coherente con bases más exigentes, el cambio en el impulso macroeconómico y el cierre de la brecha de actividad.



Proyecciones de crecimiento del PIB  
(variación anual, porcentaje)



Proyecciones PIB (\*)  
(índice 2018=100)



De materializarse estas proyecciones, el crecimiento promedio entre 2018 y 2022 se ubicaría en 2,5% anual y 2,7% anual para el PIB no minero

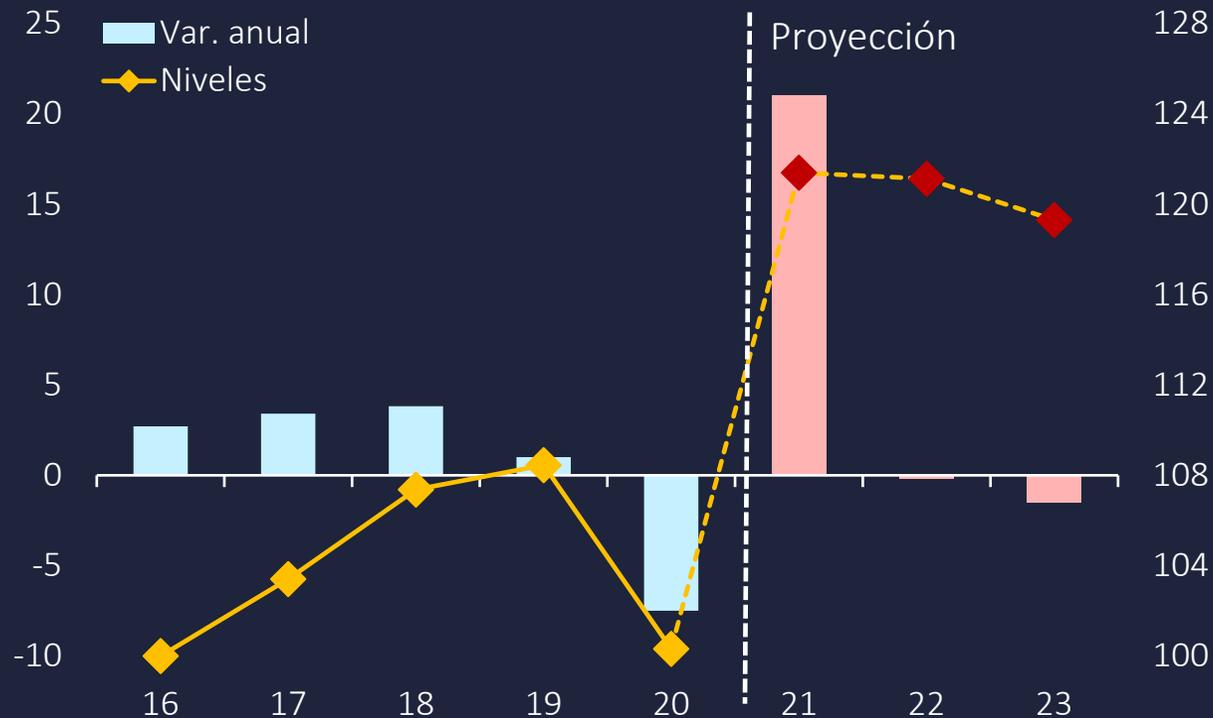
(f) Proyección. (\*) Considera como crecimiento de cada año el punto medio del rango del IPoM respectivo.  
Fuente: Banco Central de Chile.

# Hacia 2022 y 2023, se prevé una moderada contracción del consumo privado, particularmente de bienes durables, que tuvieron una acumulación muy significativa en 2021



## Consumo privado (\*)

(variación real anual, porcentaje; índice 2016=100, niveles)



Esta proyección considera:

- ➔ Elevada base de de comparación
- ➔ Extinción del IFE universal y agotamiento de los recursos retirados de los ahorros previsionales
- ➔ Mayor estrechez de las condiciones financieras

