



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA  
ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE  
SENADO DE LA REPÚBLICA\***

Mario Marcel  
Presidente  
Banco Central de Chile  
15 de diciembre de 2021

---

\*El *Informe de Política Monetaria* de diciembre de 2021 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

## Introducción

Señora Presidenta de la Comisión de Hacienda del Senado, Senadora Ximena Rincón. Senadores miembros de esta Comisión, Senadoras y Senadores,

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco Central de Chile sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas e implicancias para la política monetaria. Esta visión está contenida en detalle en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2021, publicado esta mañana. Estos antecedentes aportan el trasfondo para la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria de ayer martes.

El IPoM que les presentamos hoy da cuenta de que, en los últimos meses, la economía se ha mantenido en una senda de fuerte expansión liderada por el consumo privado. Con esto, el crecimiento de 2021 superará lo previsto en septiembre, cerrando el año con niveles de actividad significativamente superiores a los previos a la crisis, así como a su potencial estimado.

Por su lado, la inflación ha seguido aumentando, ubicándose en noviembre por sobre 6,5 por ciento anual, cifra explicada fundamentalmente por la extraordinaria expansión de la demanda interna y la depreciación del peso causada por factores locales. Estos se han agregado a fenómenos globales como el aumento de la demanda mundial, las disrupciones en las cadenas de valor internacional de bienes a causa de la pandemia y las alzas de los precios de las materias primas. Asimismo, la mayor inflación se ha prolongado lo suficiente como para arriesgar efectos de segunda vuelta a través de la indexación de contratos e incrementos salariales.

Los costos de la inflación sobre la economía ya son visibles, y se han transformado en una de las principales preocupaciones económicas de hogares y empresas. La contención de la inflación es, en este momento, una prioridad para aliviar la situación de quienes ya fueron los que más sufrieron con los primeros embates de la crisis del Covid-19. Para ello es necesario retirar las medidas de estímulo a la demanda interna desplegadas durante la emergencia, dado que, pasada ésta, están presionando los precios antes que dinamizar la actividad.

Por el lado fiscal, esto supone que el gasto público se ajustará al presupuesto aprobado para 2022, iniciando una senda de convergencia hacia niveles de deuda sostenibles en el mediano plazo, en línea con las propuestas del Consejo Fiscal Autónomo. Por el lado monetario, después de haber transitado en la segunda mitad de 2021 desde su mínimo técnico hasta 4 por ciento, el Consejo estima que la TPM deberá seguir aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su valor neutral nominal —aquel que es coherente con la meta de inflación de 3 por ciento— durante gran parte del horizonte de política monetaria.

Este ajuste de las políticas fiscal y monetaria contribuirá a que la brecha de actividad se cierre gradualmente, colaborando a que la dinámica inflacionaria reciente no tenga un impacto persistente sobre el proceso de formación de precios.

Destacamos en este IPoM que los riesgos en torno a este escenario son relevantes, dado el deterioro del mercado de capitales local y la persistente incertidumbre. Esto ha provocado alzas significativas de las tasas de interés de largo plazo y un menor apetito por activos financieros chilenos, lo que no ha permitido un ajuste de la economía como en episodios pasados y representará un obstáculo creciente para la inversión. A ello se agregan riesgos de deterioro de las condiciones financieras externas como respuesta de las principales economías al alza de la inflación.

Ahora pasaré a describir nuestra evaluación del panorama económico y de sus riesgos.

### **Escenario macroeconómico**

**Desde el IPoM anterior, la actividad económica ha continuado exhibiendo un gran dinamismo, el que incluso ha superado lo previsto en septiembre cuando las proyecciones del IPoM ya consideraban una significativa corrección al alza del crecimiento previsto para este año.** Así, luego de que en el segundo trimestre se superara el nivel de actividad anterior a la crisis, en el tercero el PIB aceleró su expansión trimestral, llegando a 21 por ciento anualizado. A comienzos del cuarto trimestre, el Imacec de octubre creció 15 por ciento en doce meses (17 por ciento anual la parte no minera), aunque con velocidades de expansión mensuales menores que las observadas previamente. El consumo privado ha continuado siendo el componente más dinámico del gasto, al crecer 27,5 por ciento anual en el tercer trimestre. Por el lado de la oferta, esto se ha reflejado en la continua expansión del sector comercio y la aceleración de los servicios. Con esto, el PIB no solo recuperó los niveles previos a la pandemia, sino que se siguió acelerando en el tercer trimestre, comportamiento que fue aún más notorio en el consumo (gráfico 1).

**La inflación anual del IPC siguió aumentando en los últimos meses, alcanzando a 6,7 por ciento en noviembre.** Destacó el alza de los precios volátiles —incluyendo energía— cuya tasa de variación anual ha escalado rápidamente y llegó a 10,5 por ciento en el penúltimo mes del año. Aunque el IPC subyacente —que excluye los volátiles— mostró una tasa de expansión anual más acotada (4,7 por ciento), igualmente ha aumentado de manera sostenida durante 2021 y se ubica en su mayor nivel de los últimos seis años. Dentro del IPC subyacente, la variación anual del precio de los bienes supera a la de servicios, no obstante, ambos han tenido una trayectoria al alza durante el año (gráfico 2). En el caso de los servicios debe considerarse que algunos precios y tarifas administradas no han presentado incrementos acordes con sus reglas de reajustabilidad habituales desde hace varios trimestres. De hecho, cuando se excluyen estos ítems de la inflación de servicios, su tasa de variación anual es significativamente superior.

**El aumento reciente de la inflación se ha visto acompañado por un alza relevante de las expectativas de inflación futura.** Los distintos indicadores —encuestas y precios de activos financieros— apuntan a que la inflación anual del IPC culminará 2021 en cifras cercanas a 7 por ciento, al mismo tiempo que han ido aumentando sus pronósticos a un año plazo, acercándolos a valores del orden de 5 por ciento. Aunque las expectativas privadas contemplan una tendencia decreciente de la inflación hacia 2023, éstas aún se ubican por sobre 3 por ciento a veinticuatro meses plazo (gráfico 3).

**La principal causa de la mayor alza de los precios han sido factores de índole local.** Las proyecciones del escenario central que les mostraré en unos momentos consideran que la inflación promedio anual del cuarto trimestre de este año llegará a cifras del orden de 6,5% anual, lo que representa un aumento de 3,6 puntos porcentuales respecto de la inflación anual que se registró en el último trimestre de 2020. De este aumento, más de tres cuartas partes se asocian a factores locales, sean estos el comportamiento de la demanda o el impacto de la depreciación idiosincrática del peso. Los factores externos tienen una relevancia mucho menor (gráfico 4).

**Chile destaca como uno de los países donde la moneda se ha depreciado más, donde se han implementado políticas de apoyo a los ingresos más significativas, donde se aprecia un mayor aumento del consumo privado y donde el incremento de la inflación es de los más altos** (gráfico 5). Como se muestra en uno de los recuadros de este IPoM, un análisis estadístico más formal indica que los factores globales y locales han tenido un rol diferente en la evolución de la inflación en distintos países. En estos resultados, el factor local ha tenido un peso relevante en el aumento de la inflación sin volátiles en Chile y EE.UU., mientras que, en otros, como Francia, los factores globales o comunes entre economías han sido más importantes. Es necesario destacar que, si bien la contribución del factor global es relevante para la mayoría de las economías, esto no significa que en esos países el origen de la inflación sea completamente importada, sino más bien que ha sido causada por un factor que es común a varias economías a nivel global, como puede ser la apertura relativamente sincronizada de las economías tras la parte más compleja de la pandemia.

**El dinamismo del gasto ha llevado que el crecimiento del PIB chileno esté dentro de los más altos del mundo para 2021, ha provocado que la economía esté operando muy por sobre su capacidad de corto plazo y que las presiones de costos acumuladas se exacerben** (gráfico 6). Reflejo inequívoco del exceso de demanda interna es el mayor déficit que registra la cuenta corriente, a pesar un precio del cobre elevado y la significativa depreciación del peso. Destaca el alto déficit de la cuenta corriente medida a precios de tendencia, que alcanzará a 6,7 por ciento del PIB este año. De este modo, el fuerte incremento del ingreso nacional en 2021 —gracias a la recuperación cíclica y al incremento del precio del cobre— se ha visto más que compensado por el comportamiento del consumo privado y público, deprimiendo el ahorro nacional.

**Es así como el consumo de bienes durables ya acumula varios trimestres de expansión a tasas muy significativas, superando en más de 60 por ciento el nivel registrado antes de la crisis social y la pandemia.** El consumo de bienes no durables y de servicios tuvo un alza importante en el

tercer trimestre. La suma de las distintas contribuciones extraordinarias a la liquidez de los hogares —recursos entregados por el Estado y retiros de fondos de pensiones— arroja un total cercano a US\$85 mil millones entre 2020 y 2021, equivalentes al 34 por ciento del PIB del año pasado. La mayor parte de los recursos que aún no se han consumido sigue en cuentas corrientes y vista de las personas, lo que permite anticipar que el mayor gasto persistirá en los trimestres venideros (gráfico 7).

**En el mercado laboral, la oferta de trabajo por parte de las personas ha puesto un freno a la recuperación del empleo, llevando a un crecimiento de los salarios nominales mayor que el de 2020.** Las vacantes han tenido un aumento importante a lo largo del año, que se ha reflejado en un aumento del empleo respecto de la caída que acumuló a mediados de 2020. De hecho, el empleo asalariado formal ya recuperó su nivel previo a la pandemia, mientras que las categorías menos formales están en dicho proceso (gráfico 8). De acuerdo con el IPN de noviembre, las limitaciones de oferta se evidencian en una amplia gama de sectores, sobre todo en empleos de menor calificación. Según los datos del INE, hay alrededor de un millón de inactivos más que en enero de 2020 y la disposición a trabajar más horas está en mínimos históricos. Si bien la tasa de participación laboral ha reducido la distancia respecto de su nivel previo a la pandemia, las mujeres y las personas mayores de 55 años, así como los menores de 25 años, aún muestran rezagos importantes, fenómeno que también se observa en varias otras economías (gráfico 9).

**La inversión siguió recuperándose en el tercer trimestre, con un dinamismo importante en todas sus líneas.** El componente de maquinaria y equipos mantuvo un crecimiento elevado, especialmente la de uso industrial y vehículos de carga. En la construcción y otras obras ha sido clave la reactivación de proyectos de edificación y de obras de ingeniería relacionadas con la minería. De hecho, según el catastro de la CBC del tercer trimestre, la inversión de 2021 está entre las más altas de los últimos cinco años (gráfico 10).

**El escenario macroeconómico ha estado marcado por el fuerte deterioro de las condiciones financieras locales en el último año. Detrás de este fenómeno hay múltiples factores, dentro de los que destacan el impacto de las liquidaciones masivas de ahorros previsionales y la persistencia de la incertidumbre político-legislativa.** Estos fenómenos, sumados al mayor volumen de emisiones de bonos del Fisco para financiar el aumento del déficit de 2021, han presionado especialmente el mercado de renta fija. Como producto de ello, se ha observado una significativa alza de las tasas de interés de largo plazo, que dobla lo observado en un conjunto de economías comparables. Así, con un alto grado de volatilidad, el rendimiento de los bonos a 10 años en pesos (BTP-10) ha subido del orden de 300pb durante 2021 (gráfico 11). Como se analiza en uno de los recuadros de este Informe, una parte significativa de aumento de las tasas de interés de largo plazo es explicado por una mayor percepción de riesgo (gráfico 12).

**El aumento de las tasas de interés de largo plazo está teniendo un impacto visible para las personas y empresas.** Ha repercutido en la pérdida de valor de los fondos de pensiones más conservadores, en continuos rescates de los fondos mutuos tipo 3 y en el alza del costo de los

créditos hipotecarios y de otros instrumentos de financiamiento de largo plazo. Las tasas de corto plazo también han mostrado alzas importantes en los últimos meses, ligadas al cambio en la orientación de la política monetaria. Este factor, sin embargo, ha tenido una relevancia menor para las tasas de largo plazo.

