

INFORME DE POLITICA MONETARIA

JUNIO 2022

Luis Felipe Céspedes, Consejero



CATEDRALES DE MÁRMOL

Región de Aysén

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.



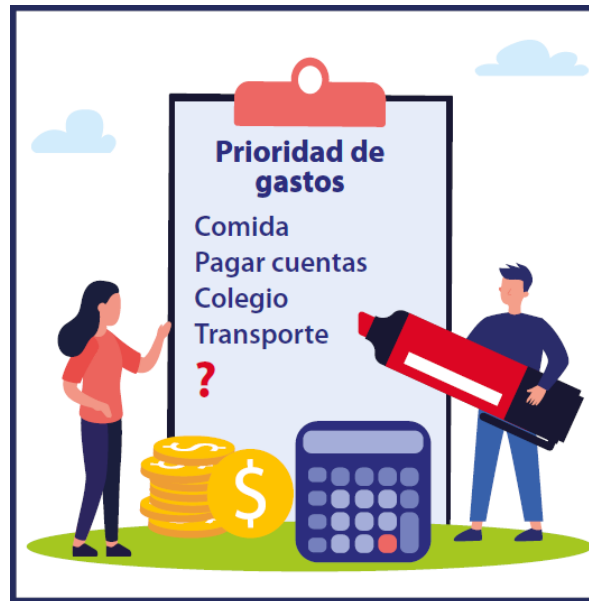
¿Qué nos dice este IPoM?



La inflación ha subido significativamente en Chile.



El alza de precios se ha generalizado en muchos países, destacando el de los alimentos.



La economía enfrenta riesgos importantes que es necesario tener en cuenta.



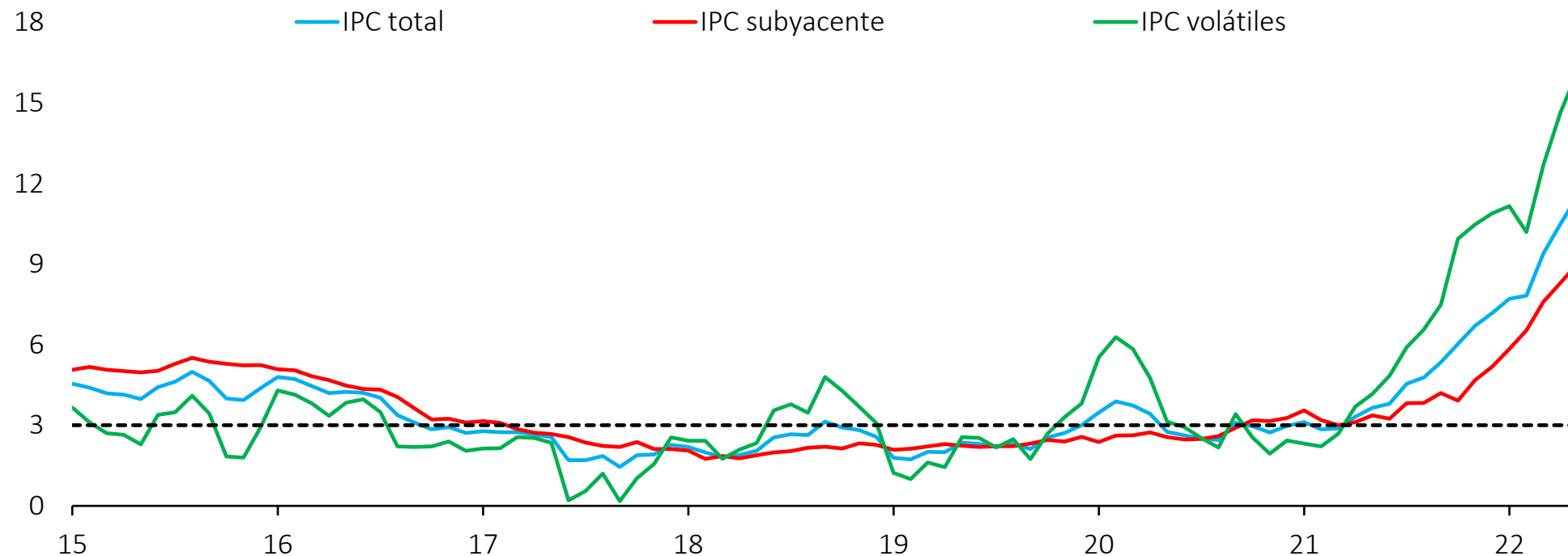
El Banco Central seguirá atento a la evolución de la inflación, preocupándose siempre por el bienestar de las personas.

La inflación ha subido significativamente. La principal causa sigue siendo los efectos del excesivo incremento del gasto en 2021.



Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) 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.

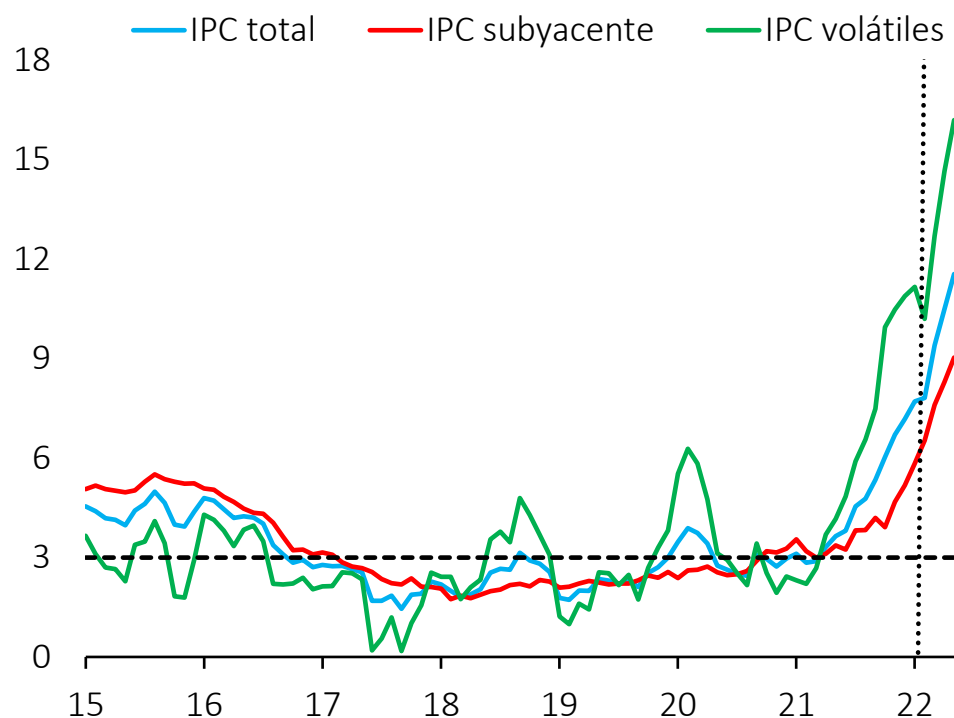
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Desde el último Informe de Política Monetaria, el alza de costos global ha presionado los precios de alimentos y energía.



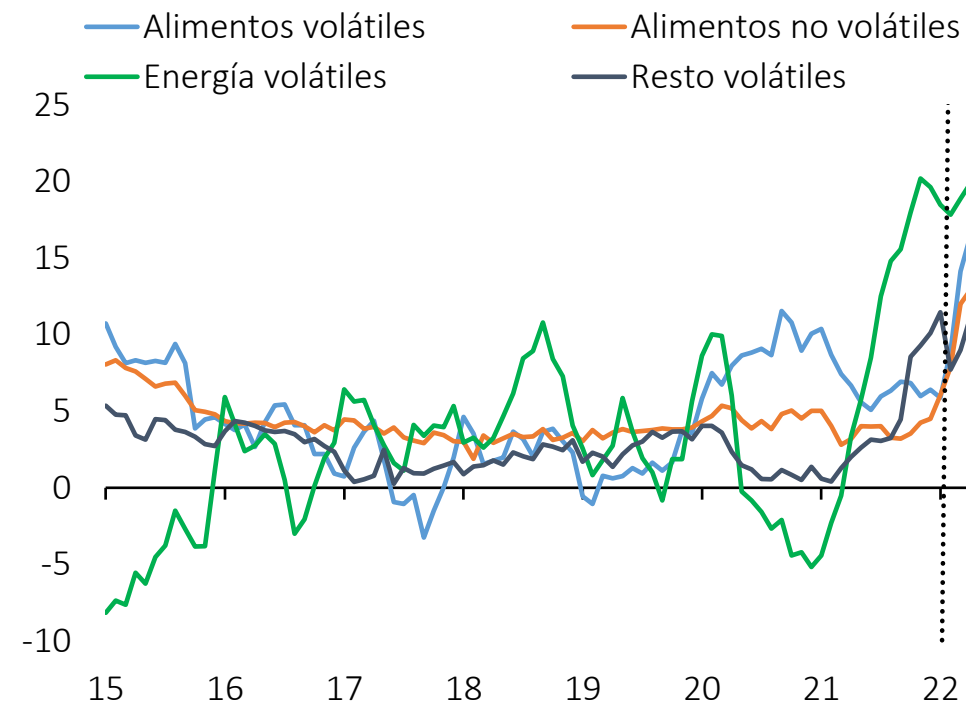
Indicadores de inflación (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



Inflación de alimentos y volátiles (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



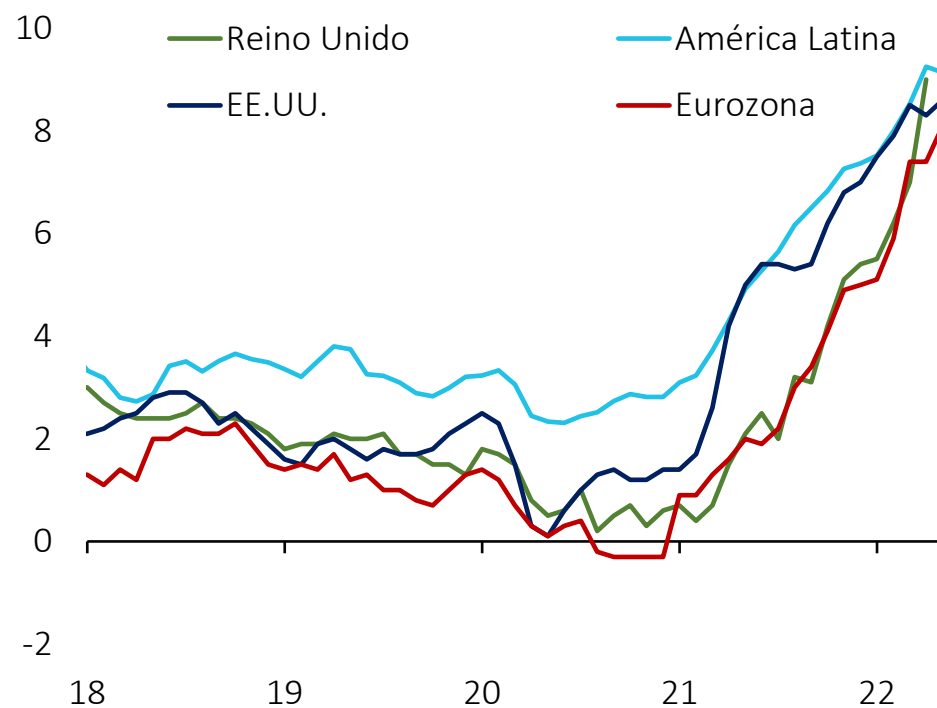
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2022. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone (2019) y Glosario económico.

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

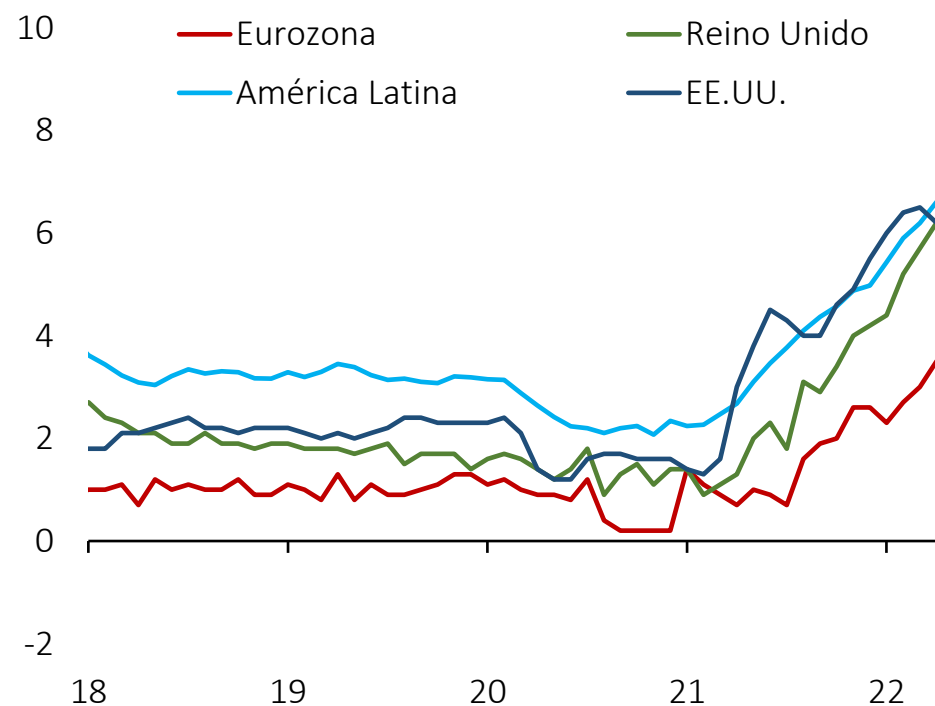
La inflación ha aumentado significativa y generalizadamente a nivel global y la inflación subyacente se ha acelerado en varias economías.



Inflación total (*)
(variación anual, porcentaje)



Inflación subyacente (*)
(variación anual, porcentaje)

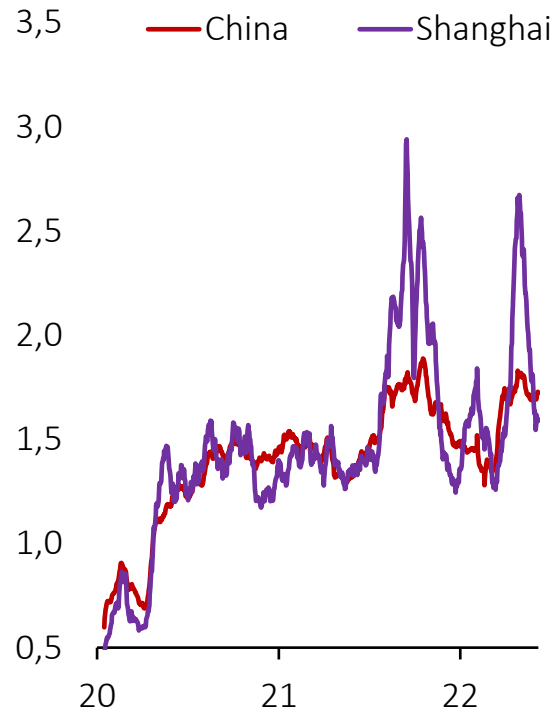


(*) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, México, Perú y Colombia.
Fuente: Oficinas estadísticas de cada país.

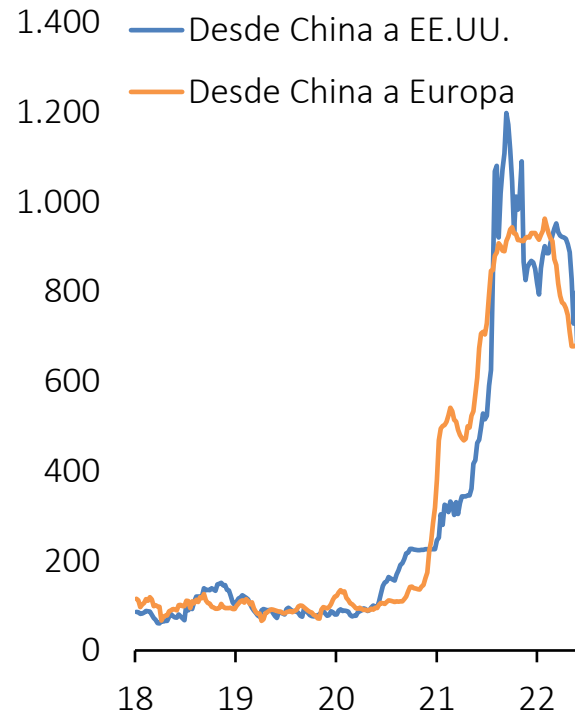
Las presiones de costos externos han tomado una mayor importancia, influidas por los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania y el confinamiento en China.