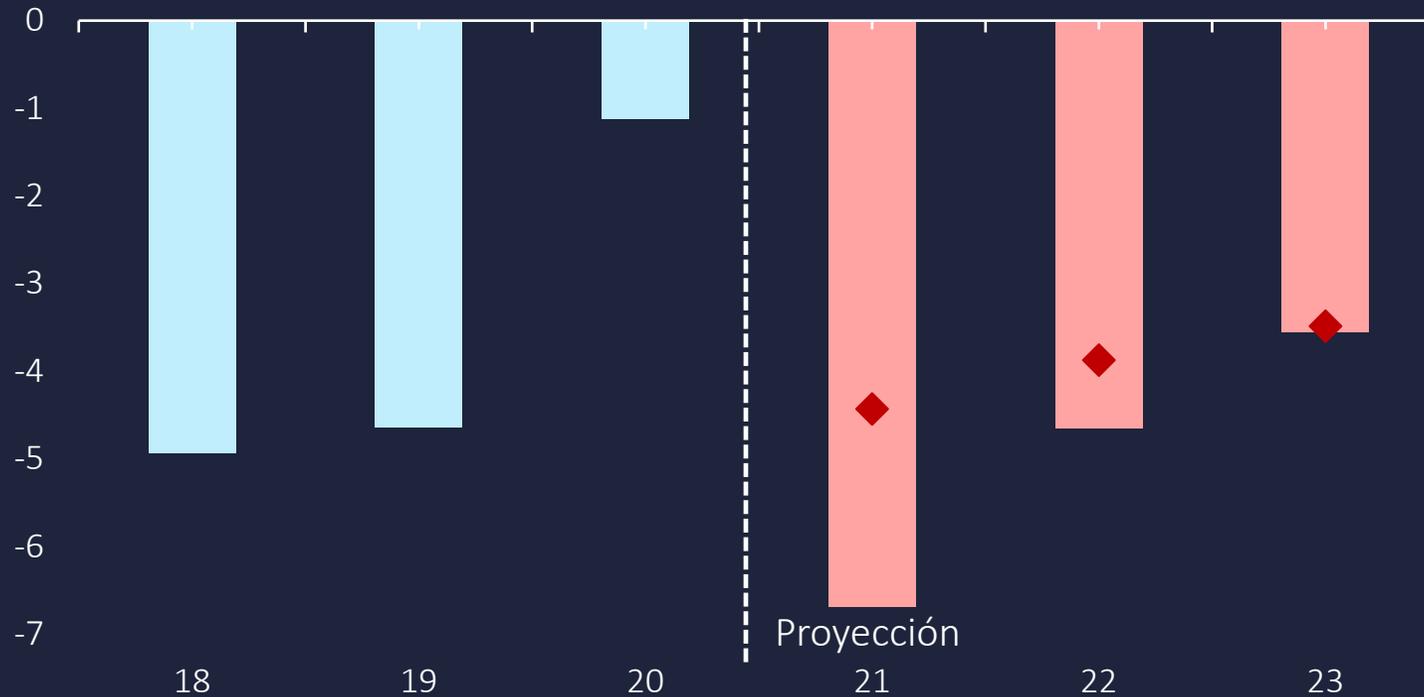
(\*) Rombos barras rojas corresponden a la proyección del IPoM de diciembre 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.

La cuenta corriente será más deficitaria este año, aproximándose a valores no vistos desde 2008. Se prevé que su moderación a medida que la demanda interna vaya desacelerándose.



Cuenta corriente a precios de tendencia (\*)  
(porcentaje del PIB)



La cuenta corriente a precios de tendencia tendrá un déficit de 6,7%. Esta medida controla por los movimientos de precios, por lo que se enfoca en los volúmenes.