**La elevada incertidumbre y la mayor percepción de riesgo en torno a la economía chilena ha reducido el apetito por los activos locales y de largo plazo.** En este contexto, la preferencia por activos en moneda extranjera ha ido incrementándose, con una mayor demanda por depósitos y cuentas corrientes en dólares y por instrumentos financieros que invierten en el exterior, un fenómeno que se ha dado transversalmente. Asimismo, han persistido las salidas de capitales financieros de residentes en Chile que se vienen observando desde 2019. De hecho, entre octubre de 2019 y octubre de este año los hogares y empresas acumularon una salida del orden de 30 mil millones de dólares (gráfico 13).

**De este modo, a pesar del alto precio del cobre y del mayor diferencial de tasas, el peso chileno ha tenido una depreciación significativa (de casi 18 por ciento) durante 2021.** Por su parte, el nivel del tipo de cambio real es muy superior a su promedio de las últimas dos décadas (gráfico 14).

**El aumento del costo de fondeo de la banca, unido al mayor grado de incertidumbre respecto de la evolución de la economía, han contraído la oferta de crédito en un contexto en que la demanda también permanece contenida.** La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) y el IPN informan que la incertidumbre respecto del entorno económico y el alza del costo de fondeo de los bancos son los principales motivos detrás de las mayores restricciones para el financiamiento en todas las carteras de colocaciones. Para el segmento de vivienda, en particular, se observa un incremento del pie exigido y el acortamiento de los plazos de crédito, entre otros. La demanda por crédito, por su parte, está contenida, tanto por la elevada liquidez como por la sostenida incertidumbre (gráfico 15). Las proyecciones del escenario central descritas en la siguiente sección recogen el impacto negativo de estos factores en las perspectivas futuras para la inversión.

**En lo externo, si bien la economía mundial sigue recuperándose de los impactos de la pandemia, los datos de los últimos meses han denotado un dinamismo menor que lo esperado.** La actividad del tercer trimestre fue más débil que lo proyectado en las principales economías. Más allá de los vaivenes en el control de la pandemia, la demanda permanece dinámica mientras que la oferta ha denotado crecientes problemas. Estos incluyen disrupciones en las cadenas de suministros derivadas de las restricciones que aún permanecen en pie —algunas se han intensificado en varias economías en lo más reciente—, la mayor escasez y precios de diversas materias primas, y mercados laborales que permanecen estrechos ante la lenta recuperación de la oferta de trabajo (gráfico 16).

**La inflación ha seguido subiendo a nivel global, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, modificando la percepción de transitoriedad del fenómeno inflacionario.** El

sostenido y elevado nivel de la demanda mundial de bienes, ante una oferta cuya capacidad de respuesta sigue estando limitada, ha continuado empujando los precios de distintas materias primas y bienes y servicios clave, como por ejemplo los fletes. En varios países desarrollados se han registrado sorpresas significativas en los datos de los últimos meses, y en algunos de ellos la inflación anual ha alcanzado niveles no registrados desde hace más de una década. Esta tendencia también se ha dado en los países emergentes, especialmente en América Latina (gráfico 17). De todas formas, como comenté en un comienzo, el incremento de la inflación ha sido muy heterogéneo entre países, siendo mayor en economías donde las políticas de estímulos han sido más significativas.

**En este contexto, un creciente número de autoridades monetarias ha anunciado, iniciado o continuado el retiro de los estímulos monetarios.** La Reserva Federal redujo el ritmo de su compra de activos, y declaraciones recientes de sus autoridades han señalado la posibilidad de una aceleración del retiro de los estímulos. Entre los exportadores de materias primas, Noruega y Nueva Zelanda comenzaron a subir tasas en los últimos meses. En América Latina, donde se anotan depreciaciones cambiarias significativas, Colombia ya inició el ciclo de alzas y Brasil y Chile lo aceleraron en los últimos meses. El Banco Central Europeo es uno de los pocos que mantienen su visión de transitoriedad sobre la inflación y su compromiso con la expansividad de sus políticas, en buena medida por un comportamiento menos agresivo de la inflación (gráfico 18).

### **Proyecciones del escenario central**

**El escenario central de proyección considera que la inflación total del IPC se mantendrá en torno a 7 por ciento por algunos meses, para comenzar a descender en el segundo trimestre de 2022 y ubicarse en 3 por ciento dentro del horizonte de política de dos años.** En el corto plazo, la proyección se revisa al alza respecto de septiembre respondiendo al sostenido dinamismo de la actividad y el gasto, la depreciación adicional del peso, el aumento ya registrado de los precios de la energía, las sorpresas de inflación al alza de los últimos meses y el efecto de la indexación. Para la inflación subyacente, se prevé que, hacia el primer semestre de 2022, alcanzará valores algo superiores a 6 por ciento, impulsado por la indexación y el traspaso de la depreciación cambiaria (gráfico 19).

**Hacia el mediano plazo, un supuesto clave para la convergencia de la inflación a la meta es la resolución de los desequilibrios que presenta la economía chilena.** Los antecedentes apuntan a que en el tercer trimestre de 2021 la economía operó ampliamente —del orden de 5 por ciento— por sobre su nivel potencial. En el escenario central, esta brecha se cerrará paulatinamente a partir del primer trimestre de 2022, retornando a niveles en torno a cero entre fines del próximo año y comienzos de 2023 (gráfico 20).

**El cierre de la brecha de actividad supone el término de los programas masivos de transferencias del Fisco motivados por la emergencia sanitaria, así como de los retiros extraordinarios de los fondos de pensiones.** Este escenario también incluye una política monetaria más restrictiva y

supone un retorno de las expectativas de inflación a dos años plazo a la meta de 3 por ciento. Aun así, el escenario central mantiene niveles de incertidumbre por sobre los históricos, lo que incide especialmente sobre la inversión y la creación de empleos.

**En este escenario, se prevé que la economía crecerá entre 11,5 y 12,0 por ciento en 2021.** Este rango se ubica por sobre lo estimado en septiembre (entre 10,5 y 11,5 por ciento), reflejo del mencionado mayor dinamismo de la actividad y del gasto, con revisiones importantes en el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipos.

**Entre 2022 y el 2023 las tasas de expansión anual de la economía tendrán una importante reducción, producto de bases considerablemente más exigentes y de modo coherente con el cambio previsto en el impulso macroeconómico y el cierre de la brecha de actividad.** Así, para 2022 y 2023, se proyecta que la economía crecerá entre 1,5 y 2,5 por ciento, y entre 0,0 y 1,0 por ciento, respectivamente. En esta trayectoria es posible que se registren tasas de expansión trimestral negativas, aunque el nivel de actividad que alcanzará la economía al final del período de proyección será muy similar al que se preveía en los Informes de junio y septiembre (gráfico 21).

**La elevada base de comparación, la extinción de las transferencias fiscales directas, la utilización de la liquidez acumulada en los últimos trimestres, el retiro del impulso monetario y la mayor estrechez de las condiciones financieras llevará a una contracción del consumo privado en los próximos dos años, concentrado en bienes de consumo durable.** En el escenario central, el consumo privado caerá 0,2 por ciento en 2022 y 1,5 por ciento en 2023, explicado por una reducción sustancial del consumo de bienes durables luego de su fuerte acumulación durante 2021.

**La formación bruta de capital fijo también tendrá un débil desempeño en los dos años venideros, comportamiento en el que juegan un rol fundamental las condiciones financieras más estrechas derivadas de los cambios estructurales que se han producido en el mercado de capitales local, lo mismo que la persistencia de una mayor incertidumbre.** El escenario central supone que la inversión se reducirá 2,2 por ciento en 2022, para luego aumentar marginalmente en 2023 (tabla 1). En estas proyecciones, la inversión pública y el arrastre de grandes proyectos no alcanzará a compensar el impacto de la incertidumbre local y las altas tasas de interés de largo plazo sobre otros componentes de la inversión privada. Se agrega el efecto de la depreciación del peso y el magro desempeño de la bolsa, así como las acotadas perspectivas de expansión de la economía local para el próximo bienio. De hecho, diversas fuentes de información indican menores inversiones para los próximos dos años.

**El escenario central supone que la política fiscal se ejecutará de acuerdo con el presupuesto aprobado para 2022 y que en los años siguientes seguirá la trayectoria de convergencia allí delineada.** Esto implica una caída significativa del gasto derivada del término de los programas masivos de transferencias motivados por la emergencia sanitaria. Con ello, el próximo año se producirá una reducción importante del déficit fiscal efectivo y estructural. 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, coherente con las recomendaciones del Consejo Fiscal Autónomo.

**El escenario central considera que hacia fines del horizonte de proyección el TCR seguirá ubicándose por sobre sus promedios de los últimos quince a veinte años.** Desde el IPoM anterior, el tipo de cambio ha vuelto a aumentar, llegando a valores en torno a \$840 por dólar al cierre estadístico de este Informe. Al mismo tiempo, el tipo de cambio real se ubica en torno a 110 en su índice 1986=100. El retorno a niveles históricos de tipo de cambio real se verá limitada por los cambios en el ahorro nacional generado en los últimos dos años, los que harán a la inversión más dependiente del financiamiento externo.

**El escenario central también prevé un menor impulso externo para los próximos dos años.** El crecimiento promedio de los socios comerciales chilenos se reduce a 3,6 por ciento (4 por ciento en septiembre) para el período 2022-2023. Si bien las economías desarrolladas siguen presentando un panorama favorable, en EE.UU. se anticipa una política fiscal y monetaria menos expansiva que la prevista, lo que reduce sus perspectivas de crecimiento. En las economías emergentes, la inflación elevada y una política monetaria menos expansiva anticipan un escenario de menor crecimiento. En China, la incertidumbre sobre la prolongación de los cuellos de botella, la escasez energética y la desaceleración del sector inmobiliario hacen prever un menor dinamismo.

**Los términos de intercambio seguirán elevados, aunque menores que en el IPoM de septiembre.** Esto, con proyecciones para el precio del cobre que no presentan mayores cambios, mientras que las del petróleo son algo mayores: en promedio, US\$3,83 la libra y US\$68 el barril para el 2022-2023 (tabla 2).

### **Escenarios de sensibilidad**

El escenario central se basa en un conjunto de supuestos respecto del entorno económico, el comportamiento de los agentes y la orientación de las políticas. Sobre dichos supuestos, pueden realizarse ejercicios de sensibilidad que, manteniendo el crecimiento del PIB en torno a los rangos previstos, requieren de una acción de política monetaria algo distinta.

**De este modo, existen escenarios donde la evolución del gasto interno podría dar paso a trayectorias que lleven la TPM en direcciones opuestas, marcando los límites inferior y superior del corredor de TPM.** Por un lado, el ajuste del consumo privado desde sus elevados niveles actuales podría tardar más que lo previsto o ser menos intenso, lo que retardaría el cierre de la brecha de actividad generando presiones inflacionarias adicionales. Un escenario de este tipo requeriría de una política monetaria más contractiva, ubicando la TPM en el límite superior del corredor de tasas.

**Por otro lado, tampoco puede descartarse un escenario en que la persistente incertidumbre que ha afectado a la economía chilena en los últimos trimestres provoque un efecto más negativo que el anticipado en el consumo y la inversión.** En esta situación, las presiones inflacionarias de mediano plazo se reducirían, llevando a una política monetaria que retornaría más rápido a niveles en torno a la neutral. Este escenario marca el límite inferior del corredor de TPM.

**Un escenario donde amaine la incertidumbre idiosincrática llevaría a una disminución de las presiones inflacionarias de corto plazo** —las que han estado muy determinadas por la evolución del tipo de cambio—, al tiempo que aumentaría el dinamismo de la actividad en el mediano plazo. En este contexto, es esperable que se requiera una política monetaria menos contractiva que en el escenario central.

**El conjunto de estos escenarios forma el corredor de TPM que se presenta en cada IPoM (gráfico 22).** El actual corredor de tasas se desplaza hacia arriba en comparación con el de septiembre, en respuesta a la mayores presiones inflacionarias acumuladas en los últimos meses. Al mismo tiempo, el corredor se estrecha, dada la necesidad de un alza de tasas más rápida para evitar la acumulación de efectos de segunda vuelta sobre los precios y una persistencia de expectativas por sobre la meta de inflación. De este modo, durante un lapso relevante, el borde inferior del actual corredor se ubica por sobre la TPM neutral nominal para una inflación de 3 por ciento.