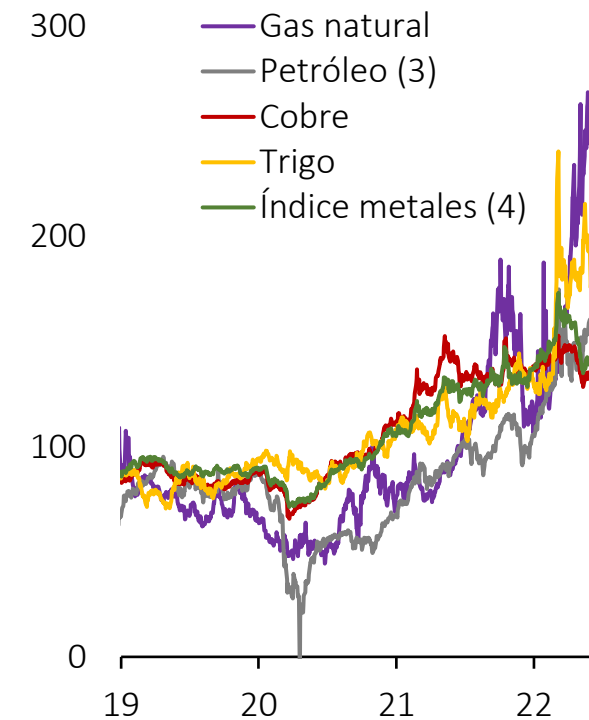
Tiempos de espera en
puertos de China
(días promedio de espera)



Costo de transporte marítimo (1)
(índice 2018=100)



Precios de materias primas (2)
(índice 2018=100)



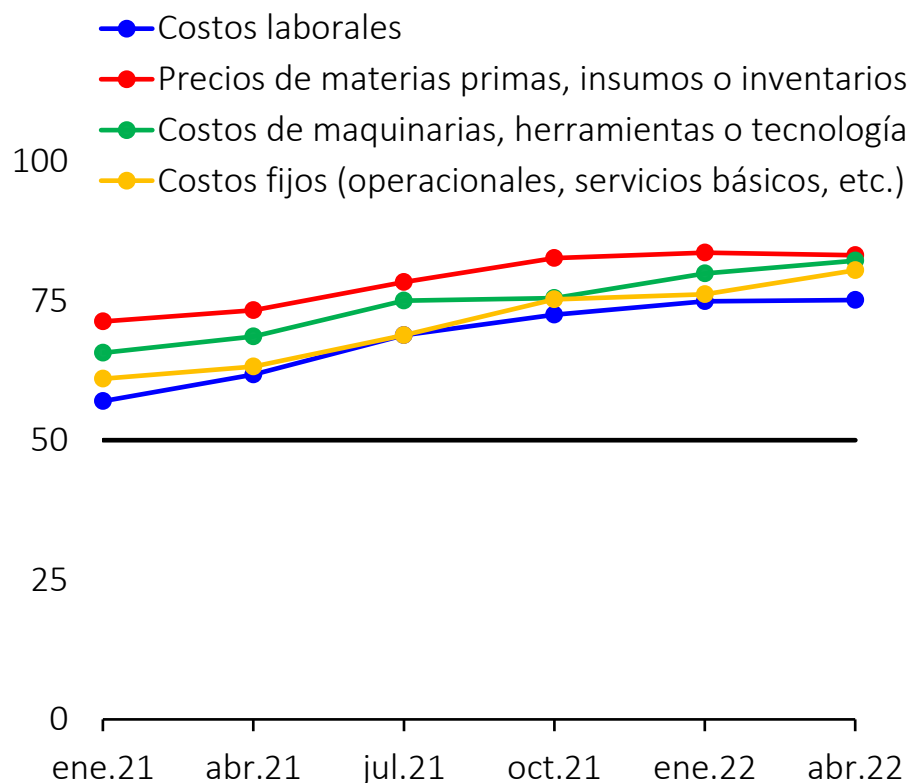
(1) Tarifa por transportar un container de 40 pies en las rutas respectivas. (2) Para el gas natural y trigo corresponden a futuros a 1 mes. (3) Promedio WTI-Brent. (4) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. Fuentes: Bloomberg y FAO.

Impactos que también se han manifestado en la economía chilena.



EPN: Percepción de evolución de costos en los últimos tres meses

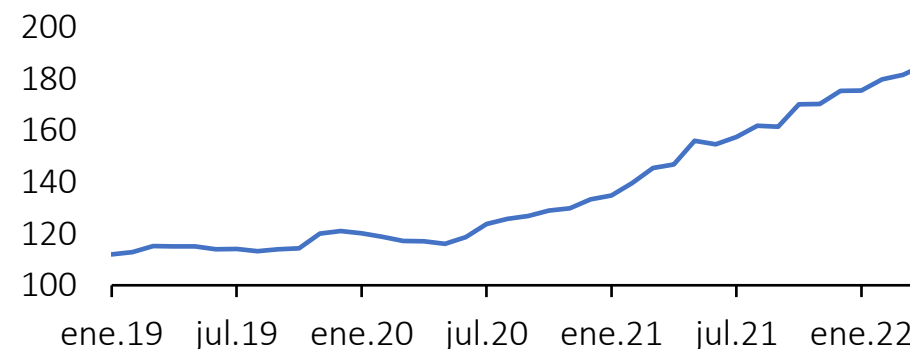
(índice de difusión)



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

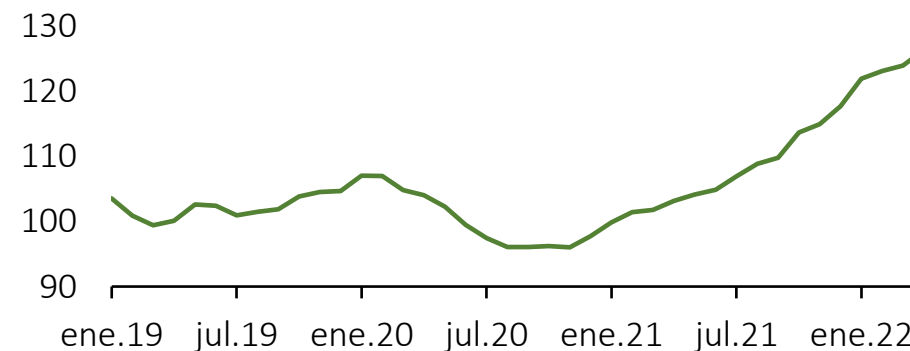
Índice de producción industrial

(índice 2014=100)



Índice de costos de transporte

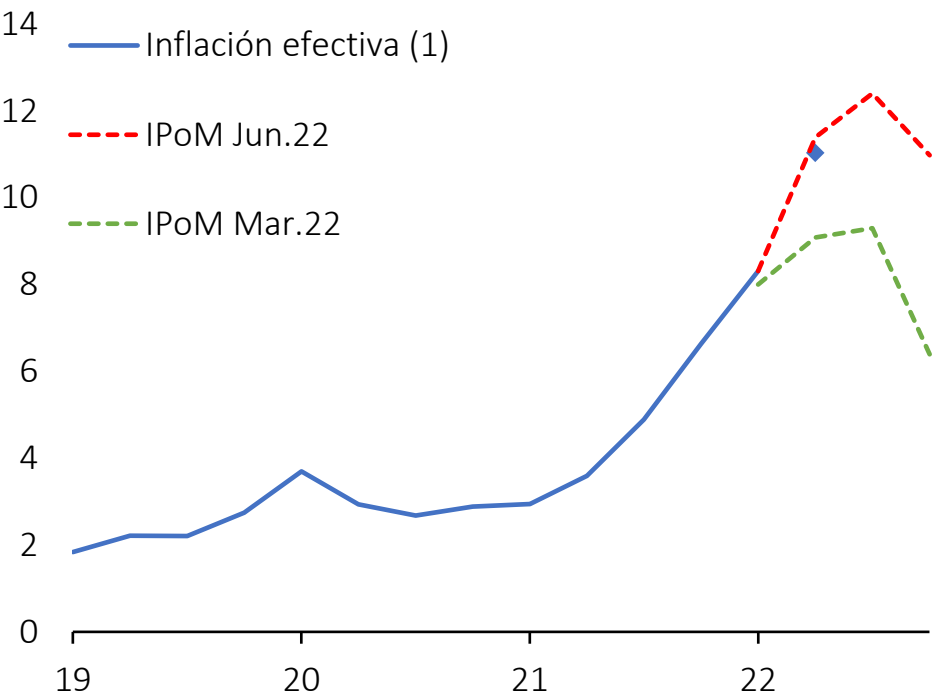
(índice 2018=100)



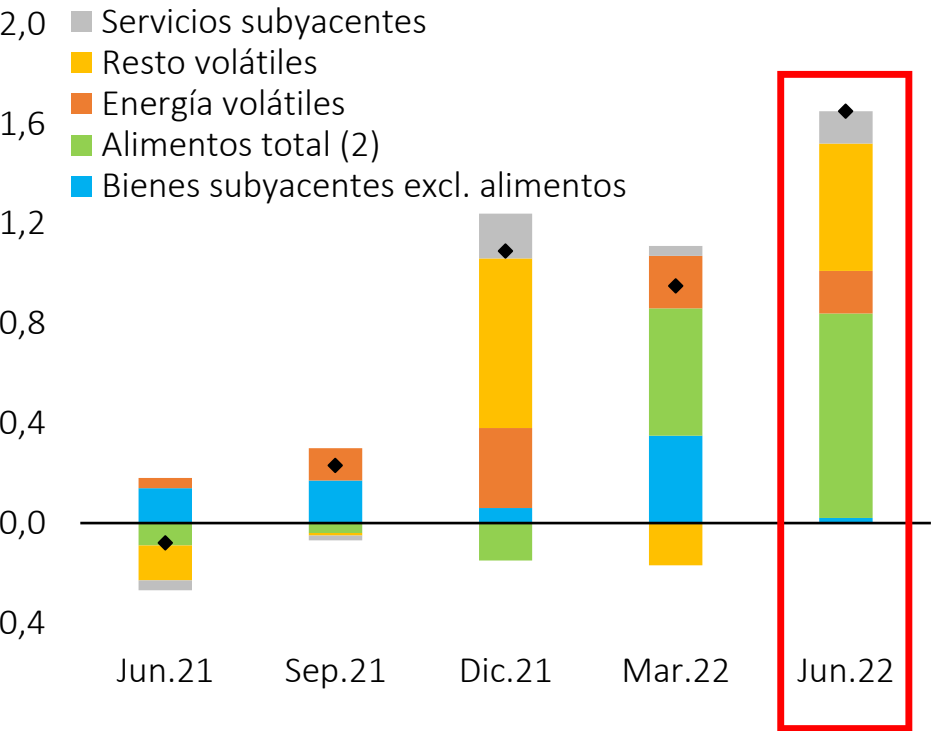
La inflación ha superado lo previsto en marzo. A diferencia de períodos previos, la mayor parte de la sorpresa reciente se relaciona con los precios de alimentos y los volátiles.



Inflación efectiva y proyecciones
(variación anual, porcentaje)



Sorpresas inflacionarias acumuladas en cada IPoM
(puntos porcentuales)



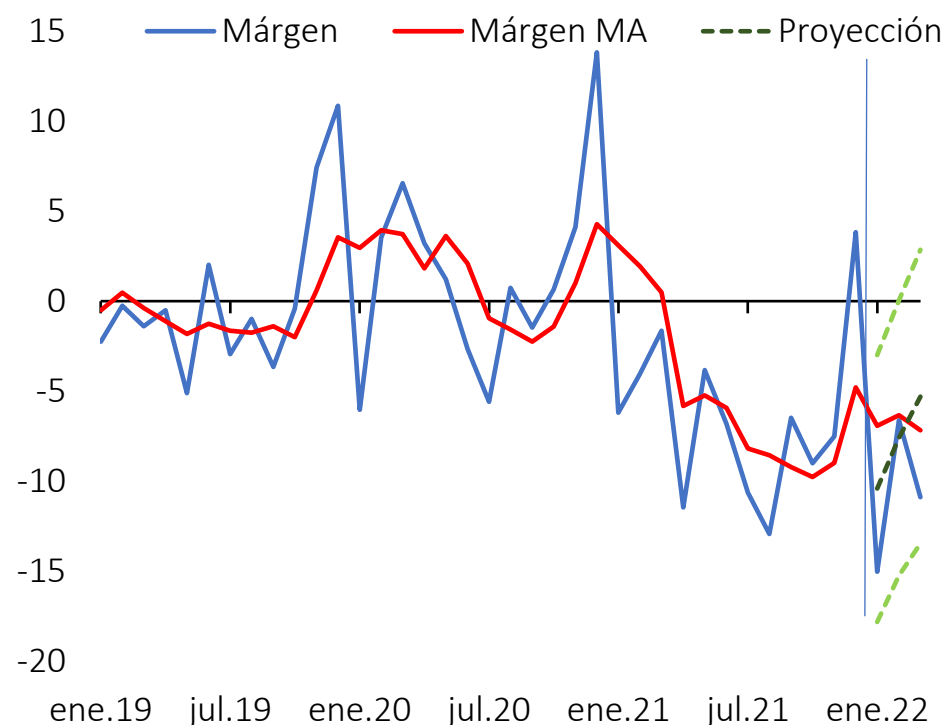
(1) Para el segundo trimestre del 2022, corresponde al promedio de la variación anual del IPC de abril y mayo (rombo azul). (2) Suma de alimentos volátiles y no volátiles. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Esto ha ocurrido en medio de márgenes que permanecen ajustados, luego de haberse comprimido durante el año pasado.