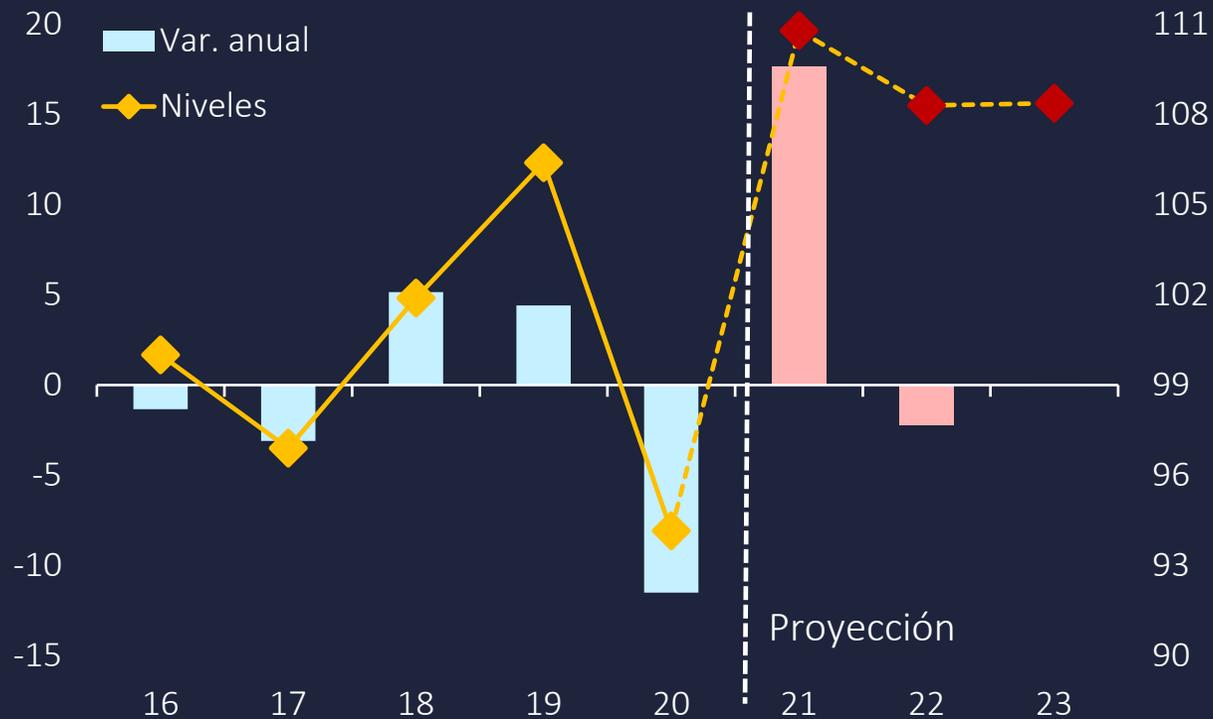
(\*) Rombos rojos corresponden a la proyección del IPoM de septiembre 2021.  
Fuente: Banco Central de Chile.

# La inversión también tendrá un débil desempeño los próximos dos años, principalmente por el alza de las tasas de interés de largo plazo.



## Formación bruta de capital fijo (\*)

(variación real anual, porcentaje; índice 2016=100, niveles)



Esta proyección considera:

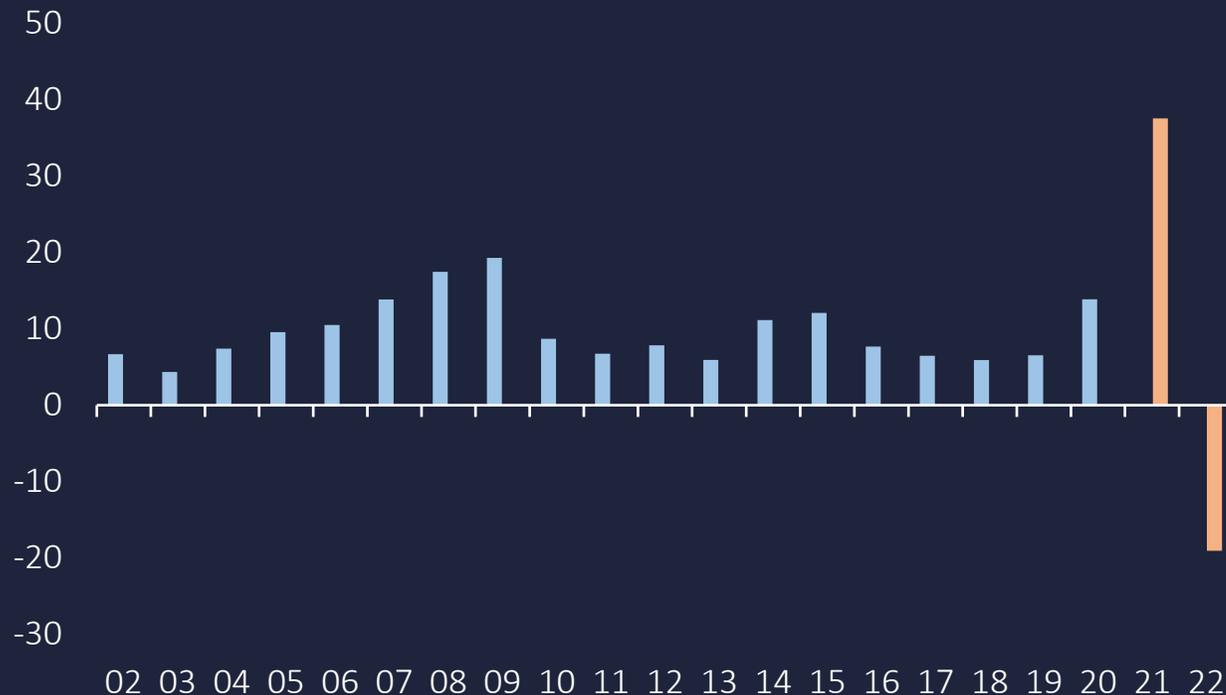
- ➔ Inversión pública y arrastre de nuevos proyectos no compensará efecto de elevada incertidumbre local y mayores tasas de largo plazo sobre inversión privada.
- ➔ Depreciación del peso
- ➔ Magro desempeño de la bolsa
- ➔ Menor crecimiento esperado para 2022-23