### **Escenarios de riesgo**

**Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios de riesgo** en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la reacción de la política monetaria sobrepasaría los límites del corredor para la TPM.

**A nivel interno, el principal riesgo sigue siendo que la evolución de las finanzas públicas no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo.** En una situación como esa, se observarían mayores presiones de gasto que las previstas en el escenario central, junto con un deterioro más significativo del mercado financiero local y del valor del peso. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de un aumento de la TPM por encima de lo que indica el límite superior del corredor, pese a lo cual es posible que la inflación no alcance a converger a la meta de política dentro del horizonte de dos años.

**En lo externo, el principal riesgo se relaciona con la posibilidad de un retiro apresurado de los estímulos monetarios en EE.UU. en medio de la aparente debilidad de la economía china.** Un escenario en el que el panorama inflacionario en EE.UU. se complique podría llevar a la Reserva Federal a retirar los estímulos más agresivamente, deteriorando significativamente las condiciones financieras para las economías emergentes. Sus efectos negativos podrían amplificarse por la debilidad que ha mostrado recientemente la economía china y los problemas financieros en algunas de sus grandes empresas. Un escenario como este agravaría los efectos negativos en la demanda externa y en el precio de las materias primas, llevando a una caída de la actividad que

rápidamente volvería negativa la brecha de actividad. En un escenario como ese, la TPM podría ubicarse por debajo del límite inferior del corredor.

### **Orientación de la política monetaria**

**En sus Reuniones de octubre y diciembre el Consejo realizó un ajuste de la TPM más rápido que el previsto en el escenario central del IPoM de septiembre, respondiendo al aumento de los riesgos para la convergencia de la inflación a la meta.** Por un lado, la demanda interna ha mostrado un dinamismo muy elevado, que ha llevado a que la brecha de actividad, después de cerrarse más rápidamente hacia mediados de año, se ubique en niveles mucho más positivos que lo esperado en la segunda mitad de este y principios del próximo. Por otro lado, los datos de inflación efectiva sorprendieron al alza durante varios meses, con expectativas de mercado que han aumentado tanto a corto como mediano plazo. De hecho, a dos años plazo, las expectativas que se miden en las encuestas y las que se miden en los precios de los activos financieros se ubican por sobre 3 por ciento. Se agrega el deterioro del mercado de capitales nacional y la persistente incertidumbre observada durante este año, lo que ha provocado una depreciación significativa del peso.

**Las proyecciones de este IPoM consideran que la economía requiere de un ajuste del gasto en 2022 y 2023 para deshacer los desequilibrios incubados en el último tiempo. La política monetaria cooperará en esto, llevando la TPM a un nivel superior al señalado en el IPoM de septiembre.** En el escenario central, el Consejo estima que la TPM seguirá aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su nivel neutral nominal —aquel que es coherente con la meta de inflación de 3 por ciento— durante gran parte del horizonte de política monetaria. Con ello la brecha de actividad se cerrará gradualmente, colaborando a que la dinámica inflacionaria reciente no tenga un impacto persistente sobre el proceso de formación de precios. La convergencia de la inflación a la meta es importante no solo para el cumplimiento del mandato del Banco Central, sino también para aliviar la situación económica de los hogares, que ya sufrieron previamente el impacto de la crisis del Covid-19.

**Aunque el ajuste requerido puede generar cifras negativas de variación trimestral desestacionalizada en algún punto de los próximos dos años, debe destacarse que el nivel de actividad se ubicará durante buena parte de 2022 por encima de lo proyectado en septiembre** (gráfico 20). Asimismo, el ajuste más importante del gasto se producirá en el consumo de bienes durables, compensando la fuerte acumulación que tuvieron en 2021. La probabilidad de caídas de actividad podría amainar significativamente si se reduce la incertidumbre y las presiones sobre el mercado de capitales.

**Durante los últimos meses, varios indicadores de expectativas muestran que los agentes de mercado esperan que la inflación se ubique por sobre 3 por ciento a fines del horizonte de política monetaria de dos años, en contraposición con la meta inflacionaria del Banco Central.** Hasta ahora, no hay evidencia de que esto esté influyendo sobre la dinámica de la inflación, lo

que, unido a la significativa desaceleración prevista para la economía y una política monetaria que responde a los cambios de escenario, es suficiente para garantizar la convergencia de la inflación dentro de los próximos dos años. No obstante, en un escenario donde las expectativas de inflación se mantengan elevadas y dificulten la convergencia de la inflación en el horizonte de política serán necesarias mayores alzas de la TPM en el corto plazo.

En todo caso, como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación.

## **Reflexiones finales**

Estimada Presidenta, Senadoras y Senadores,

La presentación de este IPoM es la primera actividad pública que llevo a cabo como en el marco del segundo período que ejerceré como Presidente del Banco Central de Chile, luego de la designación con la que me honrara el Presidente de la República. Representa, por tanto, una oportunidad para hacer algunas reflexiones sobre los desafíos que me tocó enfrentar junto al Consejo y el Staff del Banco durante los cinco años de mi primer mandato y los nuevos retos que se vislumbran a futuro.

Los cinco años que acaban de culminar han sido inusualmente intensos, tanto por el contenido como por el entorno en que se ha desarrollado el trabajo del Banco.

En lo que respecta al contenido, es evidente que en los últimos dos años hemos enfrentado tres crisis superpuestas que, habiéndose originado en factores no económicos, han afectado a la actividad económica, el sistema financiero y los precios a una escala y en una secuencia inédita. Esto nos impulsó a dar, desde un comienzo, respuestas igualmente inéditas. Gracias a su autonomía institucional, el Banco Central de Chile fue el primero en responder a los *shocks* que sufrió la economía, articulando en el conjunto del período, cerca de 25 medidas orientadas a amortiguar su impacto, evitar su propagación a otros ámbitos y facilitar la recuperación posterior.

Una actualización del estudio que presentamos en el IPoM de septiembre indica que las medidas de estímulo al crédito, articuladas en conjunto con el Ministerio de Hacienda y la CMF, fueron las que más contribuyeron a mitigar el impacto de la crisis del Covid-19 sobre la economía en 2020 y los primeros tres trimestres de 2021 (tabla 3). Esto último habla también de la importancia de una acción coherente y coordinada de la política monetaria, la política fiscal y la regulación financiera cuando la economía enfrenta circunstancias inusualmente adversas.

Es importante resaltar, sin embargo, que estas crisis y consecuentes efectos, no solo demandaron una respuesta del Banco en el ámbito macroeconómico y financiero, sino que se extendieron a todos los ámbitos de nuestro quehacer institucional. Es así como, junto con operacionalizar

muchas de las medidas mediante intervenciones en mercados específicos, también debimos responder a un aumento significativo de la demanda por efectivo, a la necesidad de generar datos en tiempo real para la toma de decisiones, e informar con mayor claridad a la ciudadanía y los mercados sobre la situación de la economía en momentos de gran incertidumbre.

En lo que respecta a las condiciones en que se desarrolló este trabajo, como muchas otras instituciones y organizaciones, nos vimos afectados por las restricciones sanitarias adoptadas para controlar la pandemia. En particular, las cuarentenas para la comuna de Santiago, que totalizaron el equivalente a siete meses y medio, obligaron a que, durante buena parte de los últimos dos años, el Banco Central operara desde los hogares de funcionarias y funcionarios distribuidos por toda la ciudad y aún fuera de ella, y no desde su edificio institucional. El teletrabajo de 700 personas, desempeñando las funciones regulares y adicionales fue posible gracias a un extraordinario apoyo del área de informática y de la de gestión de recursos humanos.

Aunque es casi inevitable fijar la atención en los desafíos que impuso la crisis, el trabajo de los últimos cinco años no comenzó ni terminó con ésta. Durante los años previos al estallido social, debimos lidiar con una economía con bajo crecimiento, riesgos deflacionarios, conflictos comerciales globales y la necesidad de fortalecer el sistema bancario. Del mismo modo, las exigencias de la población en materia de información y medios de pago, así como el avance tecnológico no se detuvieron durante la crisis, y demandaron respuestas concretas del Banco Central.

¿Cómo pudo la Institución hacerse cargo de los desafíos inmediatos de la crisis, el seguimiento de problemas previos y el avance paralelo de la sociedad y la tecnología?

En primer lugar, contamos con una carta de navegación clara –el Plan Estratégico 2018-2022. Como lo he destacado en otras oportunidades en esta instancia, éste se preparó con participación de todos los estamentos del Banco y considerando las percepciones de nuestros principales grupos de referencia, con el propósito materializar una visión de cómo éste podría fortalecer la confianza de la ciudadanía en un contexto de cambios acelerados. Esto nos dio la disposición y los instrumentos para adaptarnos rápidamente a cambios disruptivos del escenario del país, respondiendo de manera oportuna y efectiva a una crisis inédita, sin por ello abandonar tareas de más largo plazo.

En segundo lugar, fortalecimos nuestra capacidad para actuar en equipo. Durante este tiempo hemos contado con un Consejo estable y comprometido, que ha sido capaz de incorporar y promover nuevas visiones, siempre centrados en nuestros mandatos y facultades. La cooperación y la cohesión también se han fortalecido con los cambios en la estructura organizacional adoptados en 2018, que generaron una sólida línea de gerencias divisionales que abarcan tanto las áreas económicas, como las de apoyo, relacionadas con las operaciones, tesorería, tecnología, comunicaciones y recursos humanos. Esto fue especialmente oportuno en un momento en que el Banco Central ha sido demandado en todas las dimensiones de su quehacer.

Tercero, nunca perdimos de vista que el principal activo del Banco son las personas que allí se desempeñan. En el curso de la crisis, intensificamos el diálogo interno y el intercambio con expertos en temas más lejanos a nuestras competencias. Cuando ello ya no fue posible de modo presencial, recurrimos a la tecnología, la que también nos ayudó a mantener conectados a los equipos de trabajo. De esta manera, intensificando y adecuando los medios para vincularnos y comunicarnos, procuramos que en el curso de la pandemia nadie se sintiera solo, desamparado o impotente frente a lo que ocurría en el país.

Hoy puedo decir con legítimo orgullo que hemos estado a la altura de las circunstancias. Hemos liderado las acciones para contener el impacto de la crisis. Hemos fortalecido la confianza en la institución en una época de cuestionamientos. Hemos mantenido unido y motivado al equipo de trabajo. Esto se ha reflejado en diversas evaluaciones externas, así como en reconocimientos personales e institucionales<sup>1</sup>. Pero lo más importante para nosotros, es el significativo aumento del conocimiento del Banco entre la ciudadanía. Es así como una encuesta realizada este año, revela que la proporción de las personas que ha escuchado hablar o conoce al Banco se elevó desde 54 a 90 por ciento entre 2017 y 2021 (gráfico 23).

El que el Banco vaya a enfrentar los próximos cuatro años con el mismo Presidente de los cinco previos puede sugerir la idea de continuidad sin mayores cambios, pero sería equívoco. Los cambios en el entorno seguirán siendo muy importantes, y el Banco deberá ser capaz de adecuarse a ellos, incluso desde posiciones de liderazgo. Responder a la confianza que ha depositado la ciudadanía en la institución —y sostener dicha confianza en el tiempo— obliga a estar preparados para adaptarnos a escenarios que mutan de manera acelerada y muchas veces sorpresiva.

Los desafíos vendrán en primer lugar de la propia economía. Aún resta mucho para que el país se recupere plenamente de la crisis y alcance un nuevo equilibrio que considere las transformaciones estructurales que se han producido en los últimos años, por una parte, así como aquellas que pueden impulsar las nuevas autoridades políticas que asumirán en marzo próximo. En este contexto, el Banco Central de Chile tiene aún una tarea muy relevante: la de controlar las presiones inflacionarias de un modo que facilite —y no entorpezca— el pleno reacomodo de la economía.