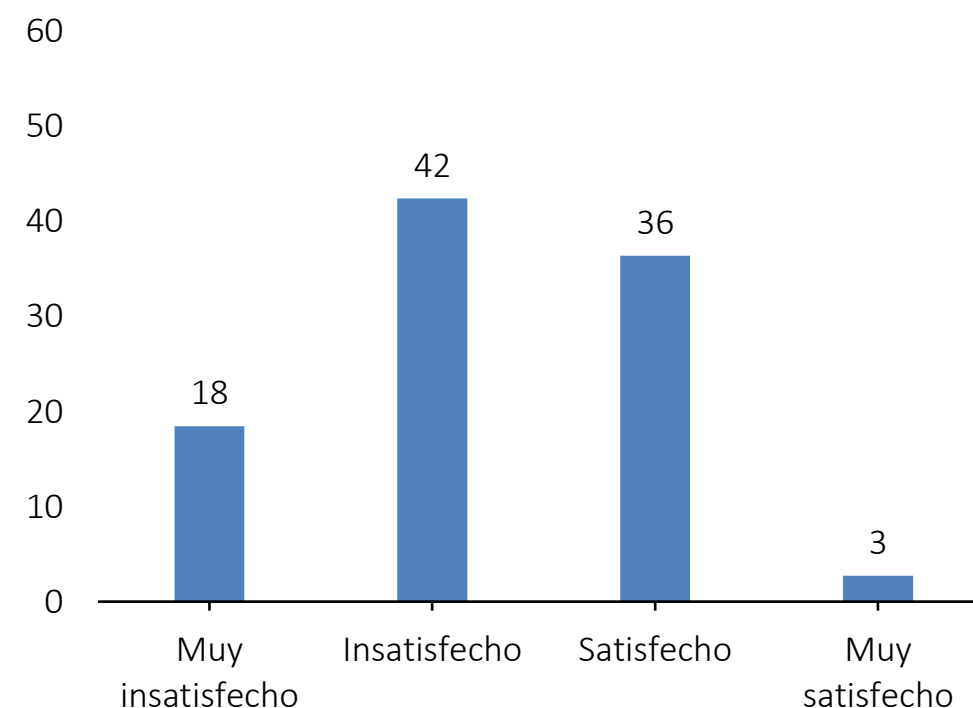
Márgenes (*)

(porcentaje)



EPN: satisfacción con márgenes de la empresa

(porcentaje)

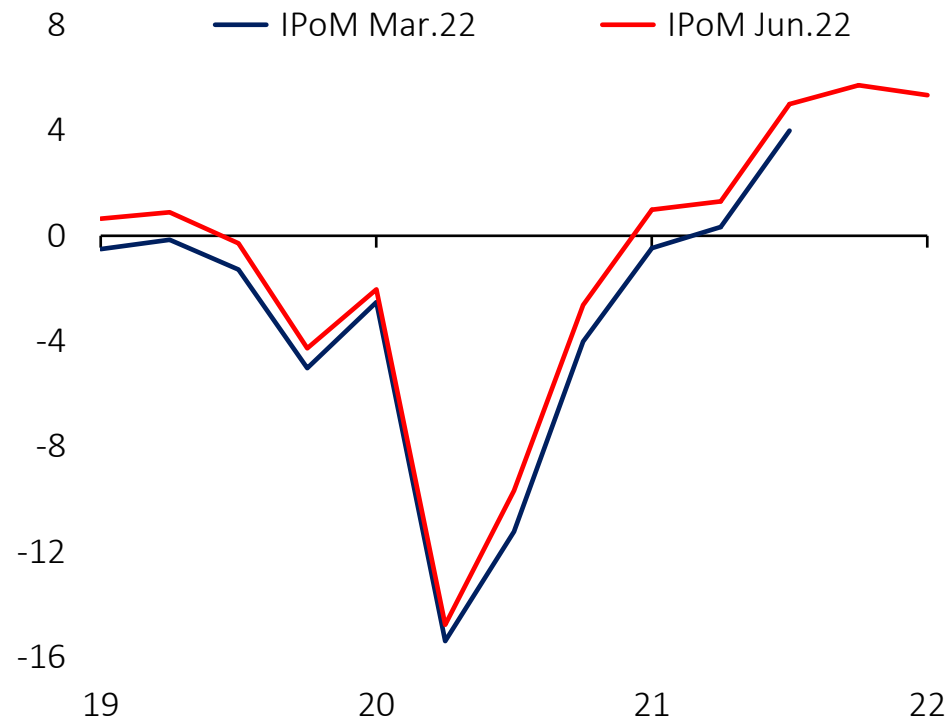


(*) En azul se muestra la mediana ponderada de las diferencias respecto a la media de los márgenes, en rojo el promedio móvil de tres meses de esta variable. En línea punteada se reportan las proyecciones fuera de muestra para 2022 para el margen, estimadas con un VAR(12) que incluye margen, IMACEC, IPC y tipo de cambio nominal, con sus intervalos de confianza al 90% de significancia. Fuente: Banco Central de Chile en base a Servicio de Impuestos Internos.

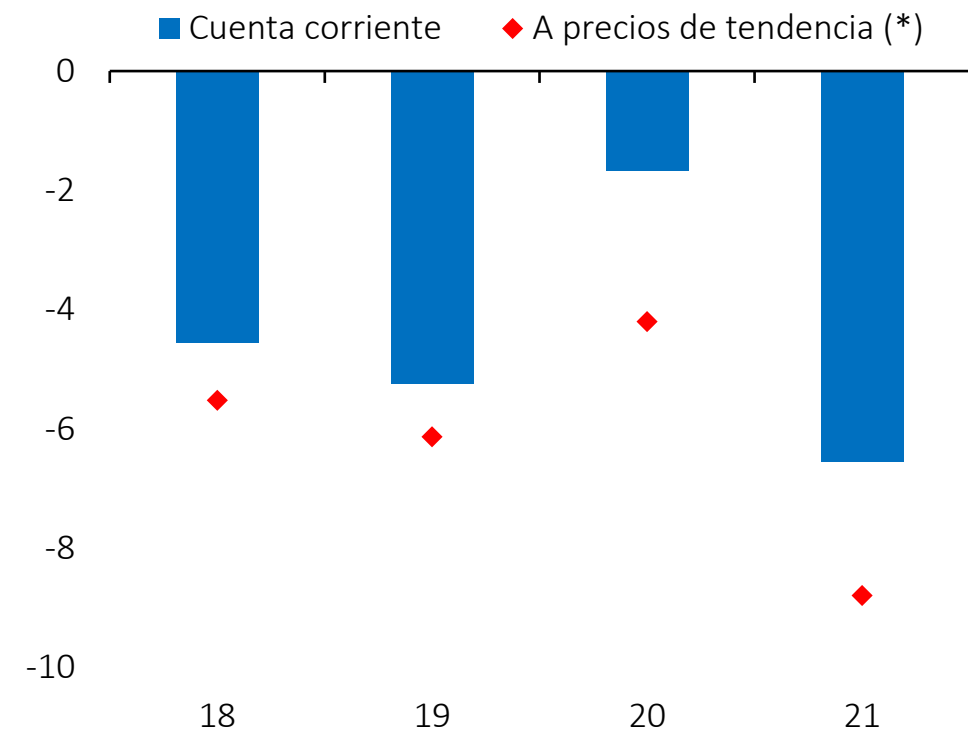
Y por su parte la brecha de actividad y cuenta corriente apuntan a la necesidad de resolver los desequilibrios macroeconómicos



Brecha de actividad
(nivel, puntos porcentuales)



Cuenta corriente de la balanza de pagos
(porcentaje del PIB, últimos doce meses)



(*) Para mayor detalle, ver [Glosario económico](#).

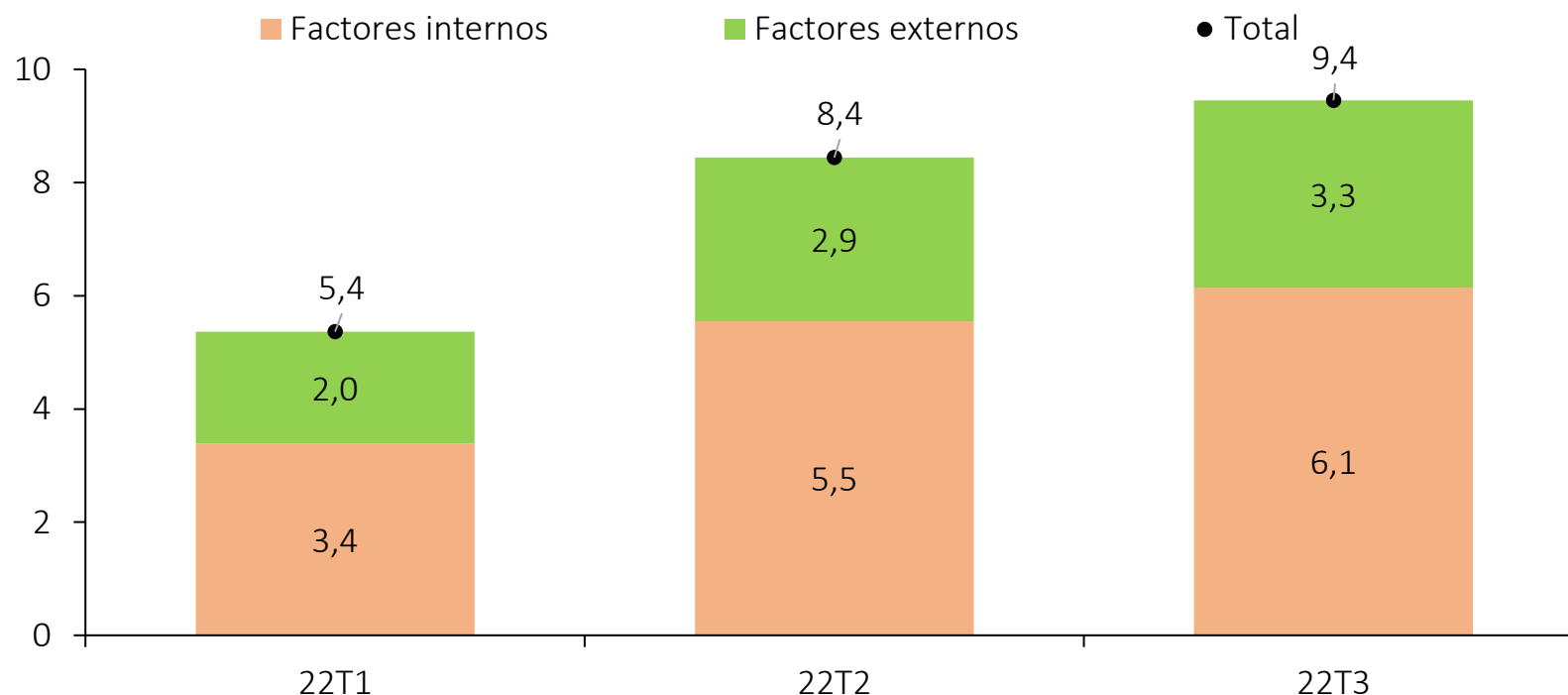
Fuente: Banco Central de Chile.

Las estimaciones muestran que los factores internos, entre ellos el fuerte aumento de la demanda, siguen explicando la mayor parte del aumento de la inflación. Aunque los factores externos han ganado algo de peso en lo más reciente.



Cambio en la inflación anual respecto del primer trimestre de 2021 (1) (2) (3)

(puntos porcentuales)



(1) Factores internos: demanda, presiones de costos en bienes y servicios y persistencia inflacionaria explicada por efectos de segunda vuelta e indexación. Incluye efecto asociado a depreciación cambiaria idiosincrática. Factores externos: efecto de mayor precio del petróleo, alimentos importados y otras materias primas, mayor inflación externa y condiciones financieras externas menos favorables. (2) La descomposición de factores es construida con los modelos de proyección estructurales del BCCh (XMAS-MSEP). (3) Datos del segundo y tercer trimestre de 2022 corresponden a proyecciones. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Parte del aumento en la inflación está explicada por factores externos.

Ahora bien, el hecho de que sean factores externos no implica que la política monetaria deba desentenderse de ellos.

En un marco de política monetaria como el que aplicamos en Chile, y que nos ha permitido jugar un papel estabilizador del ciclo económico, se debe determinar si estos shocks externos afectan la persistencia de la dinámica inflacionaria en el horizonte de política. Si lo hacen, debiese haber una respuesta de política monetaria.

Lo virtuoso de nuestro esquema de política monetaria es que al establecer un horizonte de dos años evitamos reaccionar a shocks que tienen un efecto transitorio en la dinámica inflacionaria y que no afectan nuestro objetivo inflacionario.

En este sentido nuestra función objetivo no solo tiene un componente de inflación sino también un componente de estabilización de la actividad económica. Pero para que este mecanismo opere debemos mantener la credibilidad de la política monetaria.



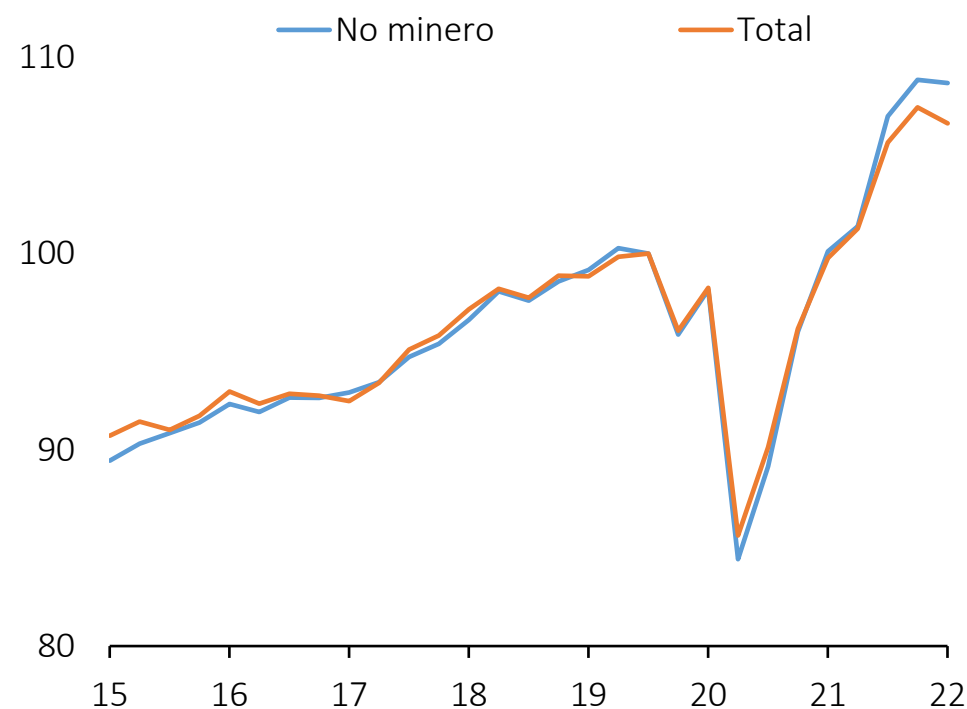
Contexto económico para nuestras proyecciones

Los datos de inicios de 2022 apuntan a que la economía chilena ya entró en una fase de ajuste. Los datos parciales del segundo trimestre también muestran un leve descenso.



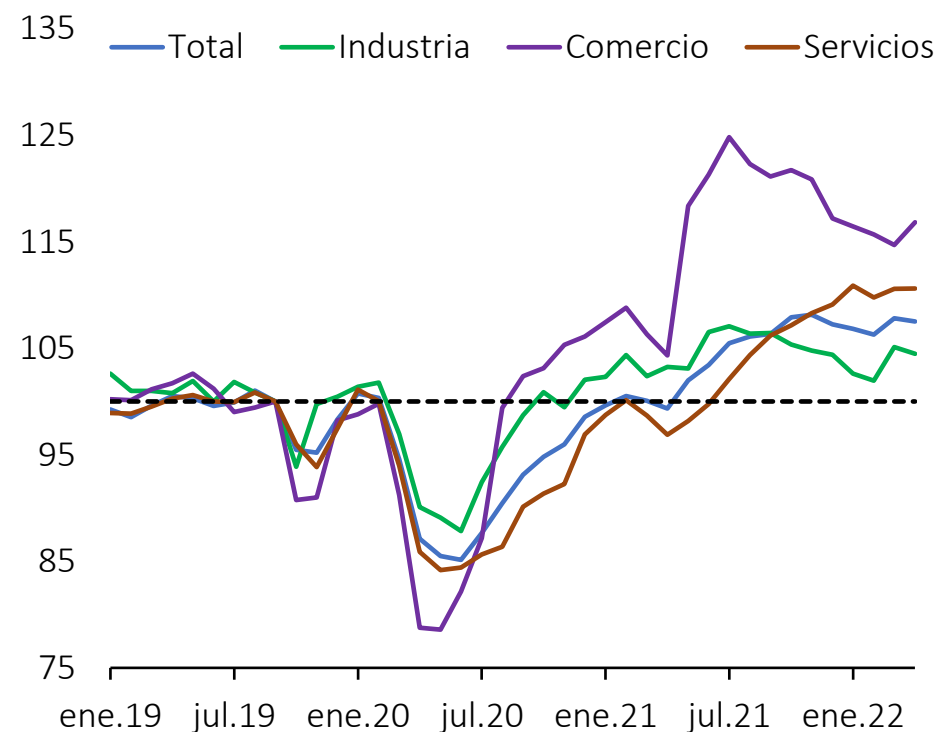
Producto interno bruto

(índice tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



Indicador mensual de actividad económica (IMACEC)

(índice septiembre 2019 = 100, serie desestacionalizada)



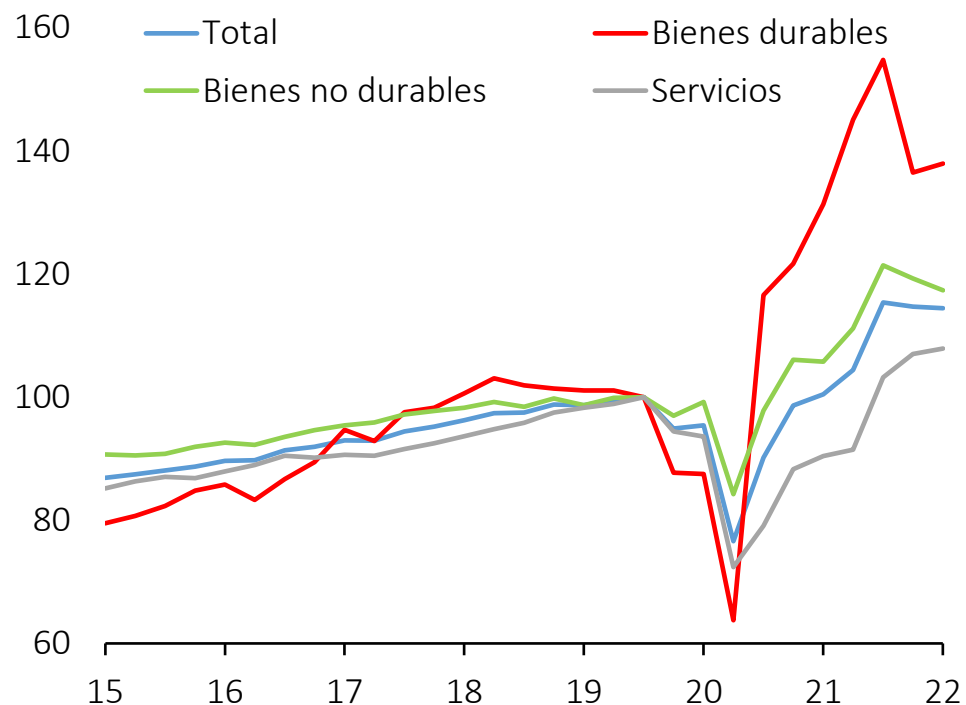
Fuente: Banco Central de Chile.

