

DESARROLLOS DE LA MACROECONOMIA Y POLITICA MONETARIA

JUNIO 2023

Rosanna Costa, Presidenta



VALLE DE LA LUNA
San Pedro de Atacama

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 se 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 sigue estando muy alta, aunque ha ido bajando y llegará a la meta de 3% el próximo año. La política monetaria implementada por el Banco Central ha tenido un rol relevante en su descenso.



Nuestra economía ha ido avanzando en su necesario proceso de ajuste luego de los importantes desbalances a los que se vio enfrentada.



Este año la economía chilena tendrá un crecimiento levemente menor a lo estimado en marzo, mientras que 2024 será algo mejor. En tanto, la inflación terminará este año en 4,2%.



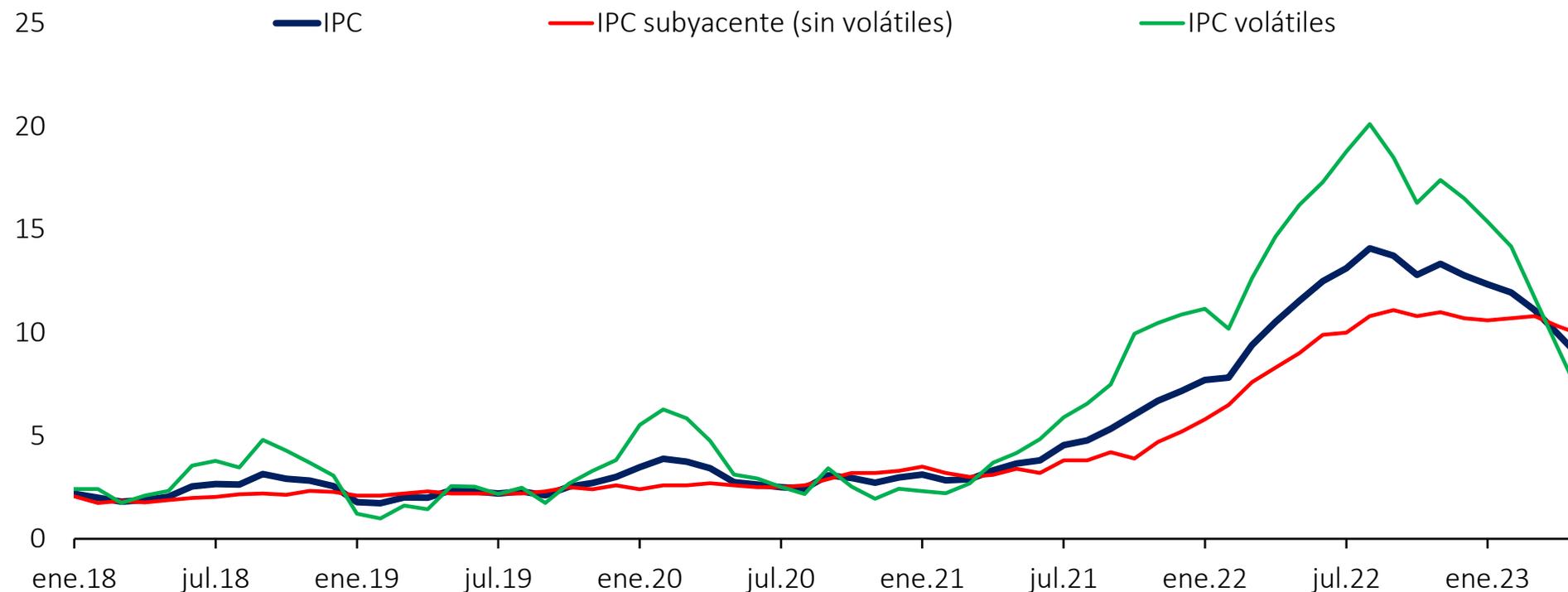
La economía sigue enfrentando riesgos importantes y el Banco Central seguirá atento a su evolución para actuar oportunamente.



La inflación total y subyacente han disminuido según lo previsto, esta última en forma más lenta y acotada.