Una segunda fuente de cambios está dada por el proceso constitucional en marcha. En nuestra comparecencia a la Comisión sobre Sistemas de Justicia, Órganos Autónomos de Control y

---

<sup>1/</sup> Durante 2021 se publicaron dos evaluaciones relevantes para el Banco: la revisión de prácticas institucionales de transparencia basadas en el Código de Transparencia de Bancos Centrales del Fondo Monetario Internacional (FMI), y la Evaluación de la Estabilidad del Sistema Financiero de Chile, programa desarrollado en conjunto por el FMI y el Banco Mundial, ambas con retroalimentación muy positiva para el Banco y recomendaciones de mejora que ya se están implementando. Asimismo, la Institución se ubicó en el lugar 10 entre las mejores empresas para trabajar en Chile en el ranking Great Place to Work (GPTW). Al mismo tiempo, ocupó el 5° lugar entre las entidades que promueven y potencian el empleo femenino en el GPTW Mujeres. Por último, se ubicó sobre *benchmark* para organizaciones en Chile en el Barómetro de Valores de la Fundación Generación Empresarial.

Reforma Constitucional de la Convención Constitucional, instancia que está abordando el tema del Banco Central, planteamos que nuestra aspiración era contar con el mejor marco institucional futuro, habiendo oportunidades de perfeccionamiento respecto de la normativa actual. Para aportar a la discusión, entregamos a la comisión un dossier con 10 documentos, varios de los cuales corresponden a análisis comparados respecto de otros bancos centrales en el mundo en temas como mandatos institucionales, dimensiones de la autonomía, facultades, rendición de cuentas y coordinación con el gobierno. Una vez que la normativa para el Banco Central sea aprobada junto con el resto del nuevo texto constitucional, todavía quedará la tarea de adecuar la Ley Orgánica, incluyendo materias que la Convención haya considerado propias de ésta.

En tercer lugar, la evolución que está teniendo la economía digital demandará respuestas y el liderazgo del Banco Central, en particular en lo referido a medios de pago. Así, por ejemplo, será importante la seguridad, rapidez e interoperabilidad de los medios de pago digitales minoristas, incorporados al denominado modelo de 4 partes. El Banco también deberá hacerse cargo de las implicancias que se deriven de la eventual aprobación de la Ley Fintech, entre las cuales destaca especialmente la regulación de las llamadas *stablecoins*, o monedas digitales con respaldo de capital. Por último, la Institución deberá tomar una posición respecto de la necesidad y condiciones para la emisión de su propia moneda digital. Todos estos temas, algunos de los cuales ya están en desarrollo y organizados en torno a lo que hemos denominado Agenda Digital del Banco Central, serán abordados en un documento de posición institucional (*White Paper*), que será publicado en marzo próximo.

En cuarto lugar, el Banco deberá asumir en plenitud los desafíos que el cambio climático y la evolución de los ecosistemas representan para la economía. Aunque estos desafíos pueden ser abordados dentro del mandato, facultades y competencias actuales del Banco, es evidente que, para ser más eficaces, será necesario focalizarse en las dimensiones donde agregue mayor valor y pueda complementar el trabajo de otras instituciones. Para esto, el Banco ya se ha incorporado a la Red Mundial de Reguladores para las Finanzas Verdes (NGFS) y al Comité de Capital Natural formado por el Ministerio del Medio Ambiente de Chile. Del mismo modo, se ha iniciado el trabajo para generar regularmente cuentas de emisiones de carbono y estimar el capital natural de Chile.

Por último, existen muchos temas en los que, pese a avances importantes, el trabajo no está aún completo. Entre ellos destaca el fortalecimiento de los vínculos del Banco con la sociedad y los grupos de mayor relevancia para la institución, el enriquecimiento del vínculo con todas las regiones del país, y la promoción de la diversidad en todos los estamentos y niveles de la organización.

Todos estos temas, y algunos otros, se verán reflejados en el Plan Estratégico 2023-2027, el que se elaborará en el transcurso del próximo año. Este trabajo seguirá estando motivado por hacer del Banco Central de Chile una institución confiable para las chilenas y chilenos, reforzando su carácter como entidad clave para el desarrollo del país y ejerciendo nuestra autonomía con responsabilidad, juicio y creatividad al servicio de una mejor calidad de vida.

Senadoras y senadores,

Esta ocasión es especial no solo por los temas que acabo de comentar, sino porque esta es la última presentación de un IPoM a la que asistirán dos destacados participantes de la última década. Me refiero, en primer lugar, a nuestro Vicepresidente, Joaquín Vial, quien a comienzos del próximo mes de febrero completa su período como Consejero. Será reemplazado por Luis Felipe Céspedes, cuya nominación fue recientemente ratificada por el Senado. En segundo lugar, esta será también la última presentación del IPoM en la que participará el Senador Carlos Montes.

Independiente de su distinta ubicación en esta mesa, ambos son portadores de una extensa carrera de compromiso con las buenas políticas públicas, en la que han hecho grandes aportes al país. Con Joaquín nos hemos encontrado muchas veces, alternando primero en la Dirección de Presupuestos y luego coincidiendo en el Consejo del Banco Central. Con Carlos me ha tocado interactuar en el proceso legislativo durante 32 años, generalmente en las Comisiones de Hacienda de la Cámara de Diputados y del Senado, donde siempre lo he encontrado buscando y alentando a ir más lejos, exigiendo más a la imaginación, el análisis y la capacidad. La prudencia de Joaquín y la ambición de Carlos son dos atributos, aparentemente contradictorios, que sin embargo han contribuido a mejorar las políticas públicas en nuestro país. En lo personal, quiero decirles que los voy a echar de menos en esta instancia, pero que no me cabe duda de que nos encontraremos en otras, como ya ha ocurrido antes.

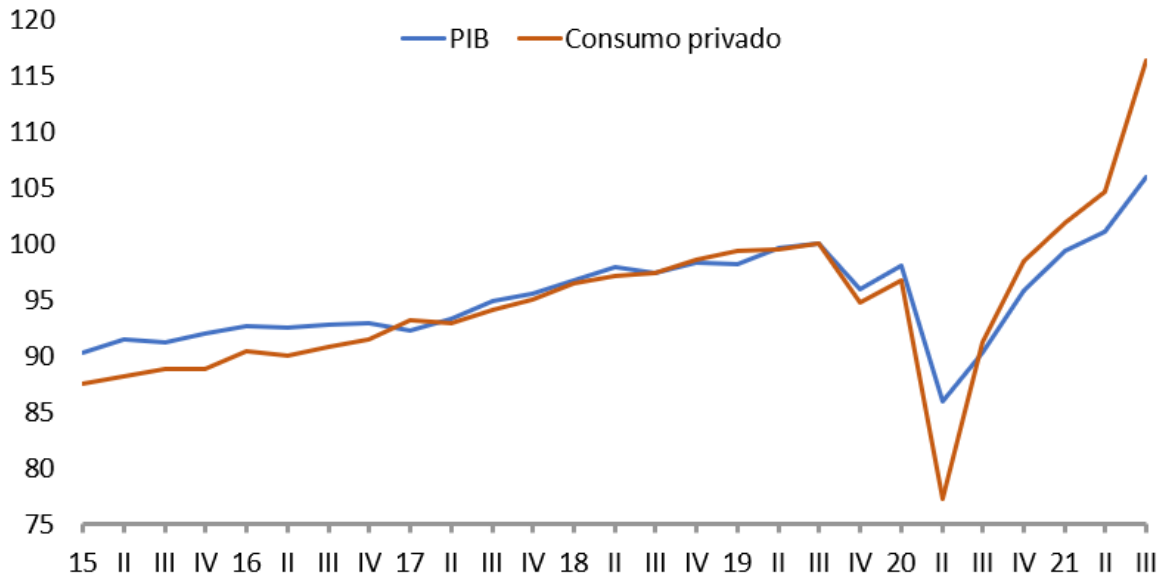
Muchas gracias por su atención y ahora quedamos atentos a escuchar sus comentarios y responder sus preguntas.



Gráfico 1

**PIB y consumo privado**

(niveles desestacionalizados, 2019.III=100)

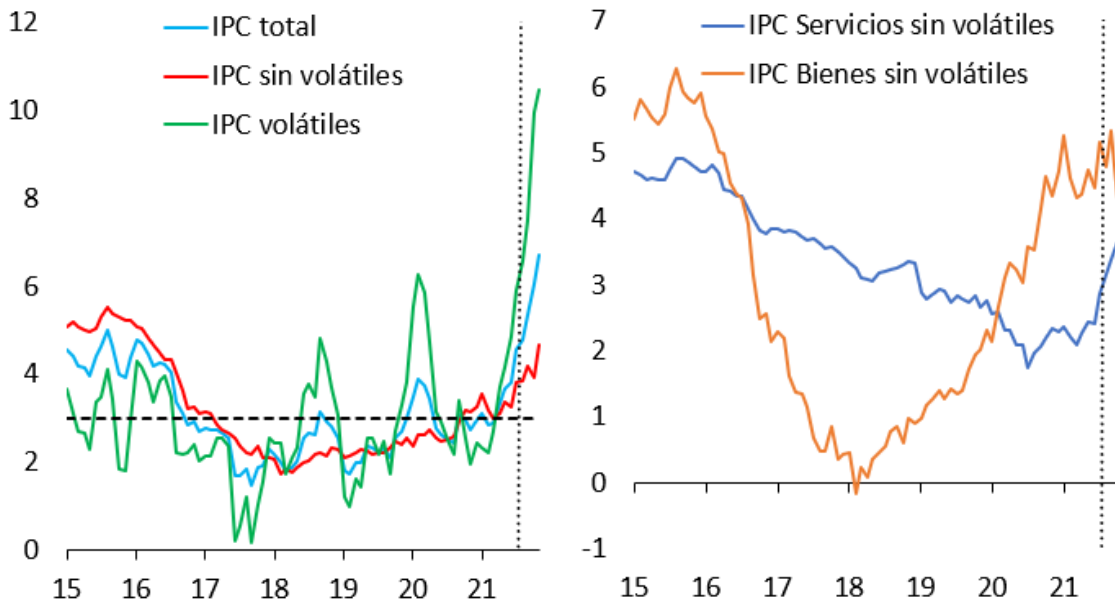


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

**Indicadores de inflación (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)



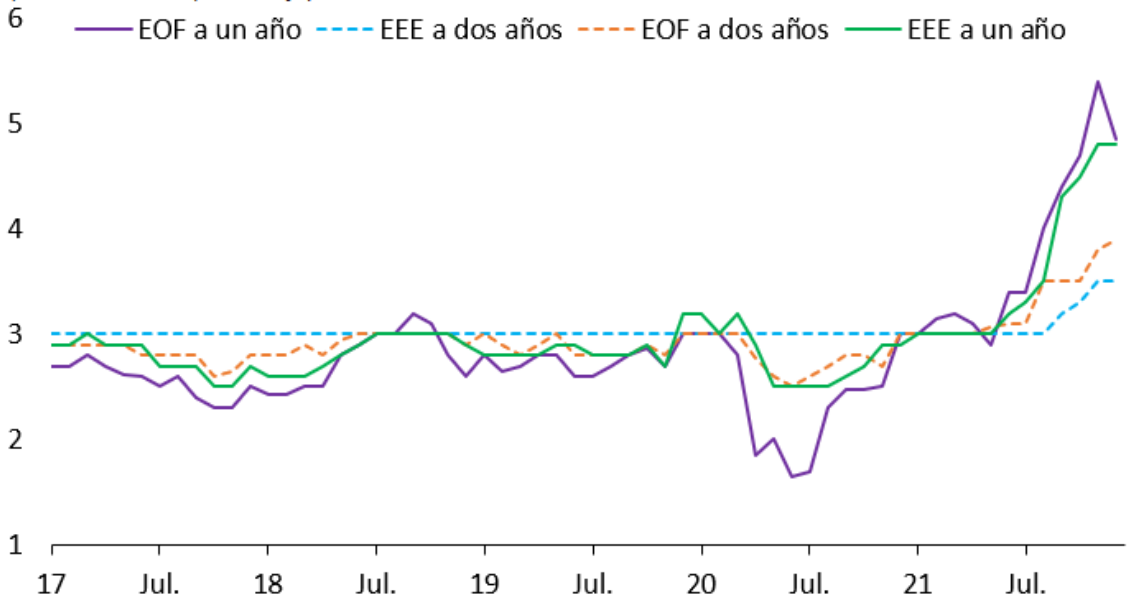
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2021. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone (2019) y Glosario económico.