Sin embargo, la evolución de la demanda se está dando con una marcada diferencia entre la evolución del consumo y la inversión, con el primero manteniéndose en niveles elevados.



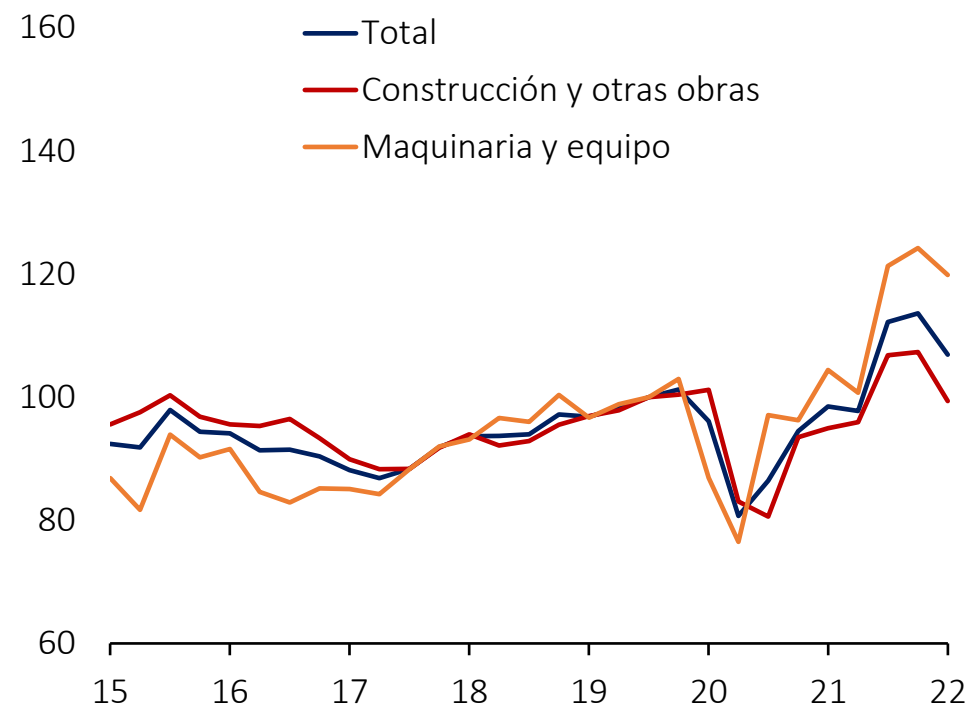
Consumo privado

(índice tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



Formación bruta de capital fijo

(índice tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



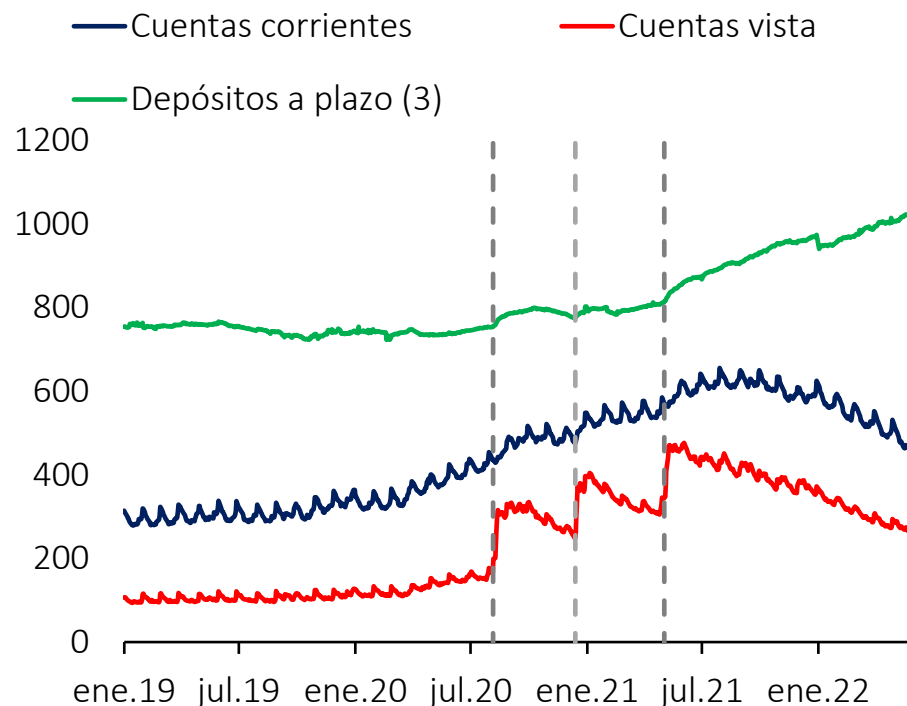
Fuente: Banco Central de Chile.

La resiliencia del consumo coincide con la elevada liquidez remanente de las medidas de estímulo fiscal y de los retiros de fondos de pensiones.



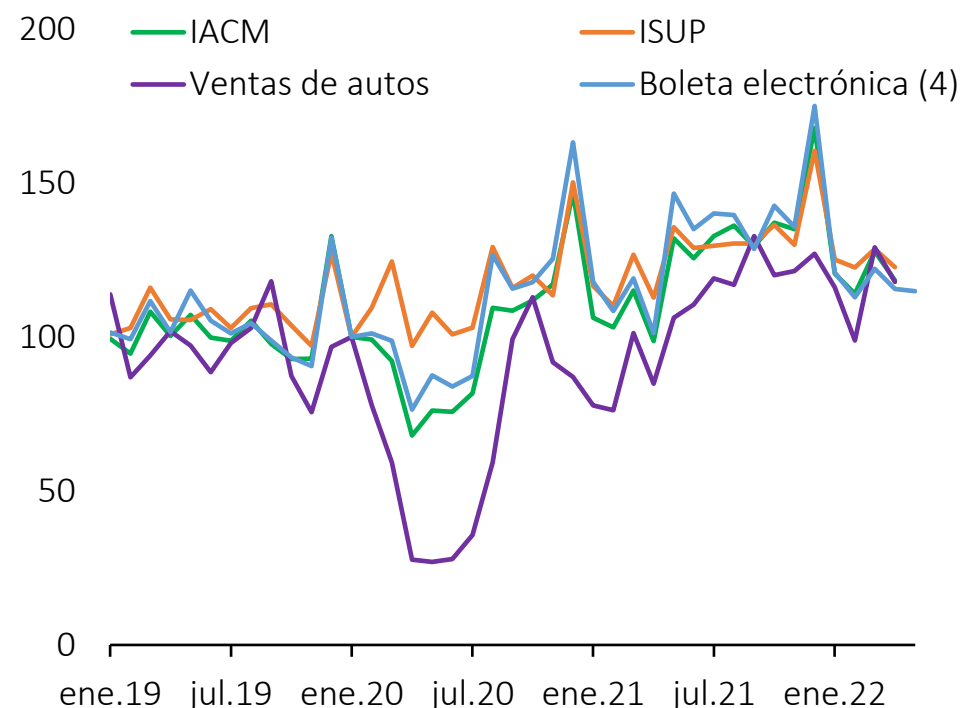
Saldos reales en cuentas de personas (1) (2)

(millones de UF)



Indicadores de comercio

(índice enero 2020 = 100)



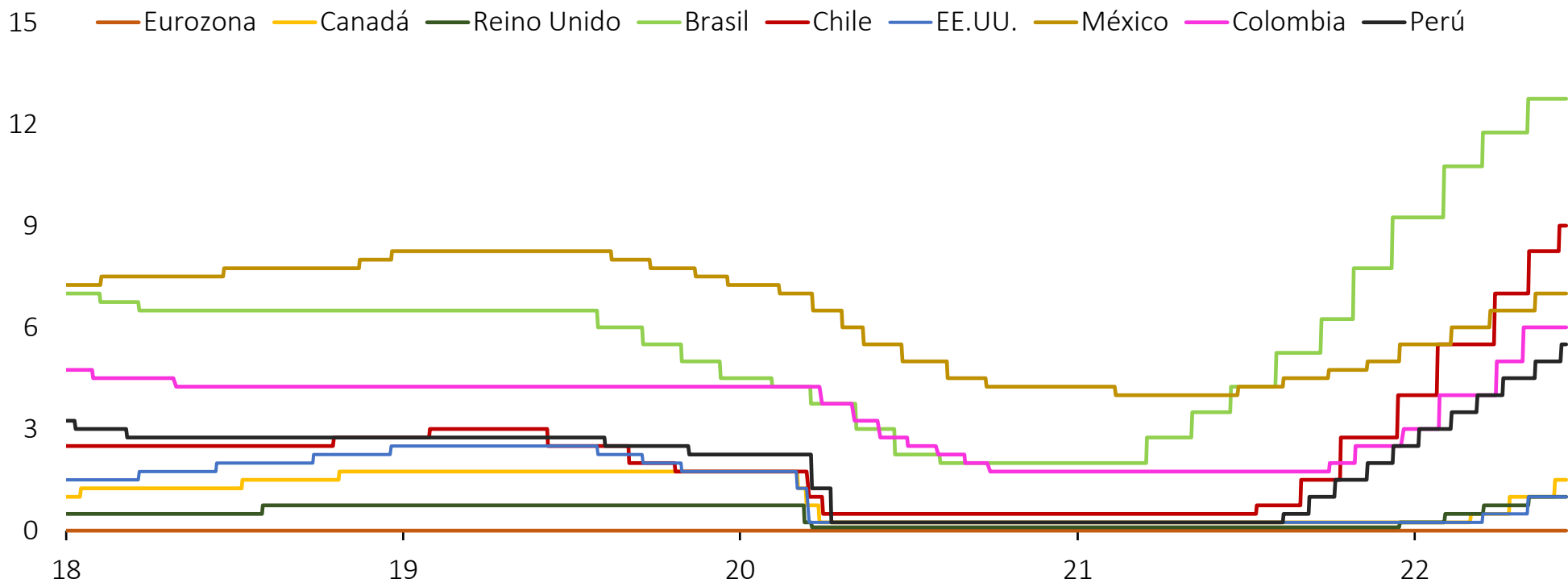
(1) Las tres líneas verticales indican el inicio de los pagos asociados a los retiros parciales de fondos previsionales. (2) En enero 2022 se actualizó el Compendio de Normas Contables para Bancos de la Comisión para el Mercado Financiero, el cual se utiliza para la elaboración de las estadísticas monetarias (3) Depósitos a plazo incluye tanto depósitos a plazo como cuentas de ahorro a plazo de personas. (4) Deflactado por IPC. Excluye estaciones de servicios. Último dato: 27/05.

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

En el frente externo, en un contexto de mayor inflación, gran parte de los bancos centrales está retirando sus estímulos monetarios y/o señalice una trayectoria más rápida para llevarlo a cabo.



Tasas de política monetaria (TPM)
(porcentaje)



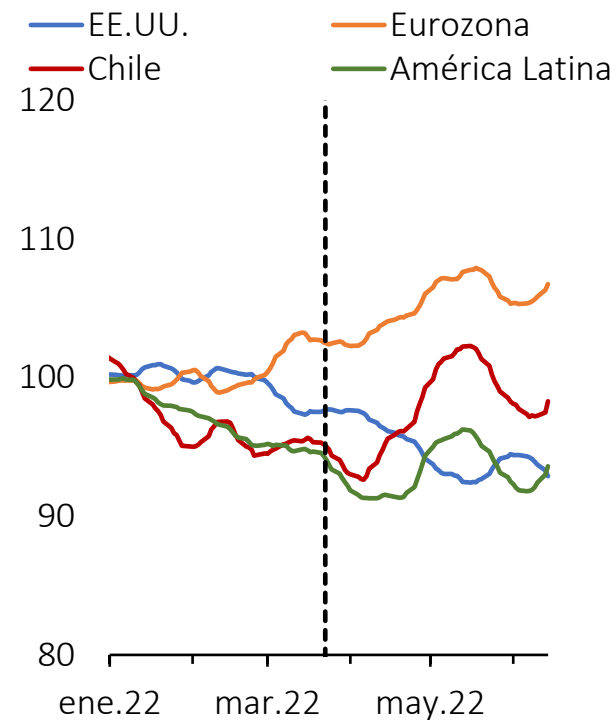
Fuente: Bloomberg.

En este escenario, la aversión al riesgo ha aumentado en los mercados globales, con un alza de las tasas de largo plazo, una caída de las bolsas y un fortalecimiento del dólar. Chile ha tenido un comportamiento más favorable que sus pares externos.



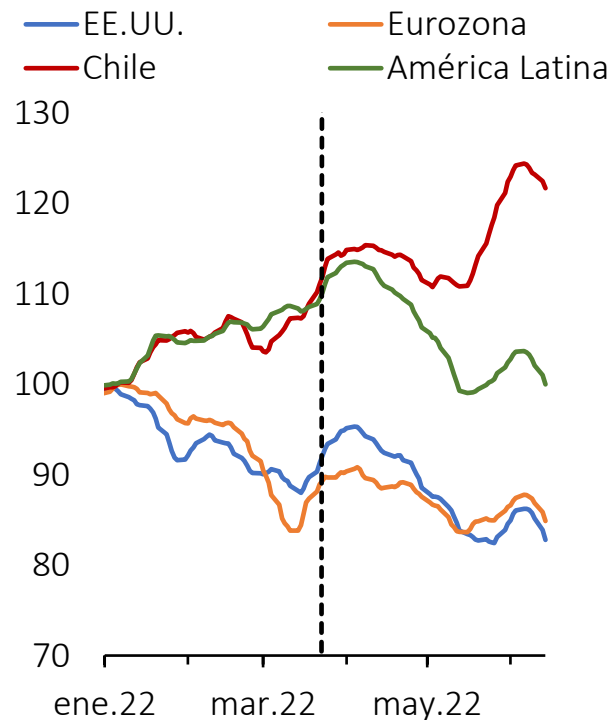
Monedas (1) (2) (3)

(índice 03.ene.22=100)



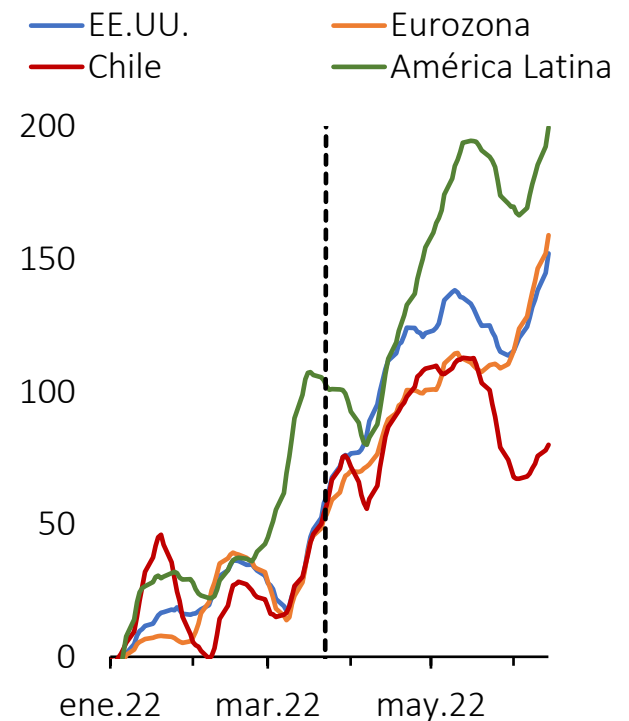
Bolsas (1) (2) (3)

(índice 03.ene.22=100)



Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (1) (2) (3)

(diferencia respecto del 03.ene.22=100, puntos base)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2022. (2) Promedio móvil de 7 días de cada índice. (3) Para América Latina considera el promedio simple de los índices entre Brasil, México, Colombia y Perú. Fuente: Bloomberg.