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)



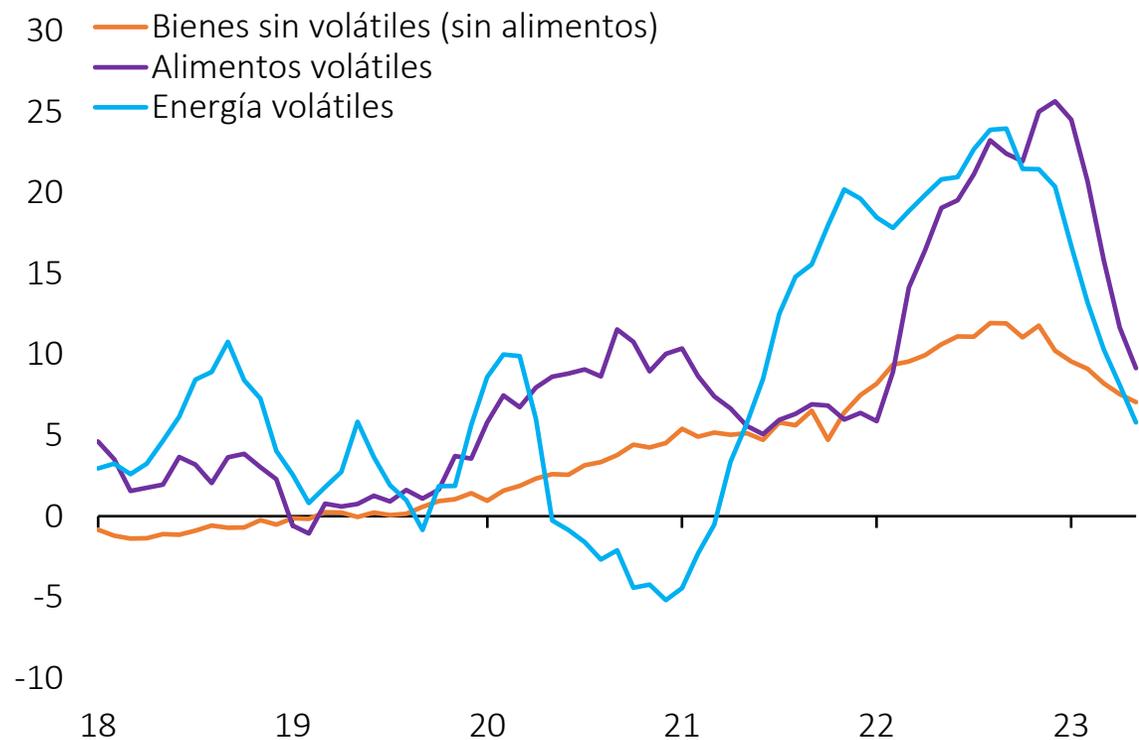
(*) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#), [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#) y [Glosario económico](#). Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Los componentes de bienes y los volátiles lideran la baja de la inflación.

Inflación de bienes subyacente y componentes volátiles

(variación anual, porcentaje)



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

Los **precios volátiles** de la canasta del IPC corresponden a los que son habitualmente más inestables y sin una tendencia definida en un período de tiempo. Por ejemplo:



Los precios de los combustibles, afectados por sus movimientos en el exterior

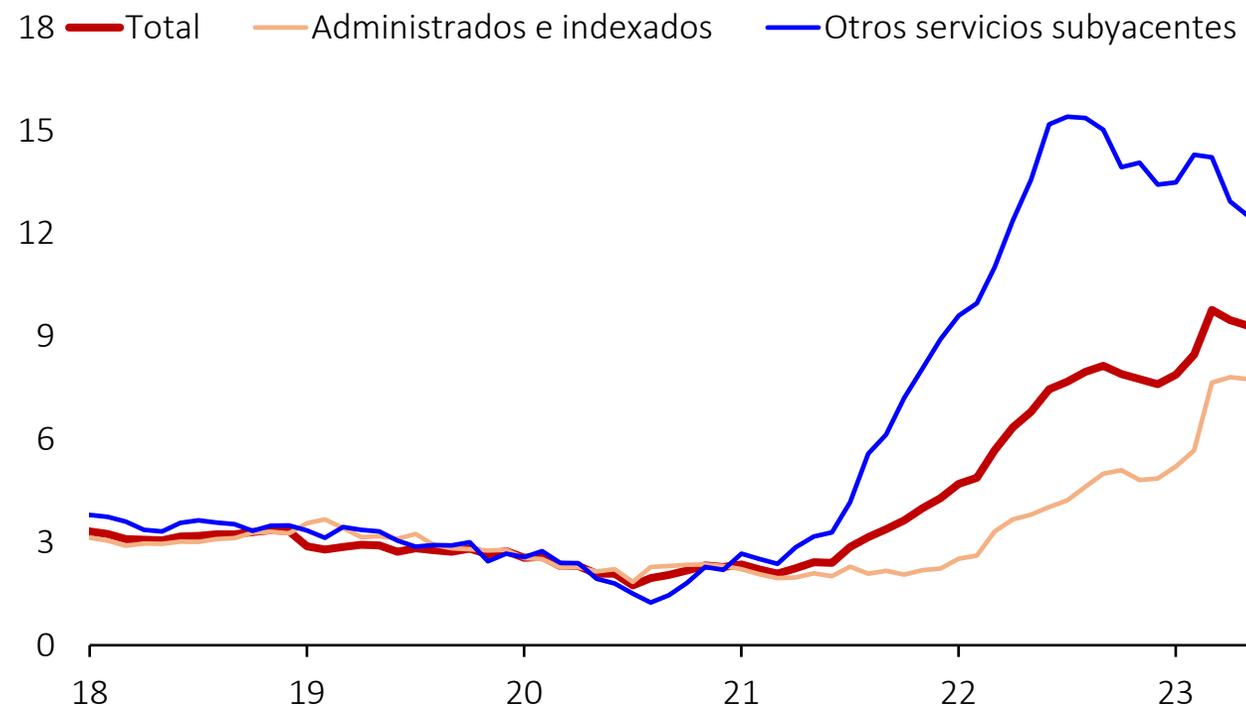
Cambios en el precio de frutas y verduras por factores climáticos



La inflación de servicios subyacente se mantiene alta. Su comportamiento es coherente con la evolución reciente de la economía y el reajuste habitual de contratos y tarifas.

Inflación de servicios subyacente (*)

(variación anual, porcentaje)



Los precios de los servicios **administrados e indexados** están sujetos habitualmente a cláusulas de actualización o reajustes siguiendo determinados parámetros y periodicidad. Ejemplos:



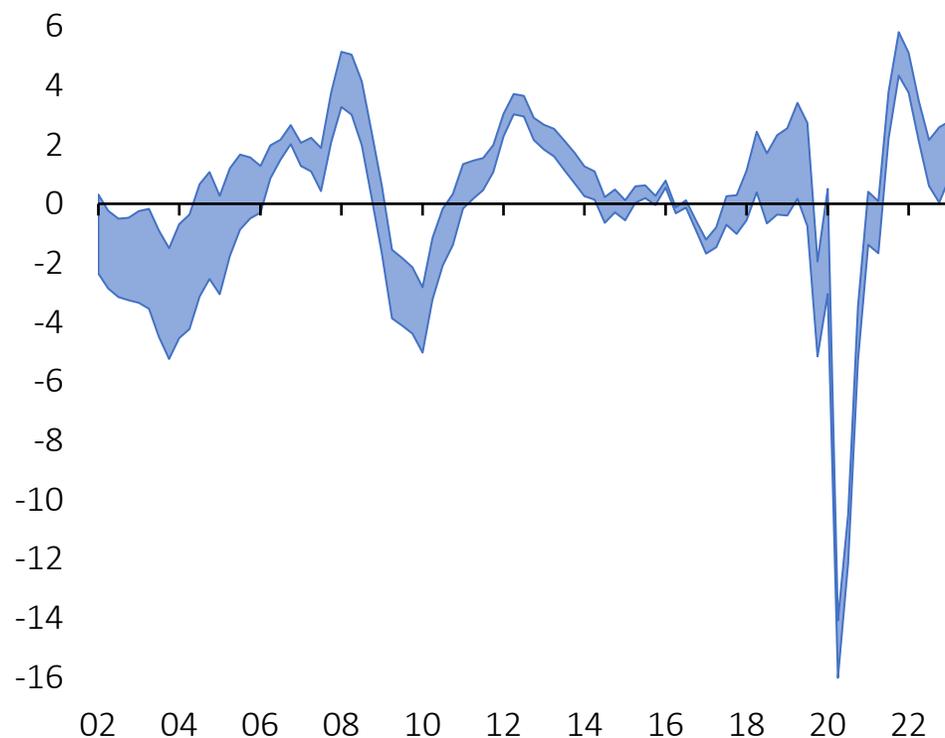
(*) Total corresponden a la suma de Servicios Administrados e Indexados y Otros servicios subyacentes. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