(\*) Rombos y barras rojas corresponden a la proyección del IPoM de diciembre 2021.  
Fuente: Banco Central de Chile.

La proyección supone que el gasto público se ajustará al presupuesto aprobado para el 2022 y la trayectoria de convergencia allí planteada.



## Gasto fiscal efectivo y proyecciones 2021 (crecimiento nominal anual, porcentaje)



Esta proyección implica:

→ Caída significativa del gasto derivada del término de los programas masivos de transferencias motivados por la emergencia sanitaria

Esto producirá una reducción importante del déficit fiscal efectivo y estructural para el 2022

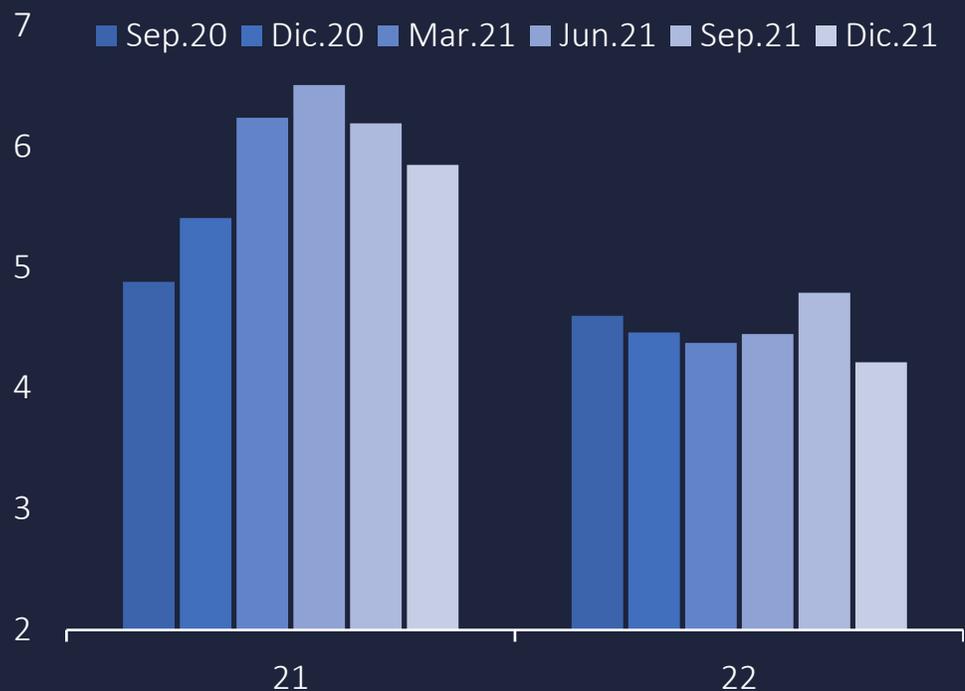
→ Hacia el mediano plazo, el escenario supone que se seguirá la trayectoria presentada en el último Informe de Finanzas Públicas, la cual sería coherente con una convergencia gradual a niveles de deuda pública sostenibles.