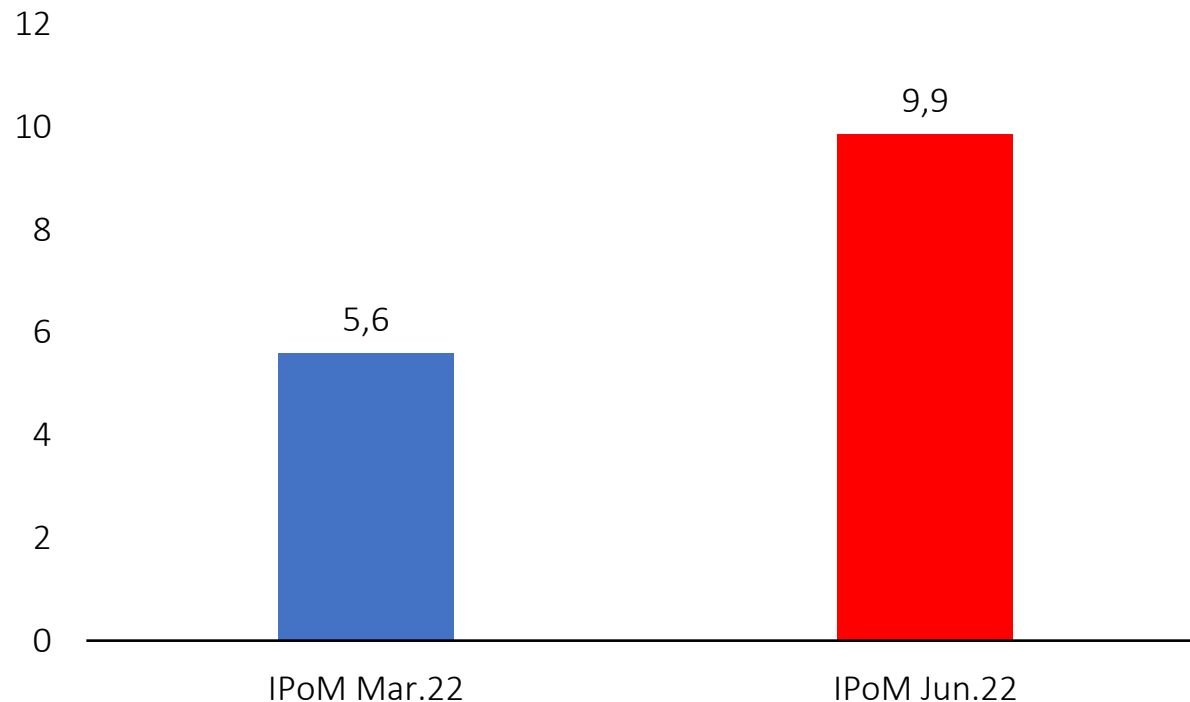
Proyecciones

Las perspectivas para la inflación aumentan para todo el horizonte de proyección, en especial en el corto plazo, por la persistencia de las elevadas presiones de costos externas.



Inflación proyectada para diciembre 2022

(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile.

Los principales factores detrás de la mayor inflación proyectada a corto plazo son:

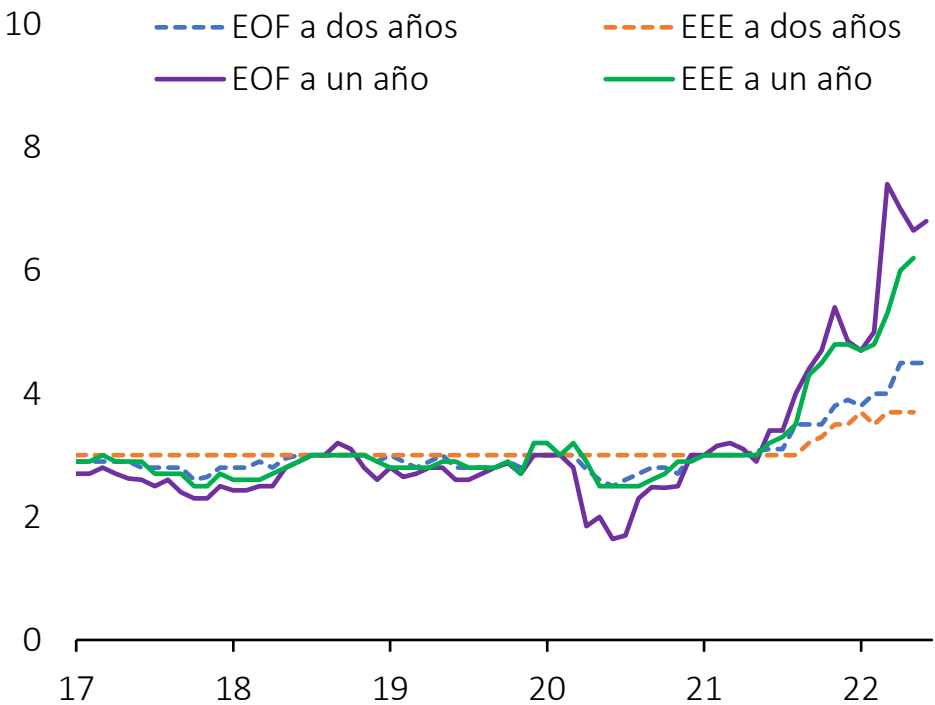
- ➔ Efecto del mayor y más persistente aumento del precio internacional de los alimentos y, en menor medida, de la energía.
- ➔ Impacto del empeoramiento de los cuellos de botella tras reimposición de cuarentenas en China sobre otros precios volátiles.
- ➔ Depreciación del peso desde el último IPoM.
- ➔ Reajustes por una inflación mayor efectiva y estimada.

Las expectativas de inflación de economistas y operadores financieros persisten sobre 3%, mientras las perspectivas de las empresas a horizontes más largos también han subido.

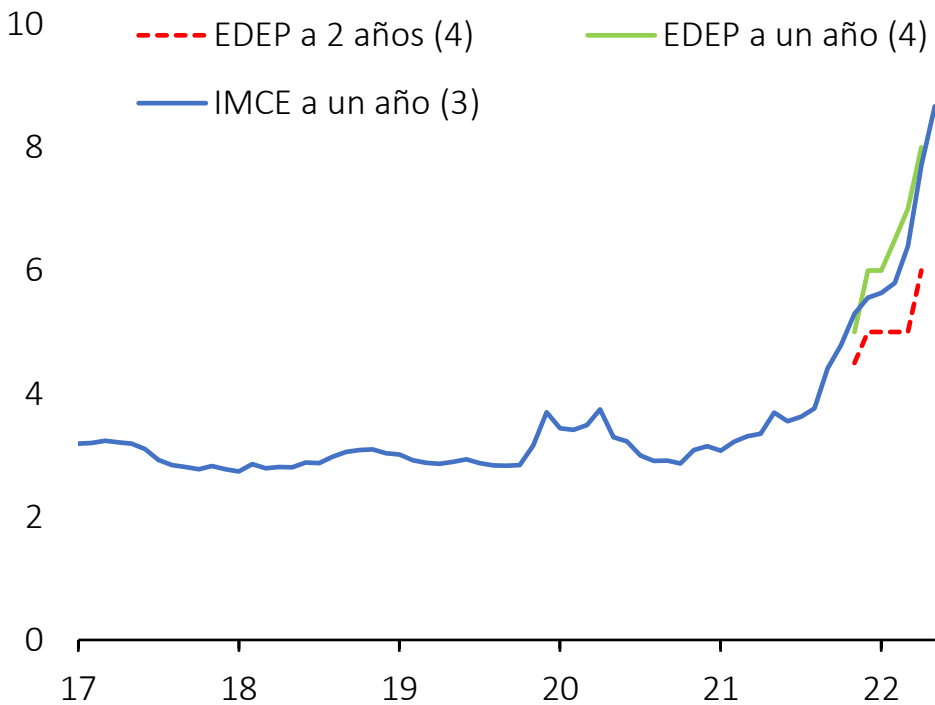


Expectativas de inflación

Analistas (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



Empresas (1)
(variación anual, porcentaje)

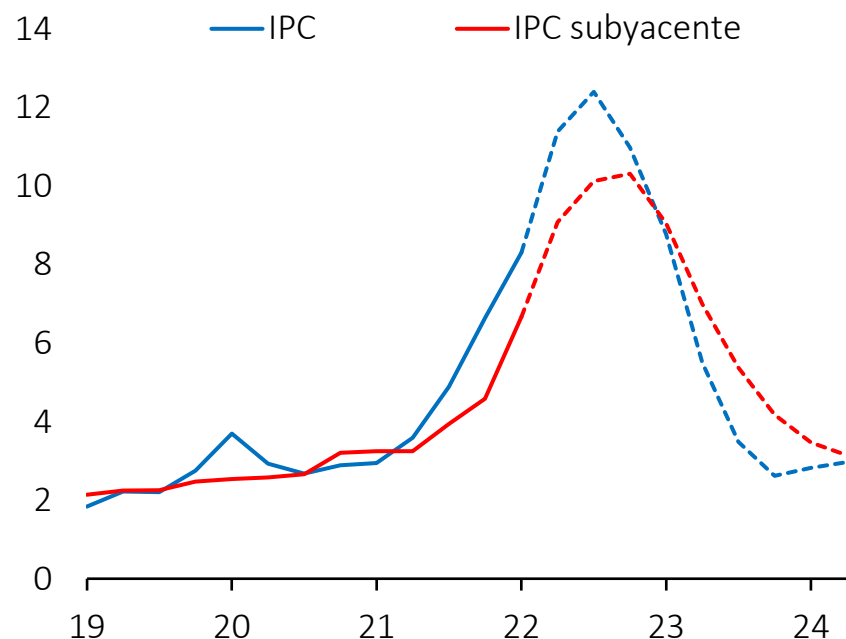


(1) Se muestran las medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de junio 2022. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible. (3) Promedio de las medianas de comercio e industria. (4) Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios realizada a empresas por parte del Banco Central de Chile. Fuentes: UAI/Icare y Banco Central de Chile.

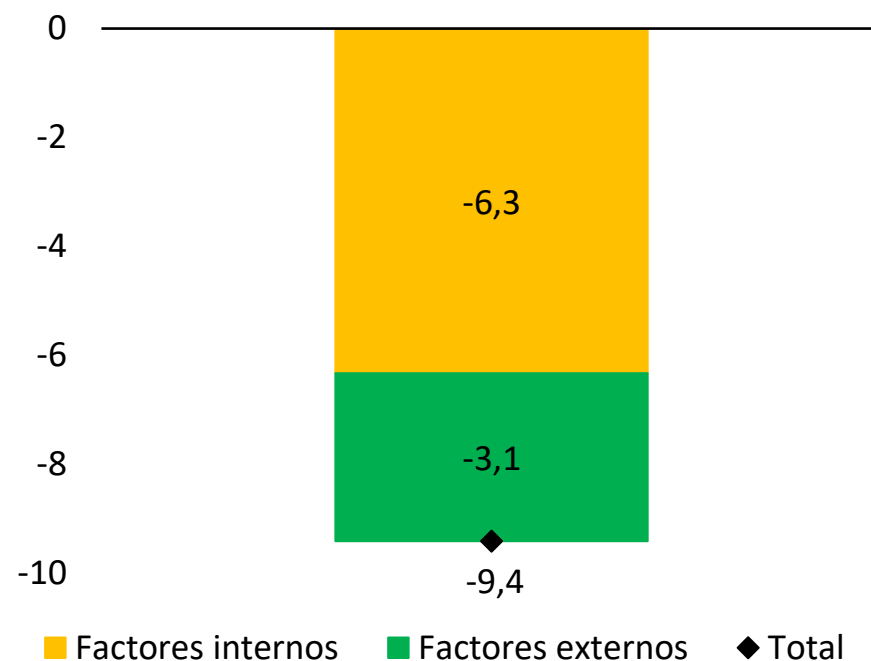
El escenario central sigue considerando que la inflación total y subyacente tendrán un descenso sostenido hacia 2023-24, ubicándose en torno a 3% a mediados del 2024.



Proyección de inflación IPC e IPC subyacente
(sin volátiles) (1)
(variación anual, porcentaje)



Cambio en la proyección de la inflación anual entre el
3er trimestre de 2022 y el 2do trimestre de 2024 (2) (3)
(puntos porcentuales)



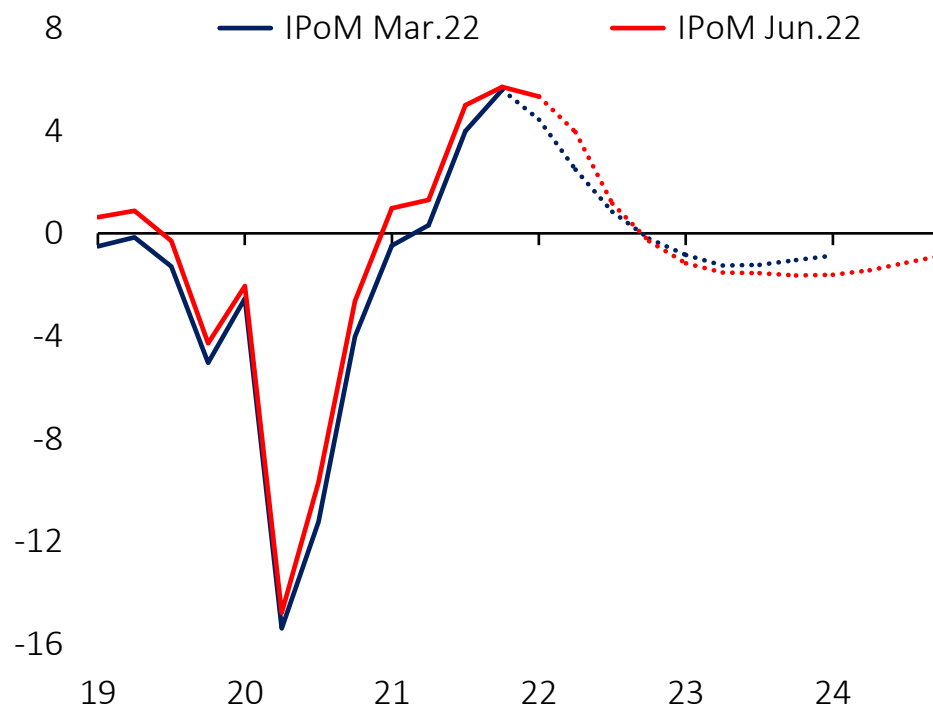
(1) A partir del segundo trimestre del 2022, corresponde a la proyección (líneas segmentadas). (2) Factores externos: efecto de mayor precio del petróleo, alimentos importados y otras materias primas, mayor inflación externa y condiciones financieras externas menos favorables. Factores internos: factores de demanda, presiones de costos en bienes y servicios, mayor persistencia por efectos de segunda vuelta. Incluye efecto asociado a depreciación cambiaria idiosincrática. (3) La descomposición de factores es construida con los modelos de proyección del BCCh (promedio modelos XMAS y MSEP). Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Clave para esto será que se continúen resolviendo los significativos desequilibrios que acumuló la economía el año pasado.