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

Gráfico 3

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

(variación anual, porcentaje)



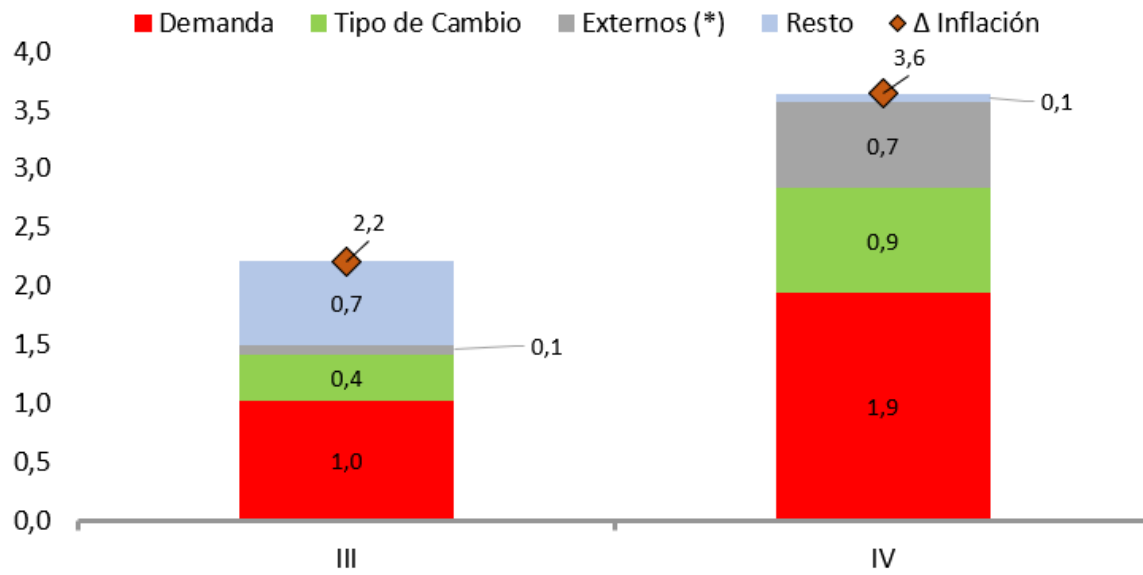
(\*) En el caso de la EOF, considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de diciembre. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

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

(datos trimestrales, puntos porcentuales)



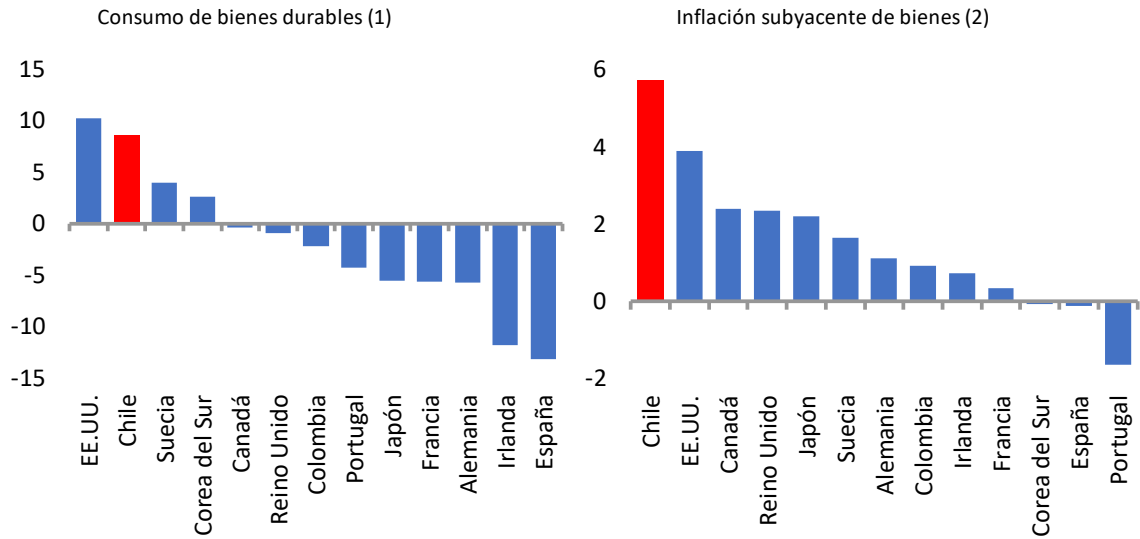
(\*) Externos incluye precios de petróleo y cobre, actividad de socios comerciales y otros factores externos.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Gráfico 5

### Desvío del consumo y de la inflación de bienes respecto de su promedio histórico

(puntos porcentuales)



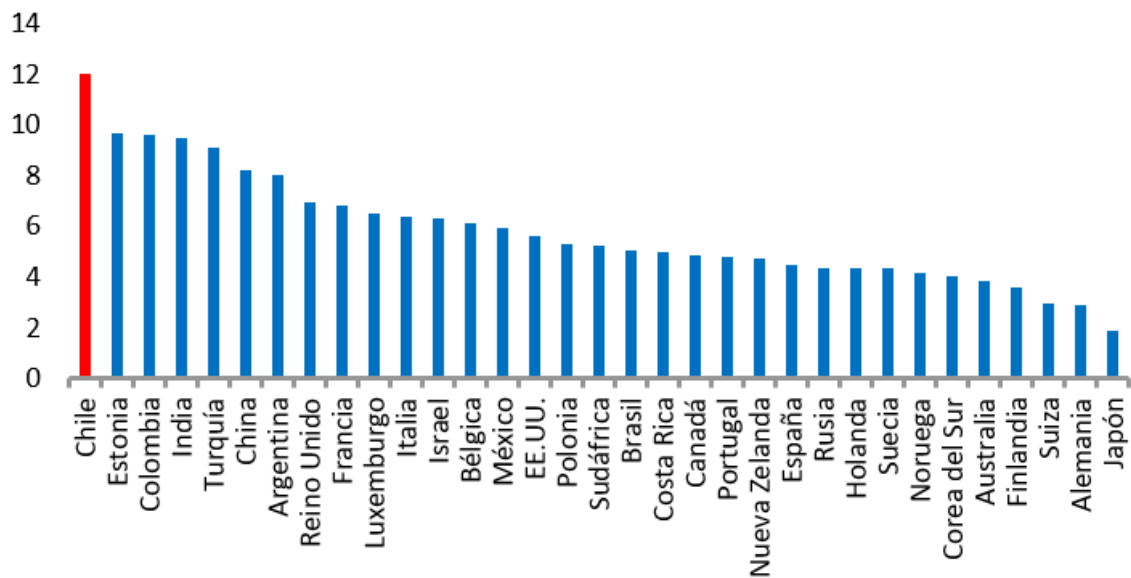
(1) Muestra el desvío del crecimiento anual del consumo entre el primer semestre del 2019 y del 2021 respecto del crecimiento anual promedio entre 1998 y 2021. (2) En base a Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk (2021). El gráfico muestra el desvío del crecimiento anual de precios entre el tercer trimestre del 2019 y del 2021 respecto del crecimiento anual promedio entre 1998 y 2021.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, DANE y OCDE data ilibrary .

Gráfico 6

**Proyección de crecimiento para 2021**

(variación anual, porcentaje)

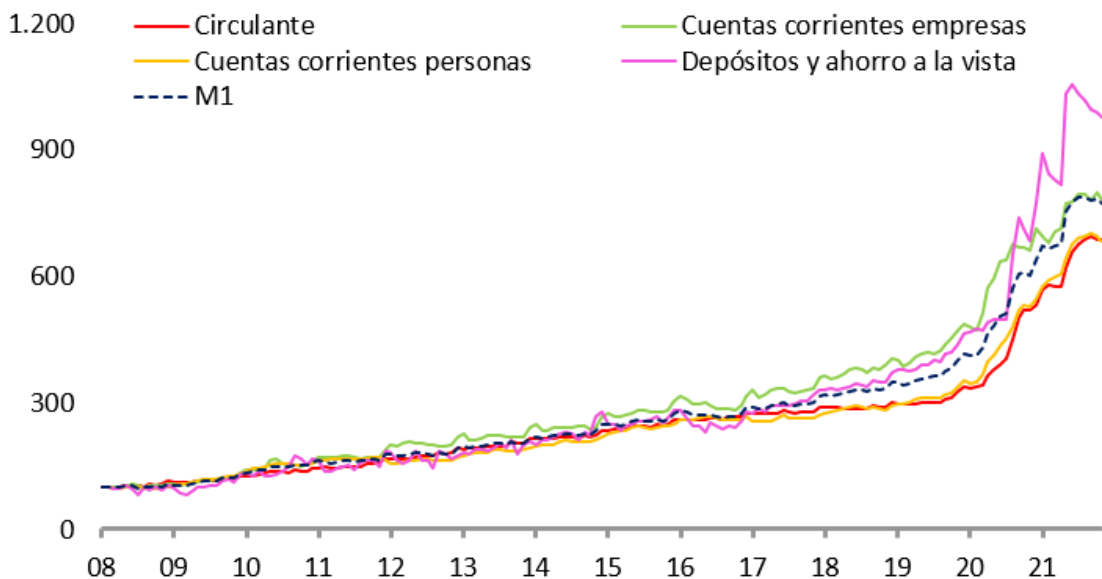


Fuente: OCDE.

Gráfico 7

**M1 y sus componentes (promedios)**

(índice enero 2008=100)

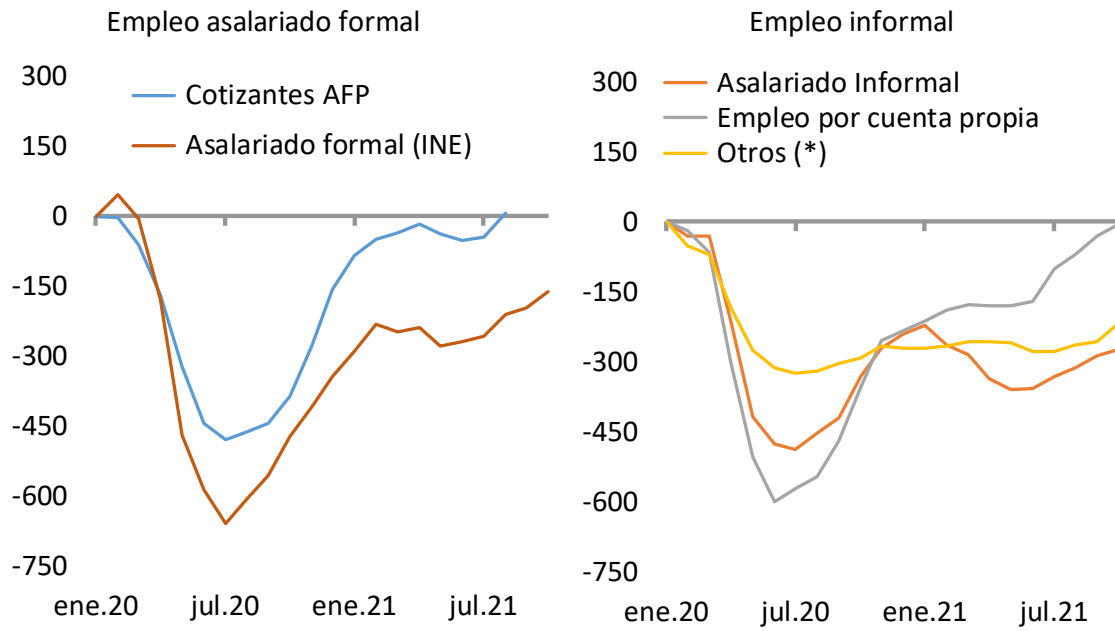


Fuente: Banco Central de Chile.