# El impulso externo que recibirá la economía chilena los próximos dos años será menor que el previsto en septiembre.



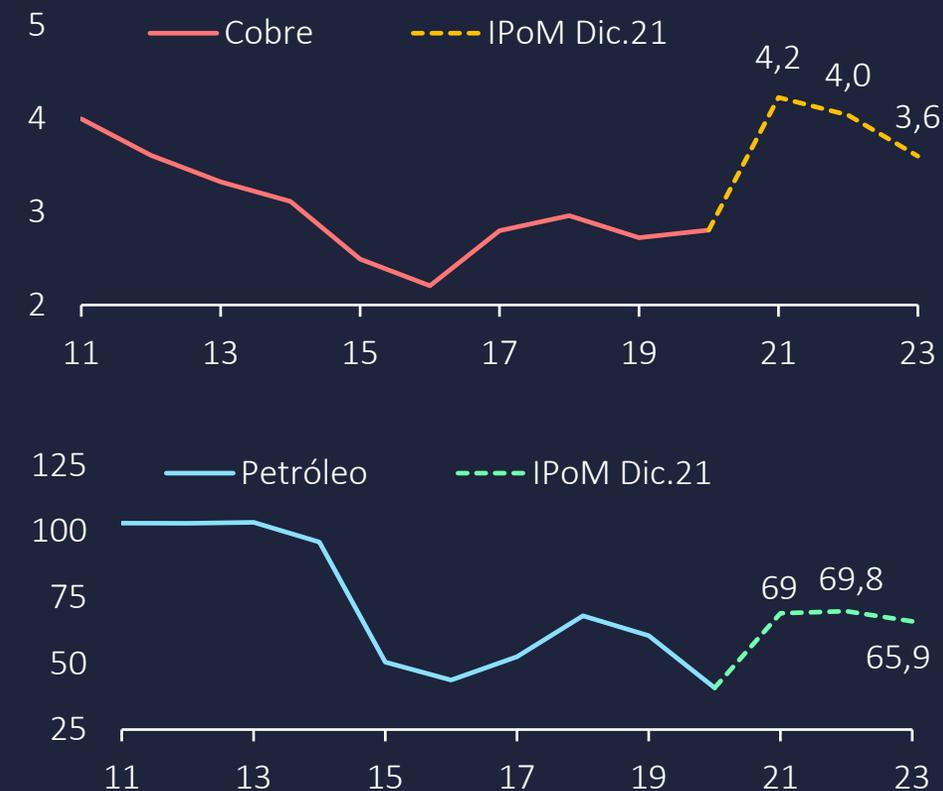
## Proyecciones de crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)



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

(dólares la libra; dólares el barril)