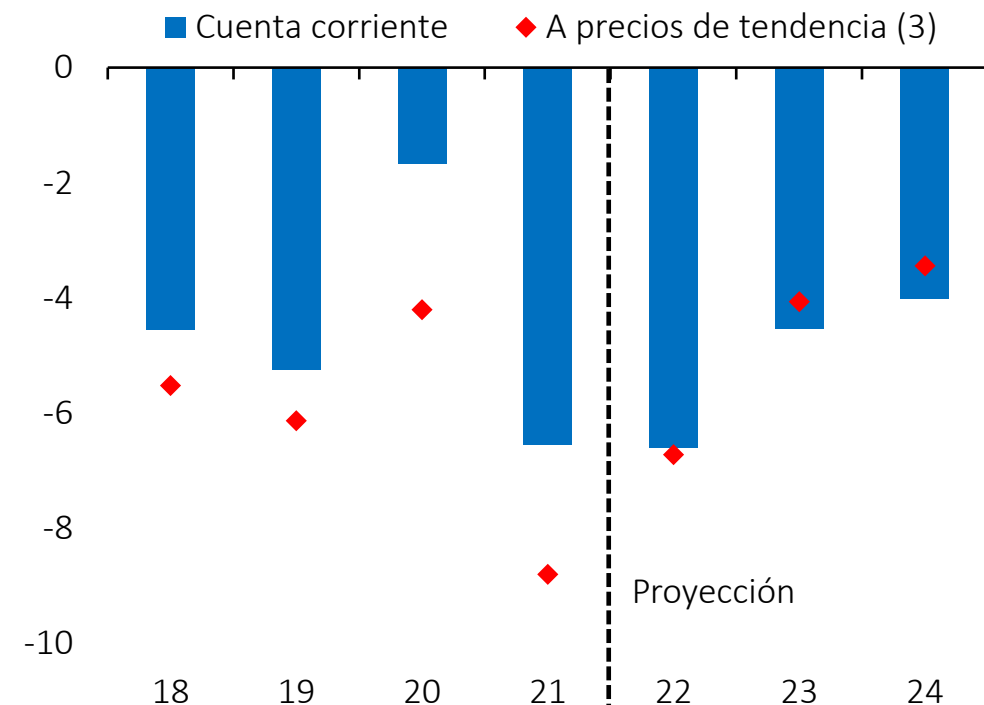
Brecha de actividad (1) (2)

(nivel, puntos porcentuales)



Cuenta corriente de la balanza de pagos

(porcentaje del PIB, últimos doce meses)



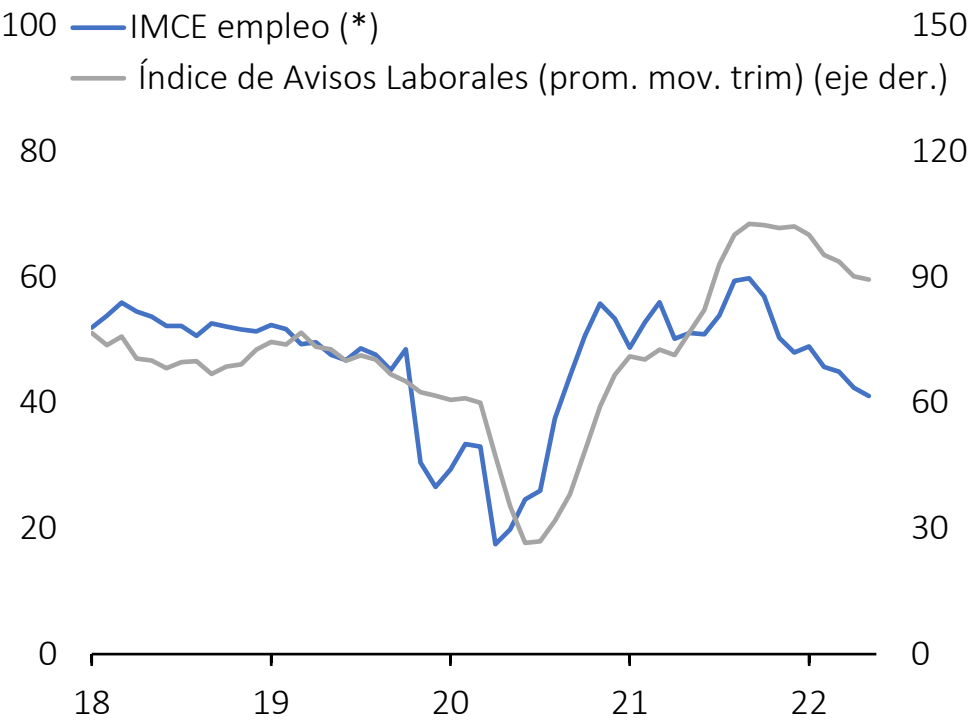
(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Junio 2021 (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial. (3) Para mayor detalle, ver [Glosario económico](#).

Fuente: Banco Central de Chile.

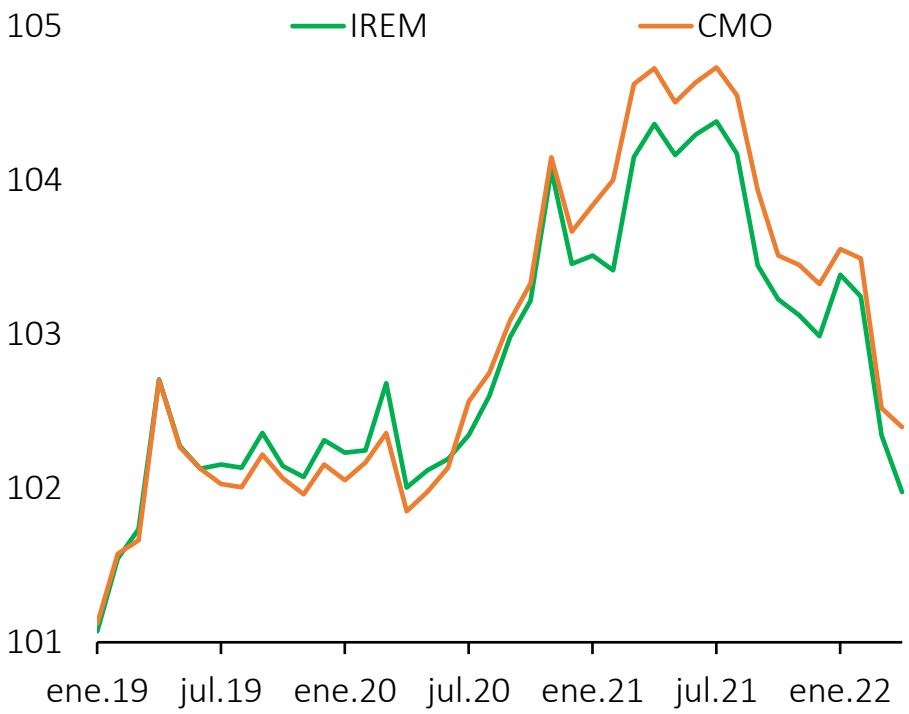
Varios fundamentos del consumo apuntan a que se debilitará en el corto plazo. En el mercado laboral destaca la ralentización de la creación de empleo y la caída de los salarios reales.



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



Salarios reales
(índice promedio 2018=100, series desestacionalizadas)



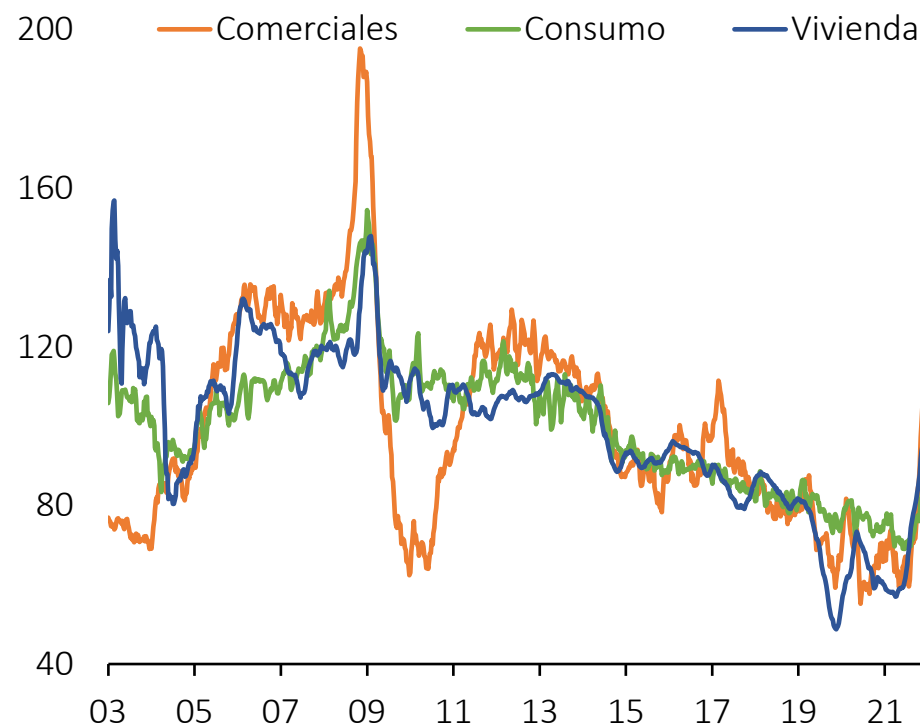
(*) Promedio de los indicadores de empleo en comercio, industria y construcción. Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Icare/Universidad Adolfo Ibáñez y Banco Central de Chile.

Además, las condiciones financieras se han vuelto más restrictivas para los hogares, debido al aumento de las tasas de interés y de las exigencias para otorgar créditos.



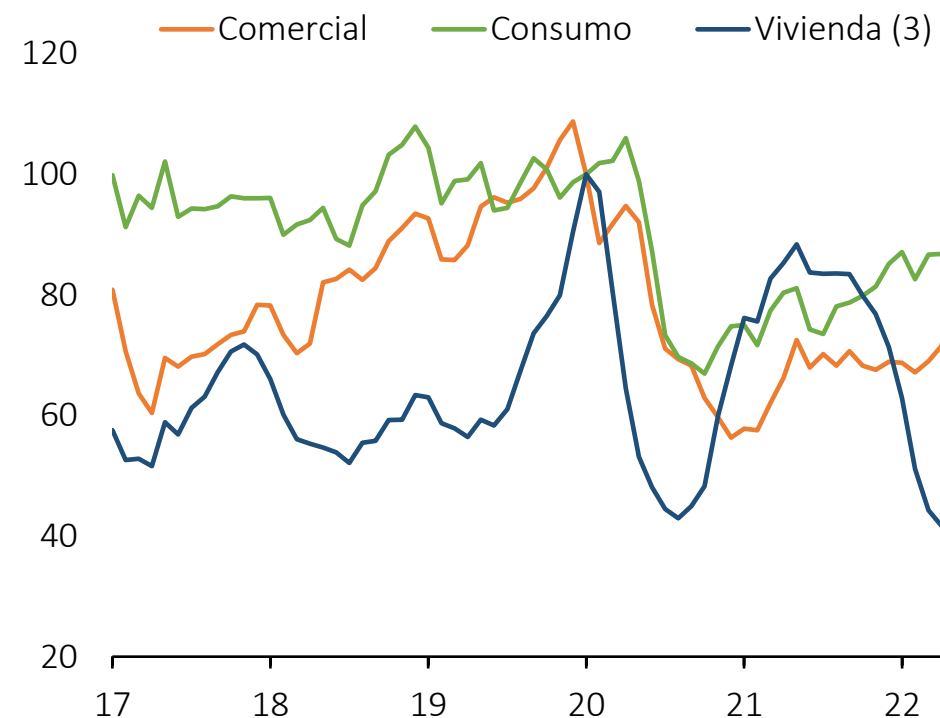
Tasas de interés de las colocaciones (1) (2)

(índice 2003-2022=100)



Flujos de colocaciones reales

(índice enero 2020 = 100, promedio móvil trimestral)



(1) Datos semanales correspondientes a la Región Metropolitana, tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada período. Para vivienda corresponden a operaciones en UF. (2) Promedio móvil de cuatro semanas. (3) Solo se incluyen operaciones en UF.

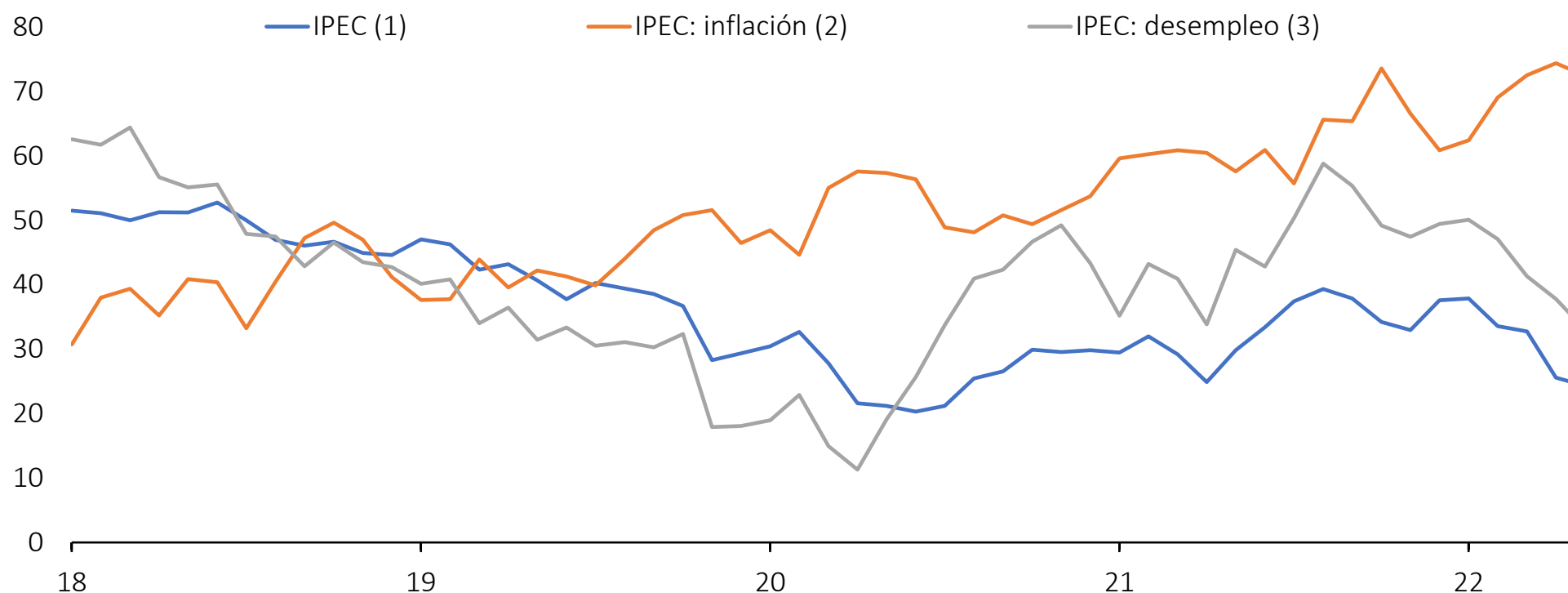
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

Esto coincide con el deterioro de las perspectivas de los consumidores.



Índice de percepción de la economía

(índice)

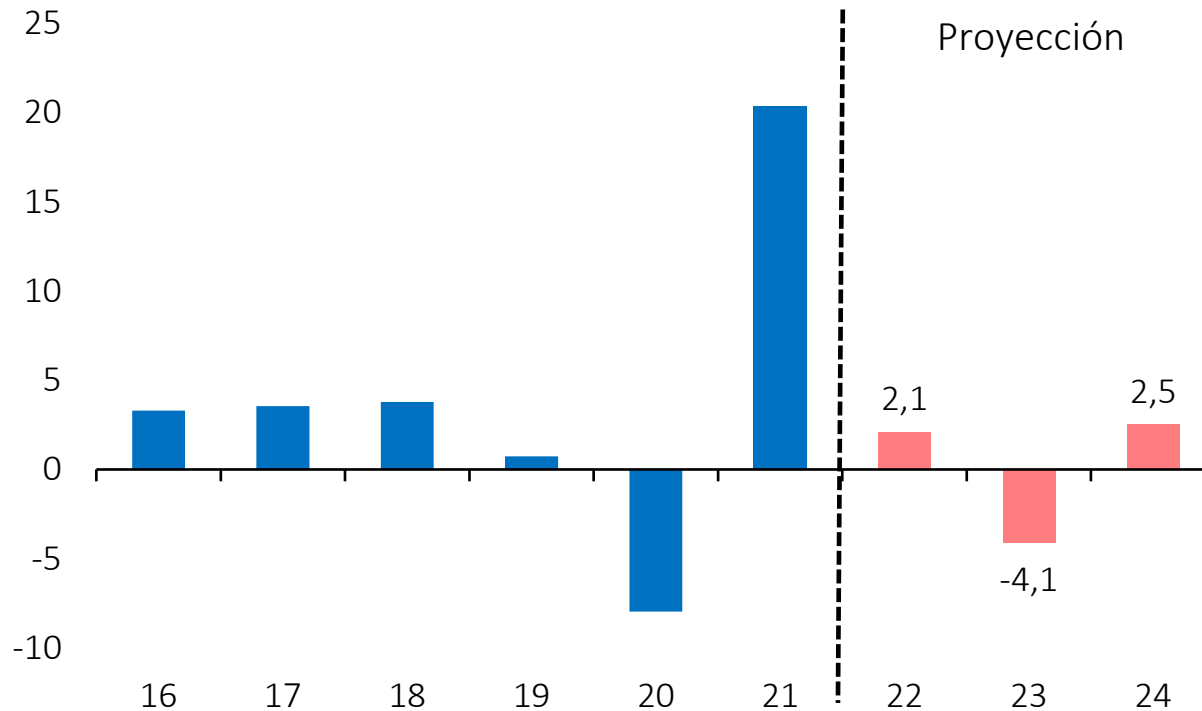


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Porcentaje de encuestados que cree que los precios aumentarán "Mucho" en los próximos 12 meses. (3) Un mayor (menor) valor indica menos (más) desempleo. Fuente: Adimark/GFK.