## Gráfico 8

### Empleo por categorías ocupacionales

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



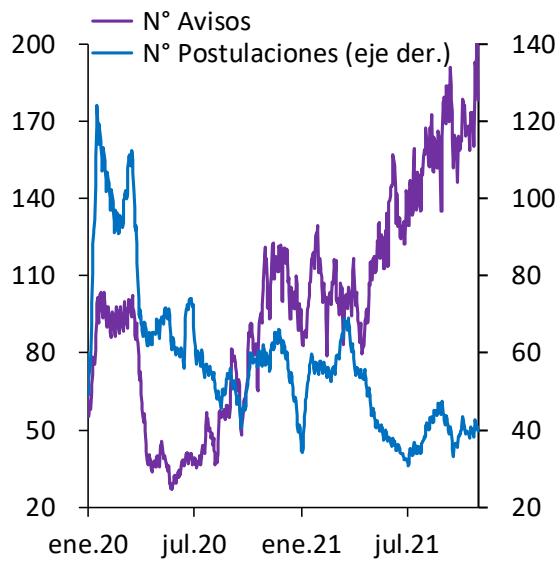
(\*) Corresponde a la suma de servicio doméstico, empleadores y familiar no remunerado.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

Gráfico 9

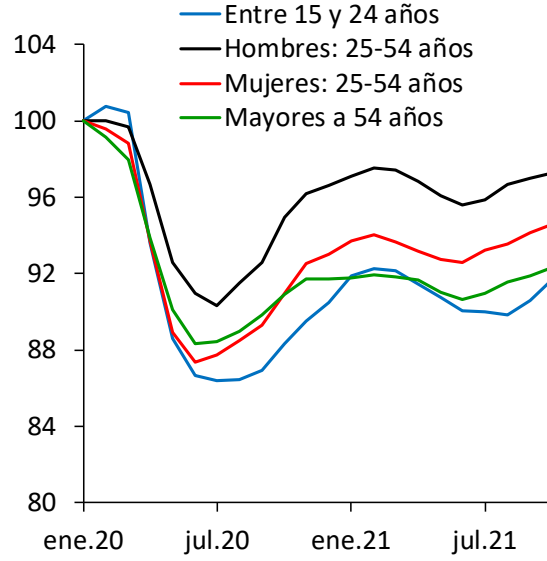
**Avisos laborales y postulaciones internet (\*)**

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



**Tasa de participación por grupo**

(índice enero 2020 = 100)



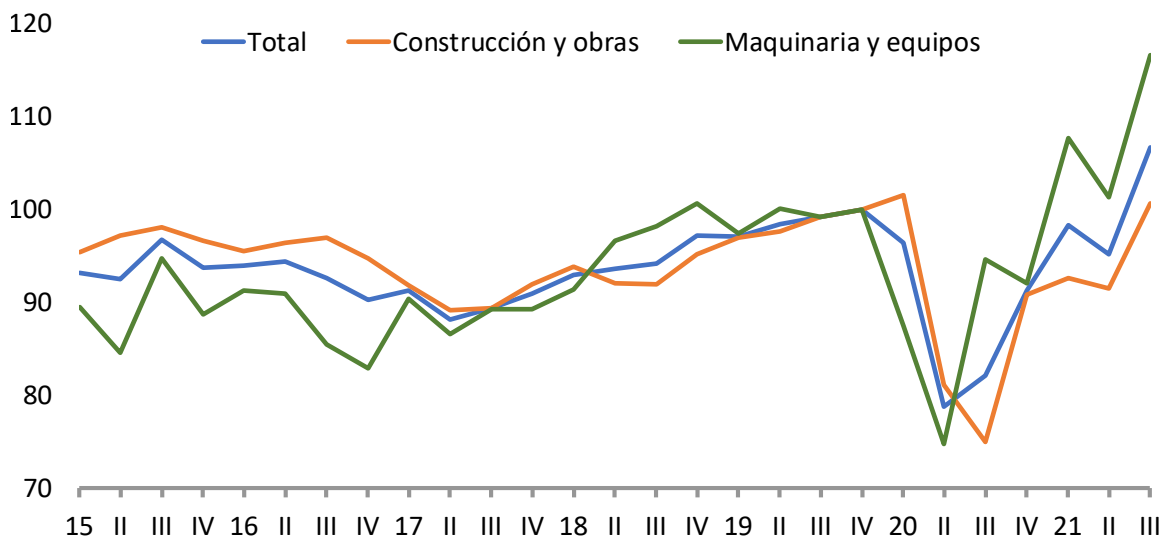
(\*) Información del Sistema de Análisis de Bolsas de Empleo, Observatorio Laboral SENCE. Los índices fueron contruidos en base a información de [trabajando.com](http://trabajando.com) y [laborum.cl](http://laborum.cl) con cobertura nacional. El número de avisos corresponde a la cantidad de avisos publicados por empresas y el número de postulaciones a la cantidad de postulaciones totales realizadas por los postulantes. Último dato disponible al 31 de octubre.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Observatorio Laboral SENCE y Sistema de Análisis de Bolsas de Empleo.

Gráfico 10

**Formación bruta de capital fijo**

(nivel desestacionalizado, 2019.III=100)

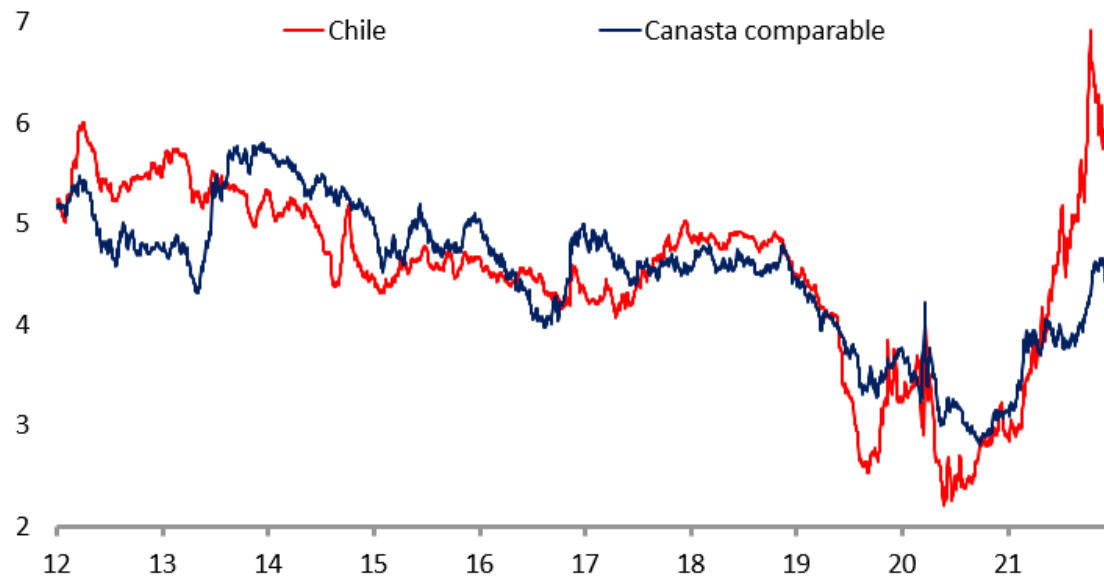


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11

**Tasa cero BTP-10 respecto de economías comparables (1) (2)**

(porcentaje)



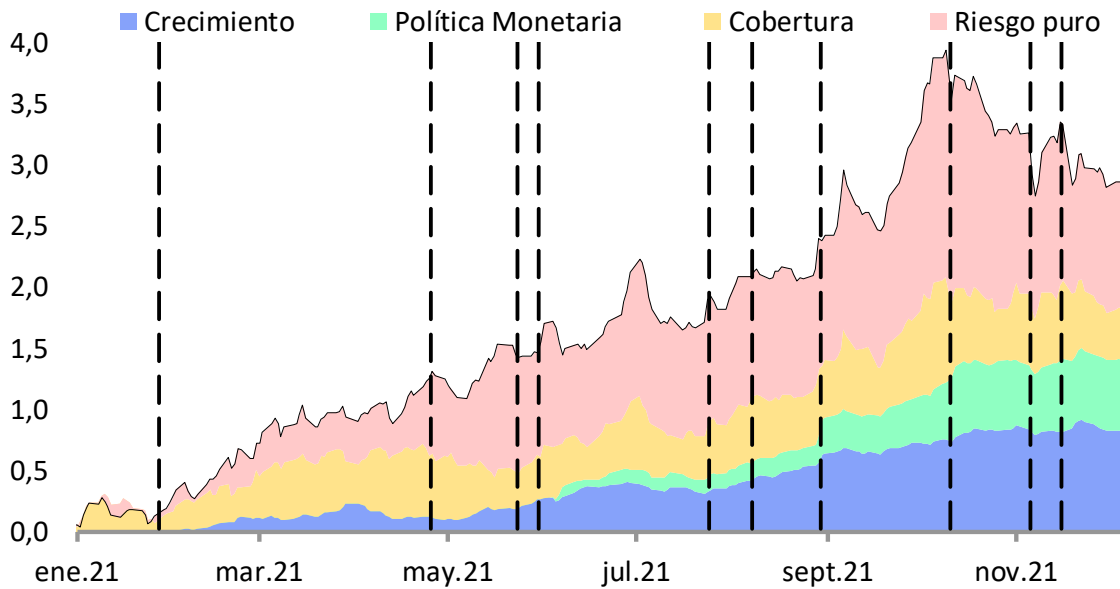
(1) Para todos los países se consideran las tasas de interés de bonos cero cupón, las cuales corrigen las tasas de mercado del pago de cupones de los bonos. (2) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con la tasa de interés de Chile. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y RiskAmerica.



## Gráfico 12

### Descomposición estructural de la tasa cero BTP a 10 años (1) (2)

(diferencia respecto del 30 de diciembre del 2020, puntos base)

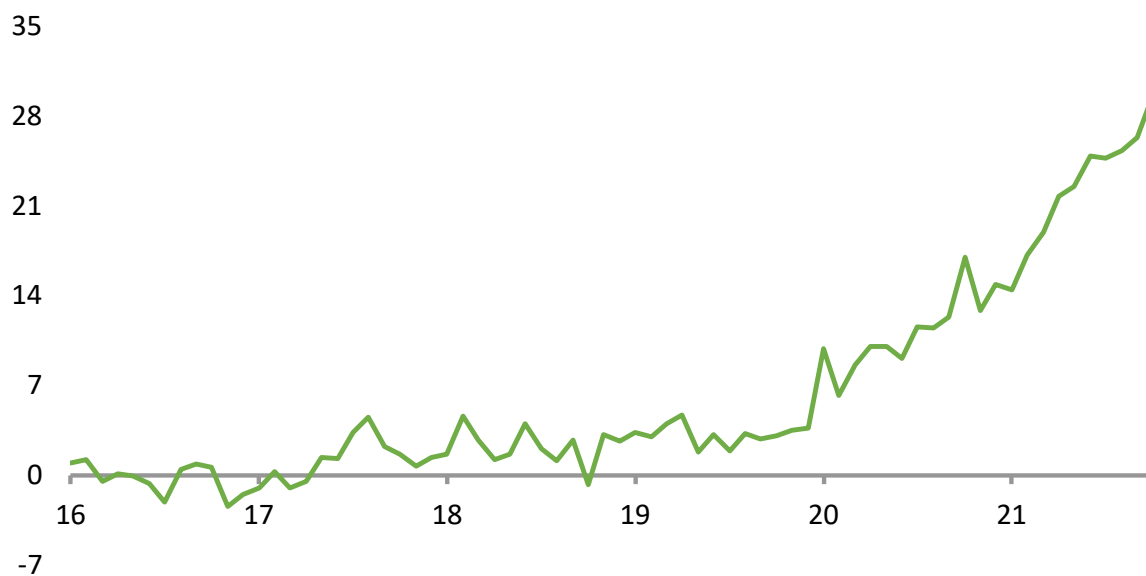


(1) Descomposición estructural en base a Cieslak y Pang (2021). (2) Líneas verticales de izquierda a derecha indican los siguientes eventos ocurridos durante el 2021: inicio discusión tercer retiro (29-ene.), fallo Tribunal Constitucional asociado al tercer retiro de fondos previsionales (28-abr.), propuesta de gobierno de “mínimos comunes” (26-may.), ingreso de Proyectos de Ley asociados al retiro del 100% de ahorros previsionales (2-jun.), programación de inicio discusión del Proyecto de Ley asociado al cuarto retiro de fondos previsionales (27-jul.), anuncio extensión IFE y subsidio al empleo (10-ago.), publicación del IPoM de Septiembre (1-sep.), RPM de Octubre (13-oct.), rechazo en la cámara del Senado del cuarto retiro (8-nov.) y elecciones (18-nov.). Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

### Gráfico 13

#### Activos en el exterior de empresas y hogares (\*)

(miles de millones de dólares)



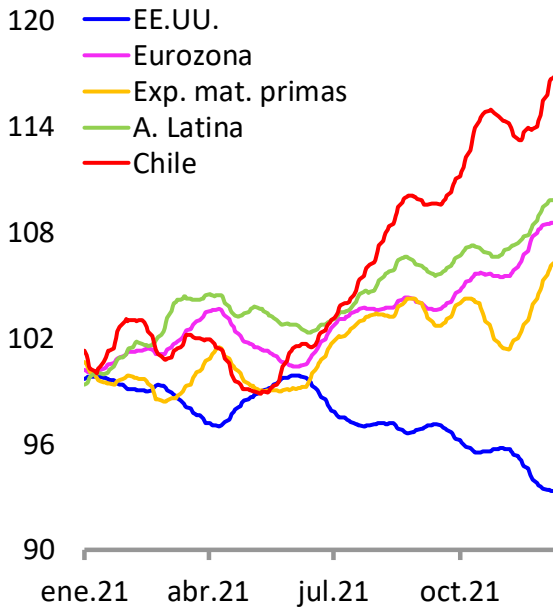
(\*) Suma móvil de 24 meses. Excluye flujos de inversión extranjera directa.