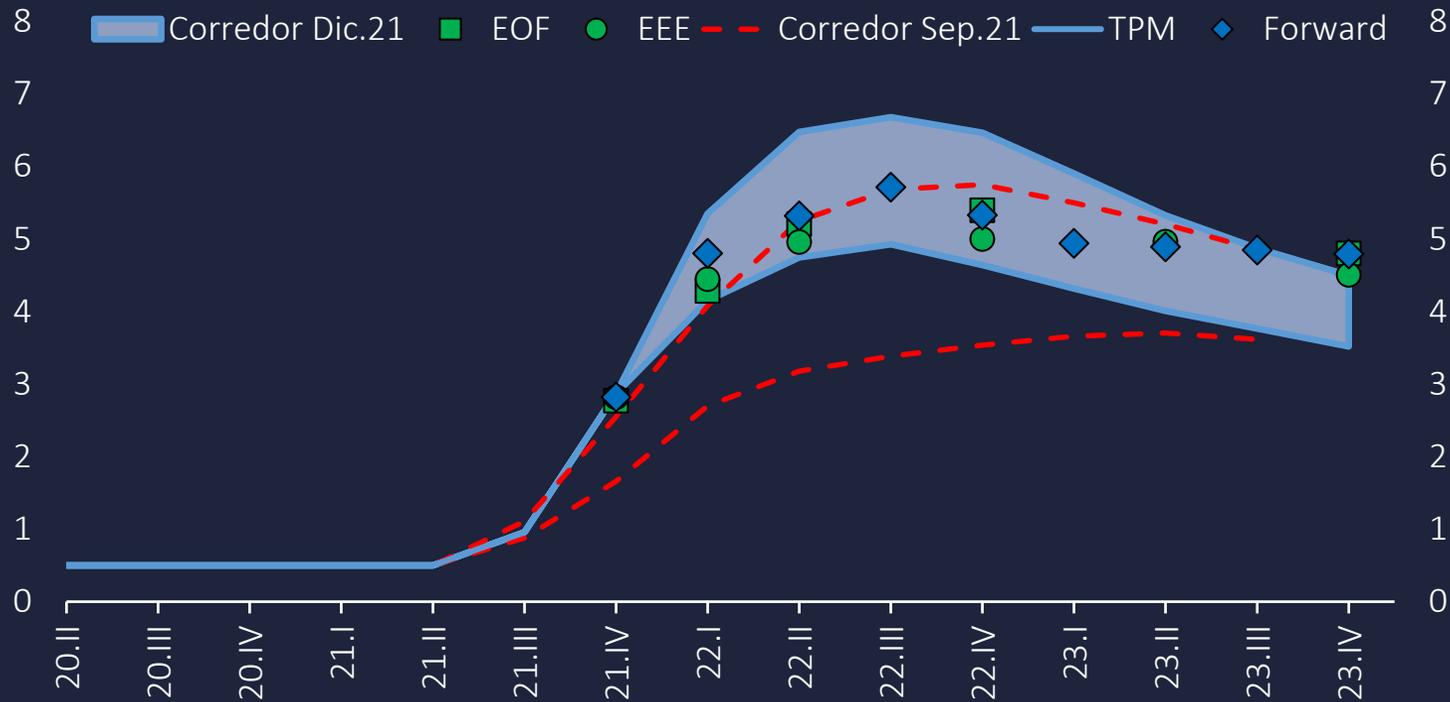


(1) Precios efectivos corresponden al promedio de cada año. Línea punteada corresponde a las proyecciones 2021-2023 contenidas en el IpoM de diciembre del 2021. (2) Para el petróleo, precio promedio entre el WTI y Brent. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El Consejo aumentó la TPM en 250pb entre octubre y diciembre, llevándola hasta 4%, por sobre lo previsto en el escenario central de septiembre.



Corredor de TPM (\*)  
(porcentaje)



➔ El ajuste más rápido de la política monetaria responde a que los riesgos para la convergencia de la inflación a la meta aumentaron en los últimos meses.

➔ El Consejo estima que la TPM seguirá aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su valor neutral nominal durante gran parte del horizonte de política.

(\*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020. Incluye la EEE de diciembre y la EOF previa a la RPM de diciembre y la curva *forward* que se deriva de los precios de los activos financieros al 7 de diciembre. Para mayor detalle, ver nota metodológica del gráfico V.1, IPoM diciembre 2021. Fuente: Banco Central de Chile.

Existen escenarios de sensibilidad donde se podría requerir de una acción de política monetaria algo distinta a lo contemplado en el escenario central.



Existen escenarios de riesgos con cambios en la economía más significativos, que requerirían una respuesta de política que sobrepasa los límites del corredor para la TPM.



Falta de claridad sobre la estabilización a largo plazo de las finanzas públicas.

→ Mayores presiones de gasto y mayor deterioro del mercado financiero local y del valor del peso.

Aumento de la TPM por sobre límite superior del corredor.  
Inflación podría no converger.

## Escenarios de riesgo



Retiro apresurado de los estímulos monetarios en EE.UU. y debilidad de economía china.

→ Rápido retiro de estímulos monetarios en EE.UU. por preocupación sobre inflación, lo que deterioraría significativamente las condiciones financieras para emergentes.

→ Debilidad de la economía china y dificultades financieras de sus grandes empresas podría amplificar esta situación.

Reducción de la TPM por debajo del límite inferior del corredor.

# COMENTARIOS FINALES



- Aunque la economía local ha logrado sortear algunos riesgos importantes, aún se encuentra en una situación vulnerable derivada de la fuerte y desbalanceada expansión de 2021.
- Esto se expresa en el rápido aumento de la inflación y la fuerte reversión de la cuenta corriente, lo que evidencia un consumo que crece a un ritmo que no es sostenible.
- La aprobación de un presupuesto para 2022 que abre una senda de consolidación fiscal y el rápido retiro del estímulo monetario por el Banco Central son pasos clave para lograr que la economía chilena recupere el equilibrio sin un ajuste dañino para la población.
- Avanzar en la implementación de estas políticas permitirá que las próximas autoridades puedan iniciar su gestión en una trayectoria de convergencia que facilite la implementación de sus proyectos para el país.
- El Banco Central contribuirá a este esfuerzo con nuevos aumentos de la TPM en las próximas reuniones, de modo de asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años.
- Esto permitirá que la inflación total inicie su inflexión entre el segundo y tercer trimestre de 2022, lo que permitirá que la TPM se vuelva menos restrictiva en la segunda mitad del año.
- En el intertanto, el próximo gobierno tendrá el espacio para contribuir a un 2023 más favorable que el que se presenta en las proyecciones, en la medida que pueda reducir la incertidumbre, estimular la inversión y elevar la productividad.



**INFORME DE POLITICA MONETARIA**  
DICIEMBRE 2021

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