El mayor nivel que ha mostrado el consumo privado lleva a que se corrija su crecimiento proyectado para 2022, mientras que su ajuste se retrasa para fines de este año y 2023.



Consumo privado
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

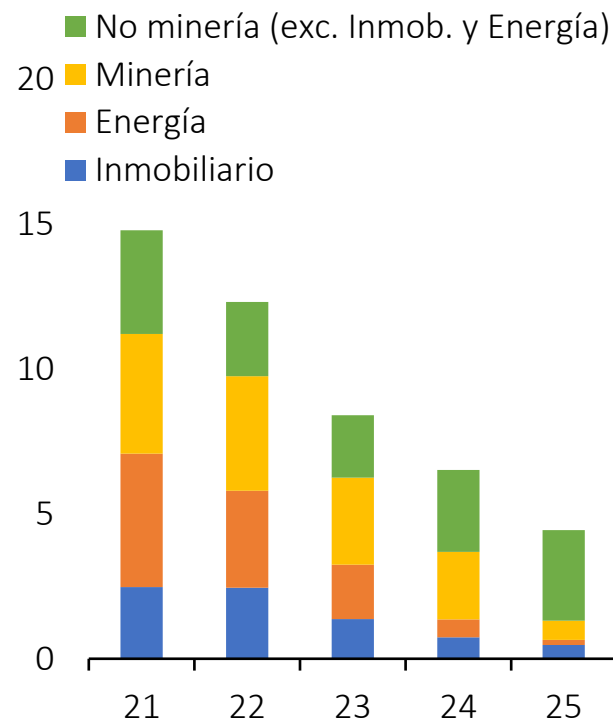
Esta proyección considera:

- ➔ Mayor uso de liquidez remanente en los próximos meses, impulsando el consumo del segundo y tercer trimestre del 2022.
- ➔ Agotamiento más temprano por uso más anticipado de los recursos, lo que implicará una mayor caída en 2023.

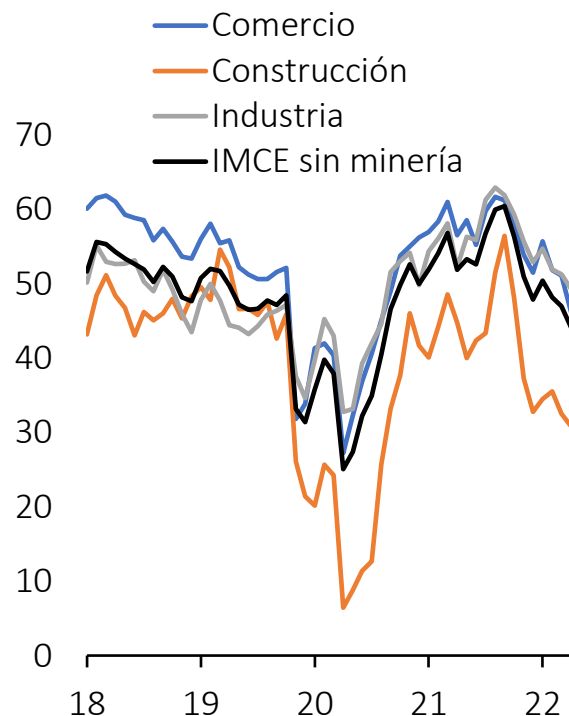
Los fundamentos de la inversión también se han deteriorado...



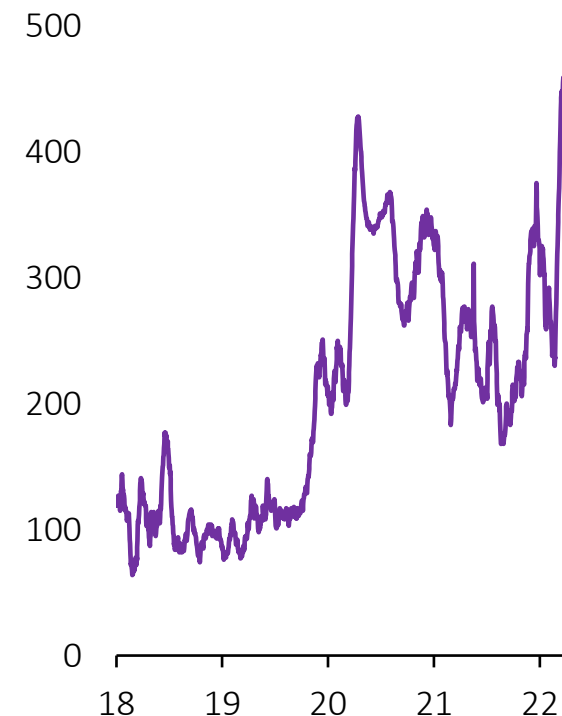
CBC: Inversión total
(miles de millones de dólares)



IMCE (1)
(índice)



Incertidumbre económica y política (2)
(índice, 1 enero 2012 = 100)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Índice de Incertidumbre Económica y Política (DEPUC). Desde diciembre del 2021, el índice incluye una actualización al diccionario de palabras utilizado para su construcción, como una forma de incorporar nuevos elementos que influyen en la coyuntura local.

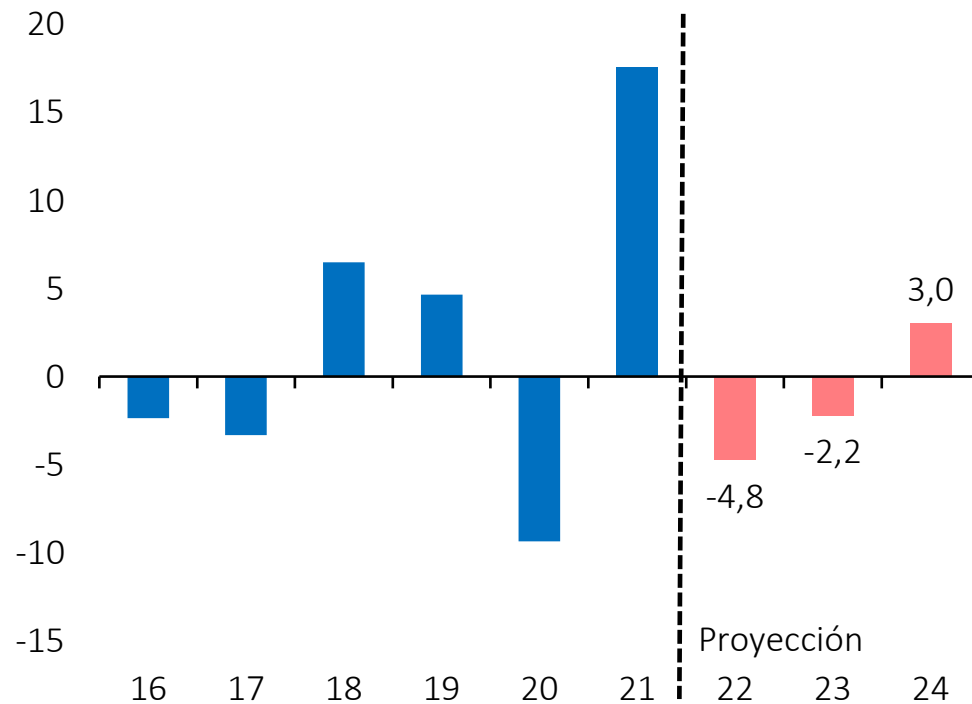
Fuentes: Banco Central de Chile en base a [Becerra y Sagner \(2020\)](#), Corporación de Bienes de Capital e ICARE/UAI.

...y se proyectan caídas más significativas para la inversión durante este año y el próximo.



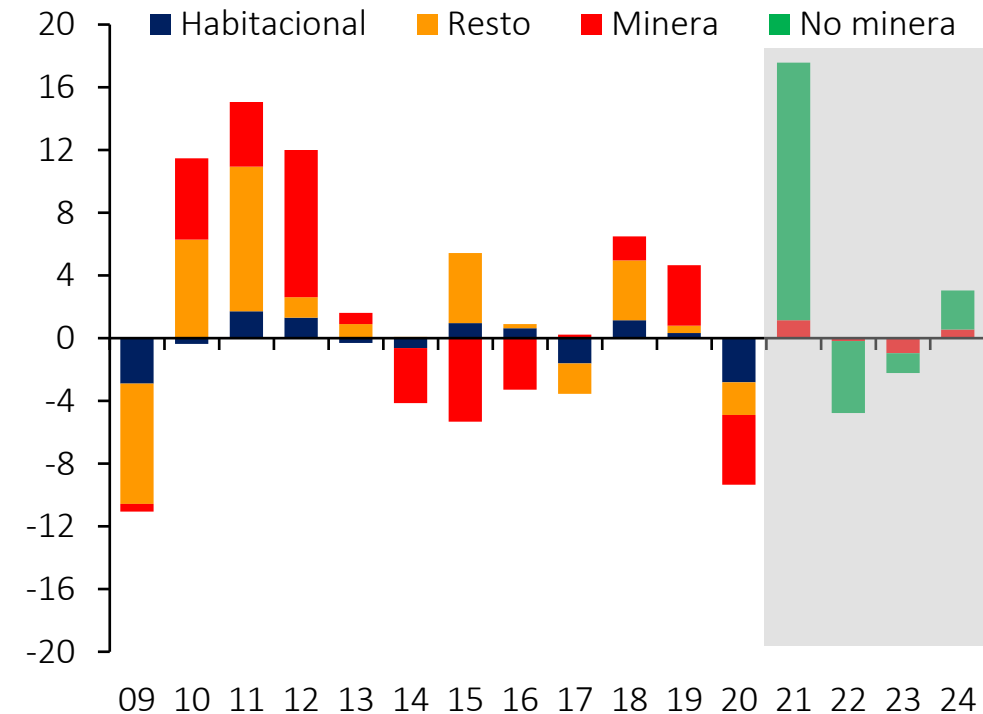
Formación bruta de capital fijo (FBCF)

(variación real anual, porcentaje)



Incidencias reales anuales en la FBCF (*)

(puntos porcentuales)

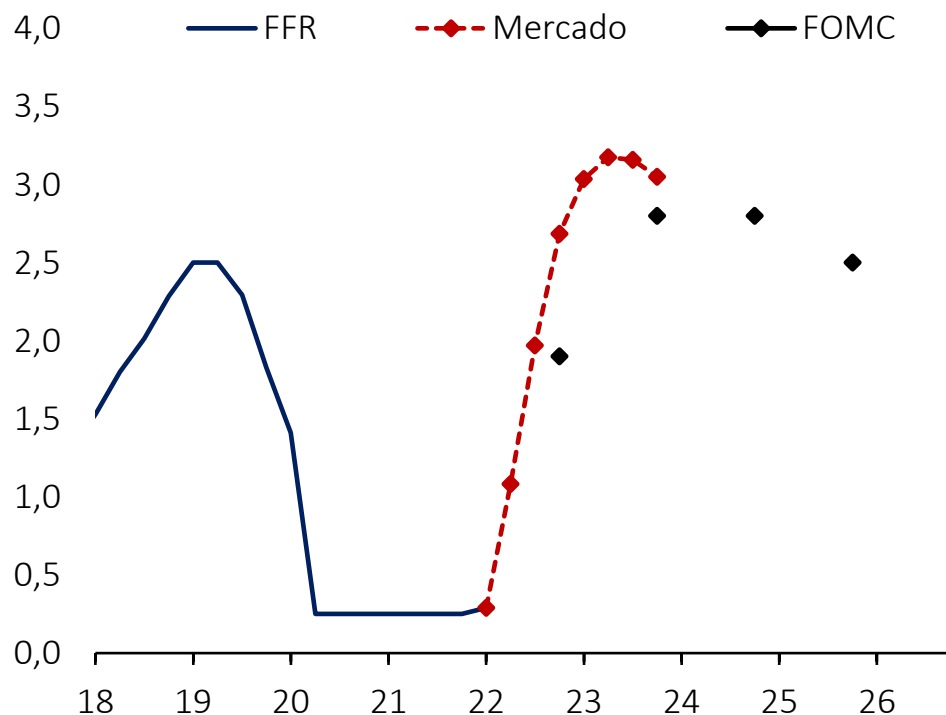


(*) El componente de FBCF resto se trata residualmente. La FBCF sectorial hasta 2020 son datos publicados y para 2021 es una estimación interna. Para informar las proyecciones de los años 2022, 2023 y 2024 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. Fuente: Banco Central de Chile.

Las proyecciones consideran que el impulso externo que recibirá la economía chilena será menor, principalmente por las peores condiciones financieras globales y precios de alimentos y materias primas que seguirán elevados por varios trimestres.

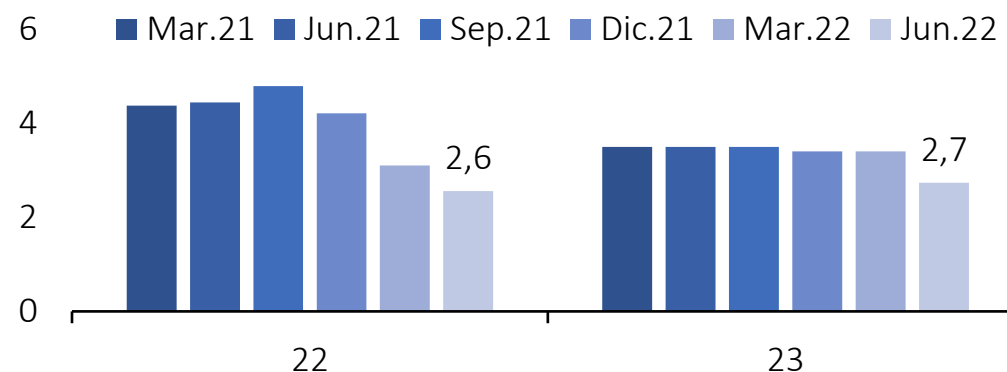


Tasa de los fondos federales EE.UU. (FFR) (1)
(puntos porcentuales)

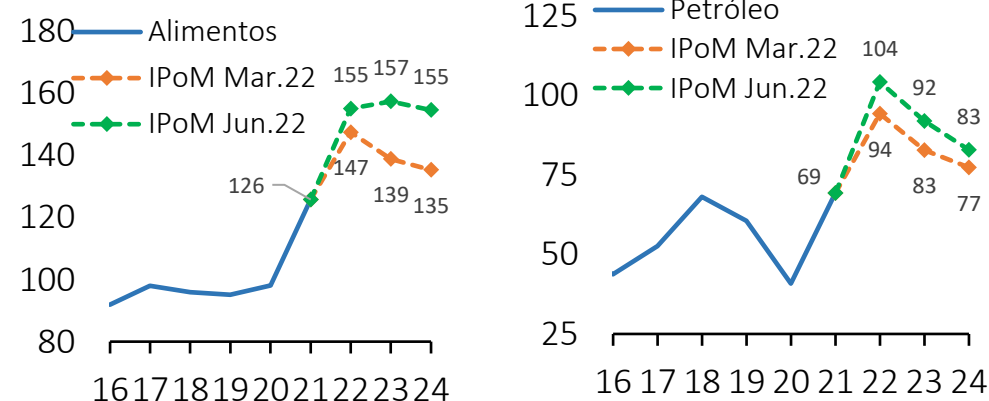


(1) Proyecciones del FOMC corresponden a las de marzo de 2022. Proyecciones del mercado corresponden a los futuros al 1 de junio 2022. (2) Para el petróleo es el precio promedio entre el barril WTI y Brent. Para alimentos es el índice FAO. (3) Precio/índice efectivo corresponde al promedio de cada año. Líneas punteadas corresponden a las proyecciones 2022-2024 contenidas en cada IPoM. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Fed y FAO.