Fuentes: Banco Central de Chile y Comisión para el Mercado Financiero.

## Gráfico 14

### Monedas (1)

(índice 4 de enero 2021=100)



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

(índice promedio 1986=100)

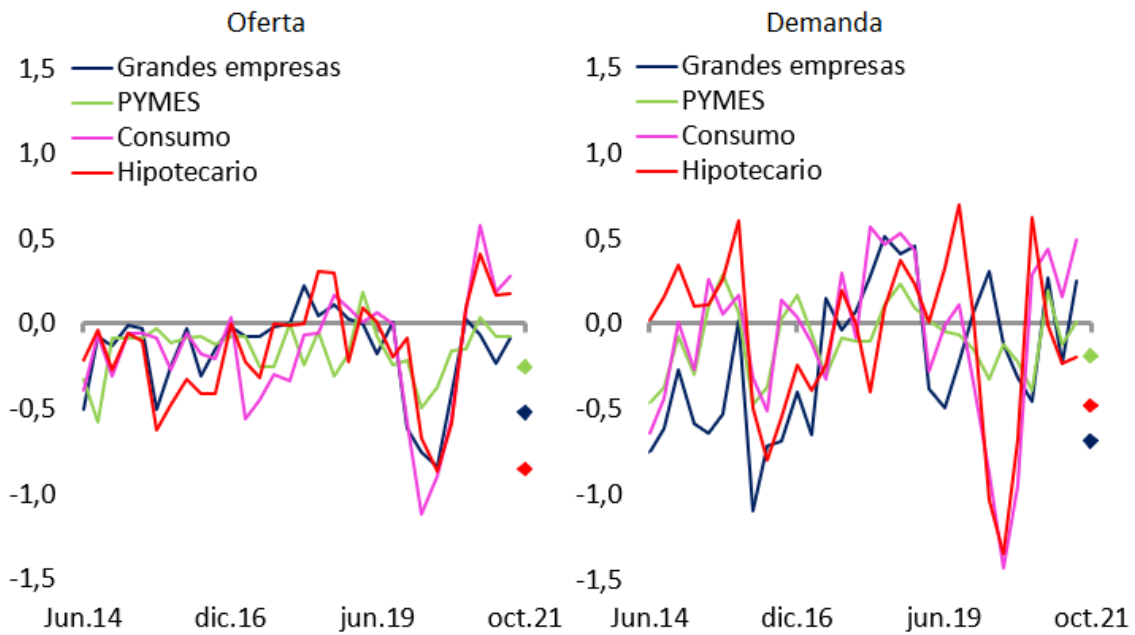


(1) Promedios de 15 días móviles para cada serie. Para América Latina considera el promedio simple entre los índices de Brasil, Colombia, México y Perú, mientras que, para exportadores de materias primas, el promedio simple entre los índices de Australia y Nueva Zelanda. (2) Datos de TCR para noviembre y diciembre del 2021 corresponden al promedio preliminar del mes y de los datos disponibles al cierre estadístico, 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.

Gráfico 15

**Encuesta de Crédito Bancario: condiciones de crédito (\*)**

(índice)



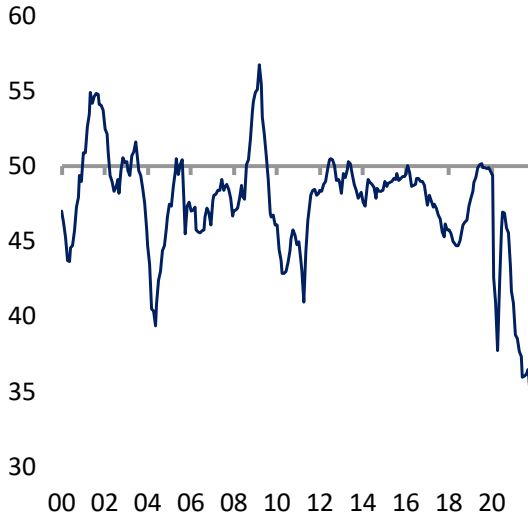
(\*) Porcentaje neto de respuestas ponderadas por participación del banco en el segmento. Los rombos corresponden a resultados del sondeo especial de octubre.

Fuente: Banco Central de Chile.

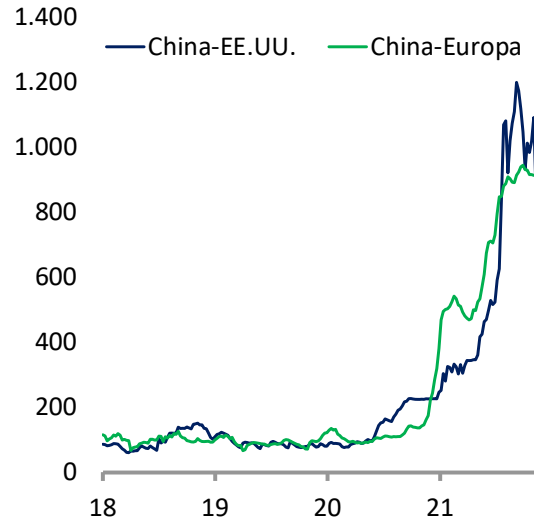
Gráfico 16

**Cuellos de botella**

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



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



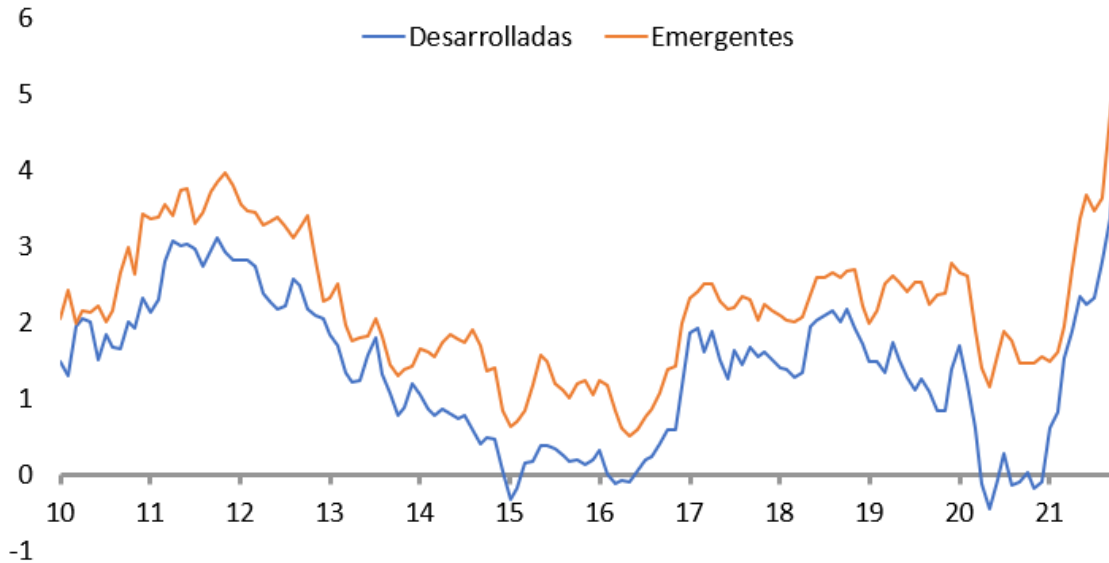
(1) Corresponde al PMI global de manufactura. Una caída del índice significa una extensión de los tiempos de entrega de los proveedores y viceversa. (2) Tarifa por transportar un container de 40 pies en las rutas respectivas.

Fuentes: Bloomberg, IHS Markit y JP Morgan.

Gráfico 17

**Inflación mundial (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)



(1) En base a Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk (2021). (2) Corresponde a la mediana de cada grupo de países. Fuente: Banco Central de Chile en base a datos oficiales de cada país.

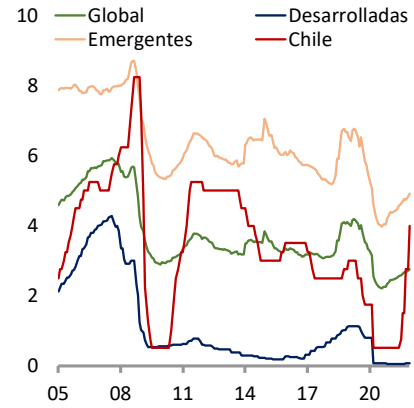
Gráfico 18

**Tasas de política monetaria**

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

	TPM actual	Variación acumulada desde enero 2021	Variación esperada 2022
Brasil	9,25	725	175
Chile	4,00	350	175
República Checa	2,75	250	50
Perú	2,50	225	50
Hungría	2,40	180	100
Polonia	1,75	165	75
México	5,00	75	100
Colombia	2,50	75	250
Nueva Zelanda	0,75	50	100
Noruega	0,25	25	100

b) Tasas de política monetaria (\*) (porcentaje)



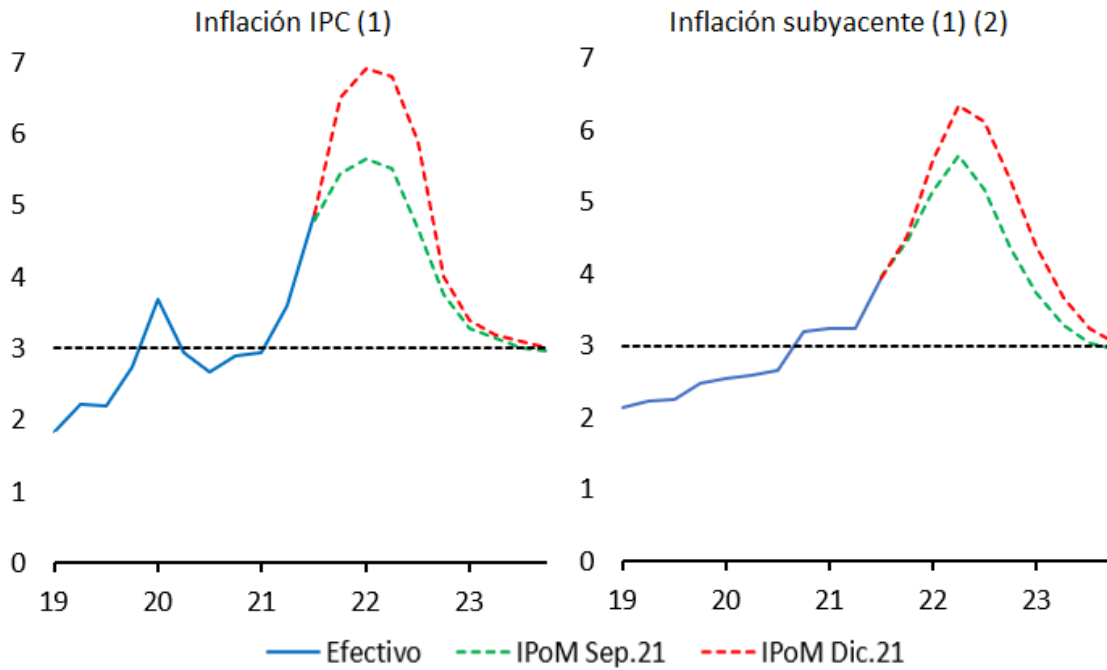
(\*) Para economías desarrolladas y emergentes, tasas ponderadas por PIB a PPP de cada país.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, BPI y FMI.