Proyecciones de crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)



Precios efectivos y proyecciones (2) (3)
(índice; dólares el barril)

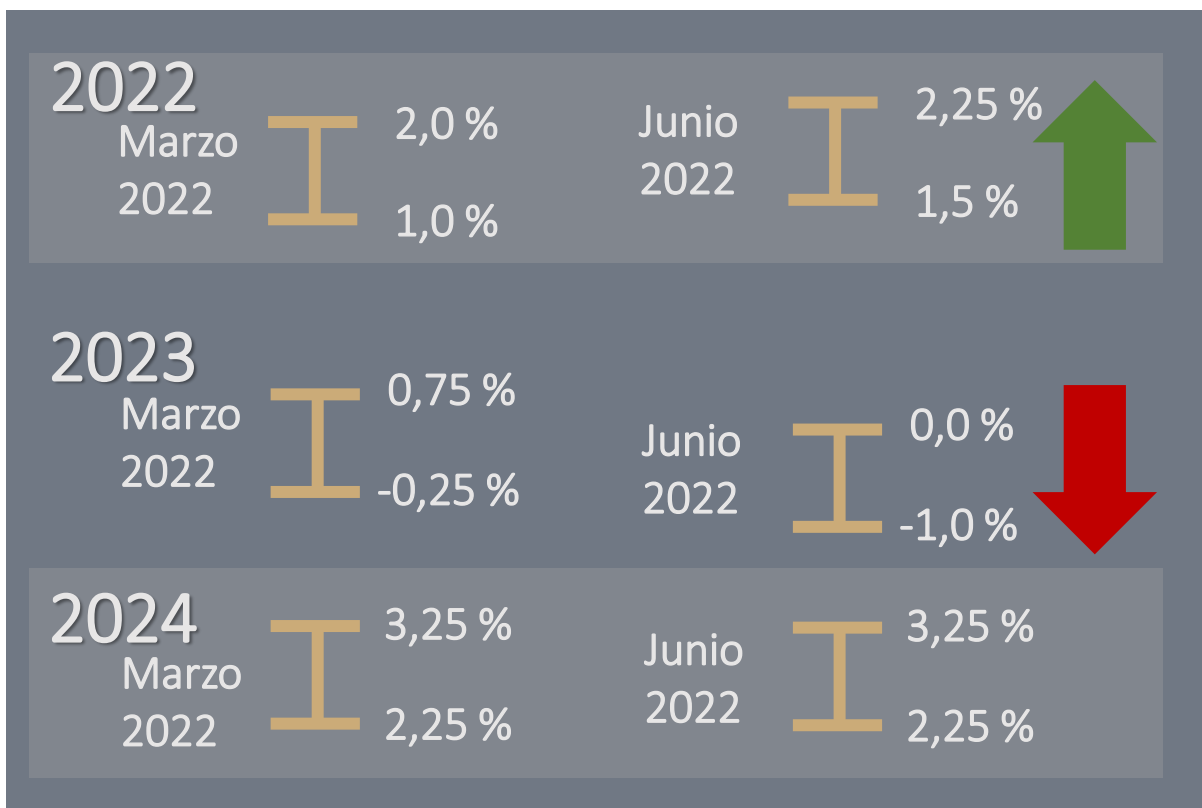


Todo lo anterior llevará a que el ajuste que inició el PIB a inicios de año se extienda por varios trimestres.



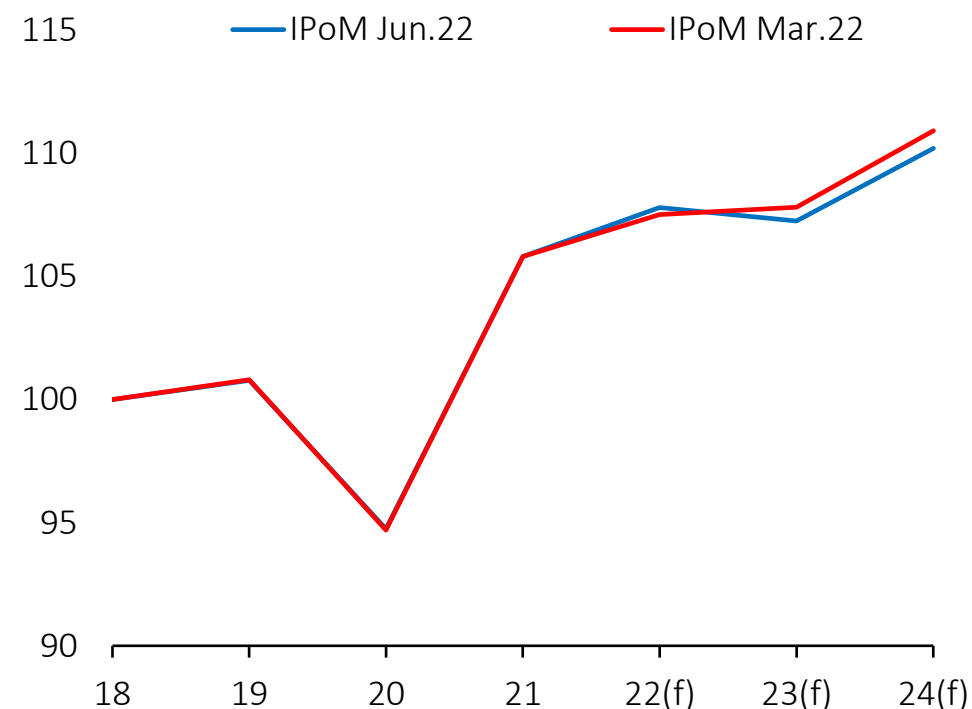
Proyecciones de crecimiento del PIB (1)

(variación anual, porcentaje)



Proyecciones PIB (2)

(índice 2018=100)

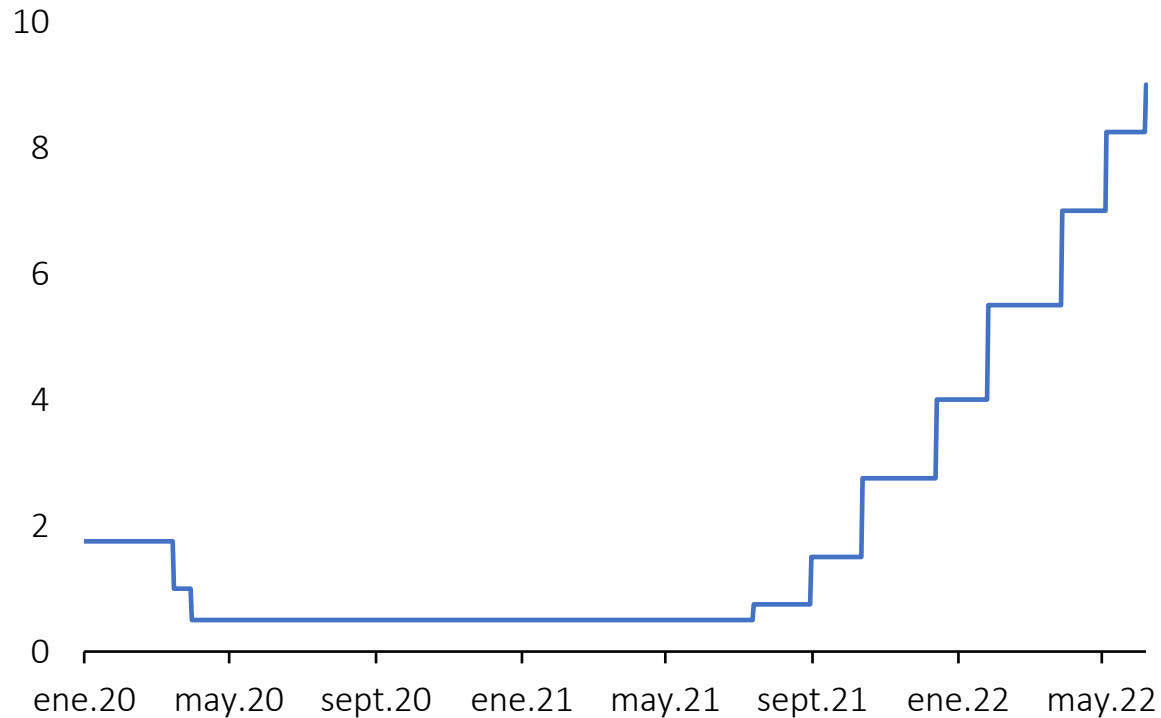


(1) Proyecciones contenidas en cada IPoM. Flechas indican cambio respecto de proyección de marzo del 2022. (2) Las proyecciones consideran el punto medio de los rangos de crecimiento publicados en este IPoM. (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

El Consejo estima que, tras el alza acordada en la Reunión de junio, serán necesarios ajustes adicionales de menor magnitud en la TPM para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años.



Tasa de política monetaria (TPM)
(porcentaje)

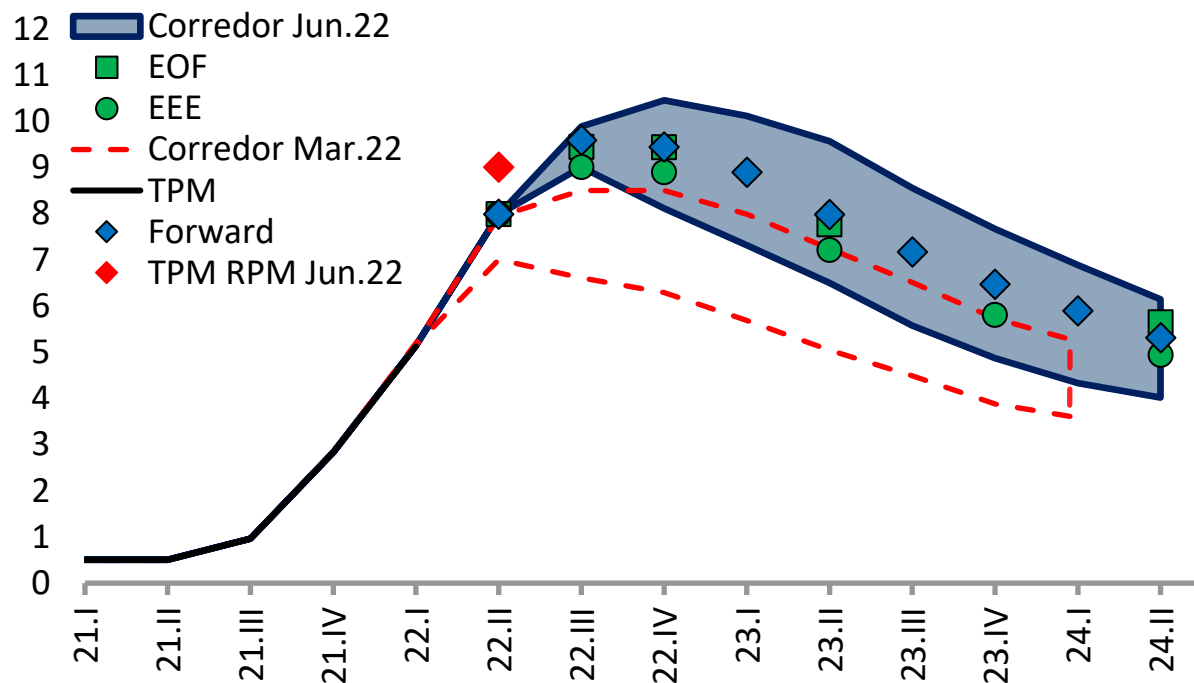


- ➔ Desde la Reunión de julio del 2021, hemos aumentado la TPM en 850 puntos base, llevándola hasta 9,0%.
- ➔ En el escenario central, nuevas alzas serán de una magnitud menor a los aumentos más recientes.
- ➔ De todos modos, los riesgos siguen siendo elevados, en particular por el nivel que ha alcanzado la inflación y su mayor persistencia.

Los riesgos en torno a la evolución del panorama macroeconómico siguen siendo importantes, por lo que existen escenarios de sensibilidad donde se podría requerir de una acción de política monetaria distinta a lo contemplado en el escenario central.



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



→ La parte alta del corredor refleja escenarios de sensibilidad donde la persistencia de la inflación podría ser mayor que la prevista.

→ Consumo privado continúe sin mostrar ajuste significativo.

→ Aumento de las elevadas presiones de costos globales provoque una reacción más intensa de los bancos centrales.

→ La parte baja del corredor da cuenta de escenarios donde las presiones inflacionarias se reducen con mayor rapidez que la prevista

→ Ajuste más intenso de la actividad y demanda, por una mayor debilidad de la inversión o una mayor velocidad de ajuste del consumo.

→ Reducción de las presiones de costos globales y disminución de la inflación en la mayoría de las economías, incluido Chile.

(*) 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.2, Capítulo II, IPoM junio 2022). Fuente: Banco Central de Chile.

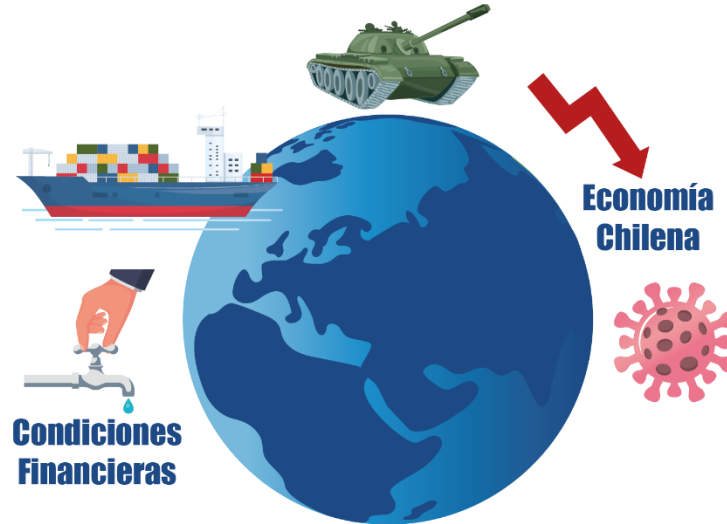
También existen escenarios de riesgos que lleven al crecimiento fuera del rango de proyección y requerirían una respuesta de política que sobrepase los límites del corredor para la TPM.



Escenarios de riesgo

Impactos más nocivos de la guerra en Ucrania sobre la economía mundial.

- ➔ Agravar su impacto sobre la inflación y la actividad mundial
- ➔ Empeoramiento significativo de condiciones financieras para economías emergentes.



Empeoramiento aún más significativo de las condiciones financieras globales.

- ➔ Por ejemplo, si la evolución de la inflación lleve a un ajuste mucho mayor al esperado de la política monetaria de las principales economías.



La inflación ha alcanzado valores que no se observaban hace décadas, y sus efectos negativos en las familias se reflejan en la preocupación pública por este fenómeno. Se suma que las expectativas de inflación a dos años plazo de economistas y operadores financieros persisten por sobre 3%, y que las expectativas de las empresas a horizontes más largos también han aumentado.

El fenómeno inflacionario actual es un fenómeno global y multicausal, pero su intensidad está directamente relacionada con una serie de factores internos que, en su conjunto, explican la mayor parte del aumento de la inflación local durante el último año y medio. A ello se suma un inusitado conjunto de shocks externos de alta intensidad y persistencia.



El Consejo del Banco Central ha aumentado la tasa de interés de forma significativa, llevándola a 9% en su reunión de junio, y estima que serán necesarios ajustes adicionales de menor magnitud para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en dos años plazo. El Banco Central seguirá atento a la evolución de la inflación, preocupándose siempre por el bienestar de las personas.



INFORME DE POLITICA MONETARIA

JUNIO 2022

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