Gráfico 19

**Proyección de inflación**

(variación anual, porcentaje)

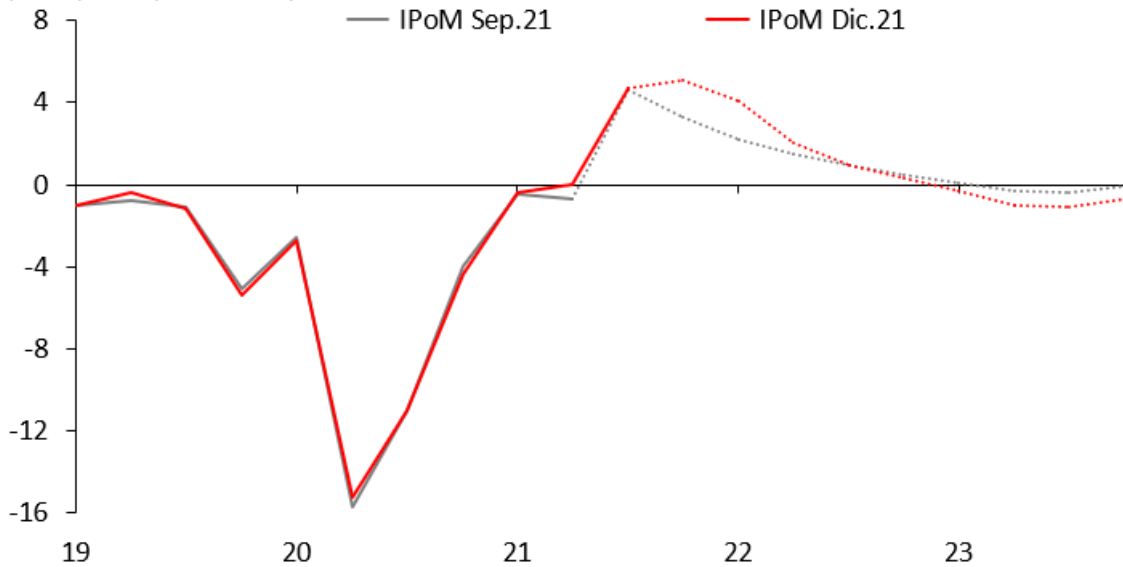


(1) Líneas segmentadas corresponden a la proyección en el respectivo IPoM. (2) Medida por el IPC sin volátiles. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 20

**Brechas de actividad (1) (2)**

(nivel, puntos porcentuales)

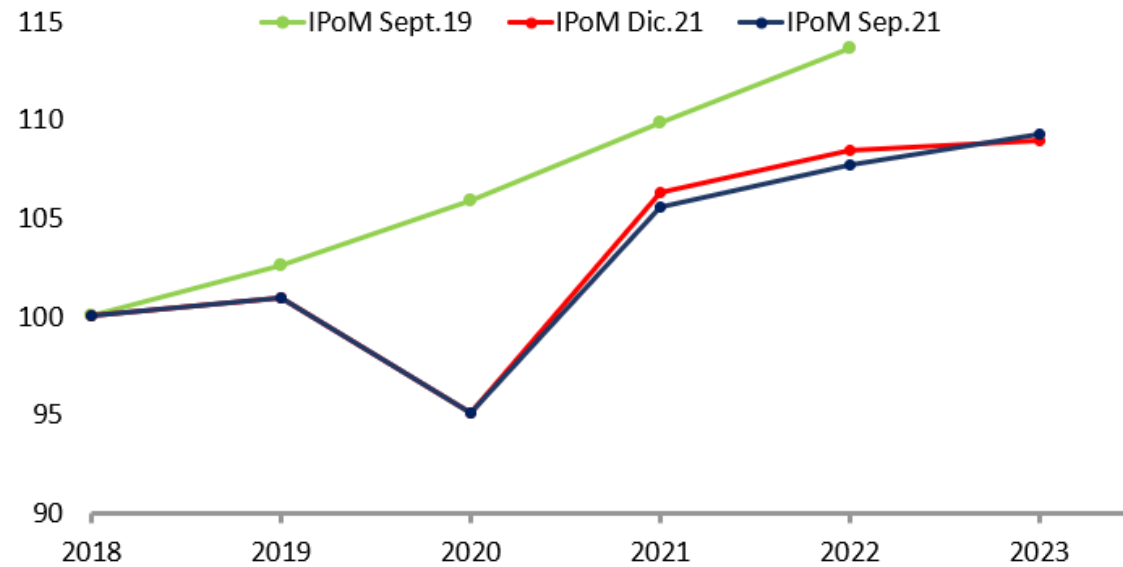


(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Junio 2021. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 21

**Proyecciones PIB (\*)**

(índice 2018=100)



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



Tabla 1

## Escenario interno

	2020	2021 (f)		2022 (f)		2023 (f)	
		IPoM Sep.21	IPoM Dic.21	IPoM Sep.21	IPoM Dic.21	IPoM Sep.21	IPoM Dic.21
	(variación anual, porcentaje)						
PIB	-5,8	10,5-11,5	11,5-12,0	1,5-2,5	1,5-2,5	1,0-2,0	0,0-1,0
Demanda interna	-9,1	18,5	21,6	0,9	-0,5	0,5	-0,7
Demanda interna (sin var. de existencias)	-7,9	16,7	18,9	0,5	-0,9	0,2	-0,6
Formación bruta de capital fijo	-11,5	15,9	17,6	0,3	-2,2	0,6	0,1
Consumo total	-6,8	16,9	19,2	0,5	-0,5	0,1	-0,7
Consumo privado	-7,5	18,1	21,0	1,1	-0,2	-0,4	-1,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,0	0,1	-0,7	5,7	6,0	5,0	4,4
Importaciones de bienes y servicios	-12,7	24,6	32,0	2,3	-2,0	1,8	0,9
Cuenta corriente (% del PIB)	1,4	-2,2	-4,5	-2,1	-3,0	-2,3	-2,9
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	21,2	19,1	18,1	19,4	19,3	19,7	19,5
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	20,9	20,8	21,3	20,6	20,7	20,9	20,9

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2

## Supuestos del escenario base internacional

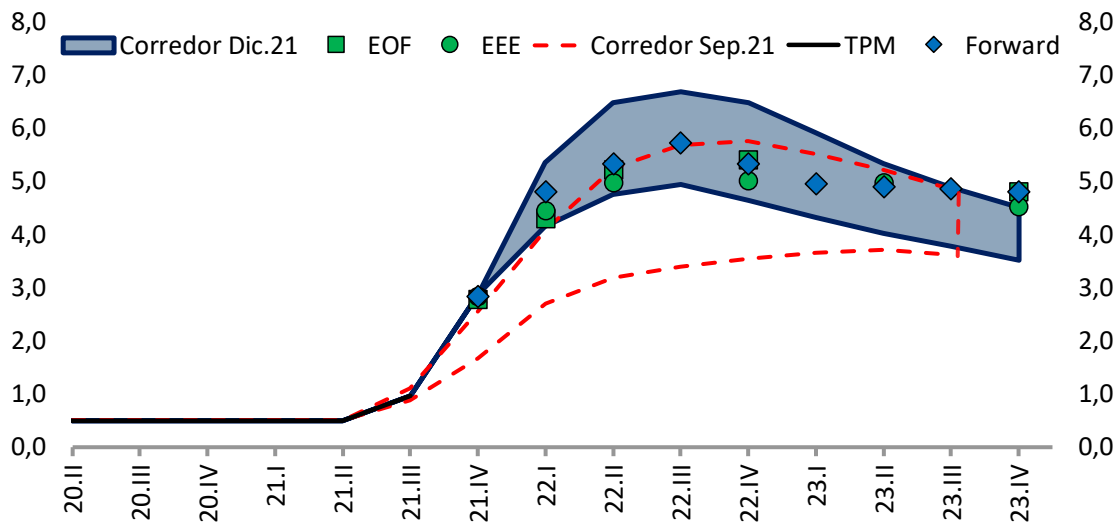
	2020		2021 (f)		2022 (f)		2023 (f)	
	IPoM Sep.21	IPoM Dic.21	IPoM Sep.21	IPoM Dic.21	IPoM Sep.21	IPoM Dic.21	IPoM Sep.21	IPoM Dic.21
	(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	8,9	8,9	14,1	13,6	-3,0	-2,8	-4,7	-4,9
PIB socios comerciales	-2,0	-2,0	6,4	6,0	4,6	3,9	3,4	3,3
PIB mundial PPC	-3,2	-3,2	6,2	5,8	4,8	4,2	3,5	3,4
PIB desarrolladas PPC	-4,9	-4,9	5,2	4,9	4,4	4,0	2,2	2,2
PIB emergentes PPC	-2,1	-2,1	6,8	6,5	5,0	4,4	4,3	4,2
(nivel)								
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	280	280	415	425	400	405	370	360
Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US\$/barril)	41	41	66	69	65	70	61	66

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 22

**Corredor TPM (\*)**  
(porcentaje)



(\*) 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 3

**Efectos en el PIB de las medidas adoptadas durante la crisis del Covid-19**

(porcentaje respecto a igual período del año anterior)

	2020	2021 1T-2T-3T
Política monetaria convencional (1)	[0,2 - 0,8]	[0,5 - 2,8]
Políticas no convencionales de crédito (2)	[2,2 - 4,8]	[3,1 - 4,8]
Política fiscal	0,7	2,3
Total política fiscal y monetaria	[3,1 - 6,3]	[5,9 - 9,9]
Retiros de fondos de pensiones	1,2	2,2
Total	[4,3 - 7,5]	[8,1 - 12,1]
PIB efectivo	-5,8	11,7
PIB contrafactual	[-10,1 ; -13,3]	[3,6 ; -0,4]

(1) Política monetaria convencional se asocia con la TPM. (2) Engloban políticas monetarias y de garantías soberanas que buscaron estabilizar los mercados financieros incluyendo el programa FCIC-FOGAPE, la compra de bonos, y los programas de liquidez en moneda local y extranjera. Fuente: Banco Central de Chile.

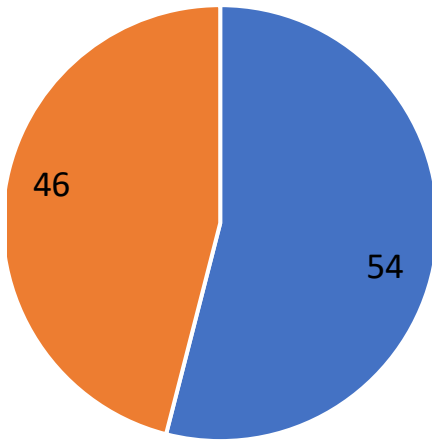
## Gráfico 23

### Percepciones ciudadanas sobre el Banco Central de Chile

¿Has escuchado hablar o conoces el Banco Central de Chile?  
(porcentaje de respuestas)

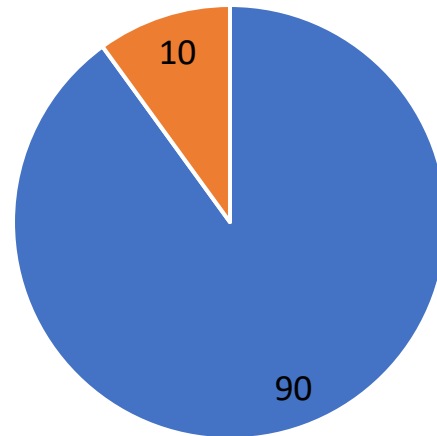
Encuesta Clodinámica (2017) (1)

■ Sí ■ No



Encuesta Critería (2021) (2)

■ Sí ■ No



(1) Realizada presencial en hogares, a mayores de 15 años, 1.508 casos a nivel nacional. (2) Público general: Muestra de 1.000 casos, autoadministrada a través de panel online certificado. Resultados ponderados por zona, sexo, edad y NSE. Audiencias específicas: Autoadministrada mediante BB.DD. del BCCh; 339 casos de público especializado e informado, 426 casos de la comunidad educativa. Fuentes: Clodinámica y Critería.