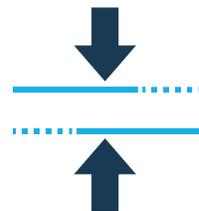
La caída de la inflación ocurre en un contexto en que la economía ha ido avanzando en su necesario proceso de ajuste, luego del excesivo gasto en años previos.

Brecha de actividad según distintos métodos (*)

(porcentaje)



(*) El área corresponde a un rango de modelos considerados para el cálculo de la brecha. Para mayores detalles, ver nota del gráfico II.12 del IPoM de junio 2023. Fuente: Banco Central de Chile.



La brecha de actividad es la diferencia entre el PIB efectivo y potencial, que es cuando una economía opera a su máxima capacidad.

Otras medidas de uso de capacidad muestran niveles de utilización de recursos acordes con el potencial de la economía:



Aumento del desempleo y menor tasa de rotación laboral



Reducción en el sobreuso de la capacidad instalada en la industria



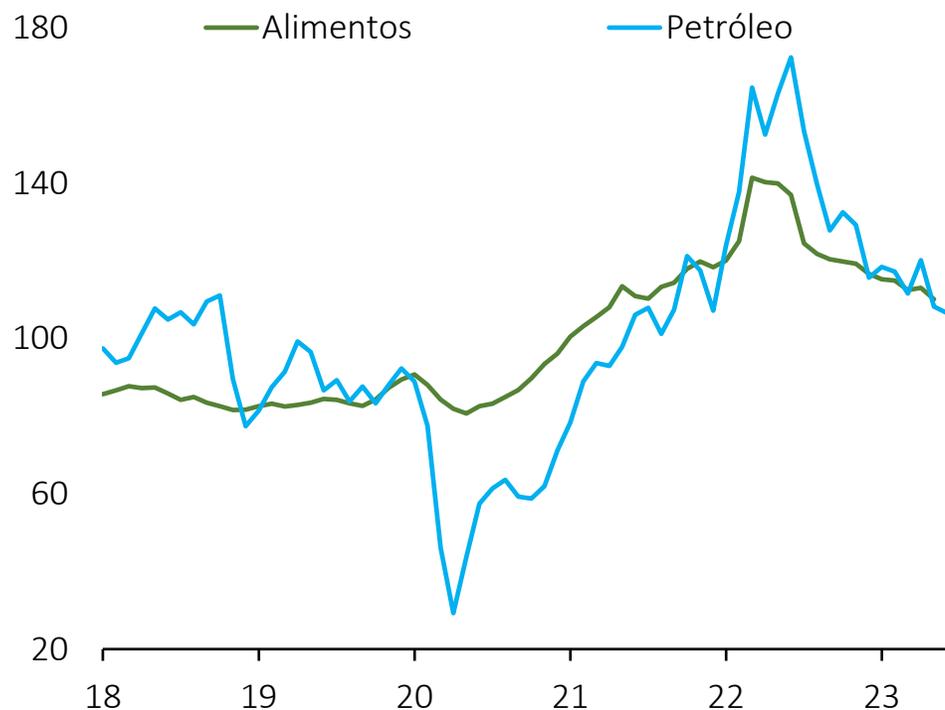
Menor generación eléctrica



El alivio de las fuertes presiones de costos igualmente ha contribuido en el descenso de la inflación.

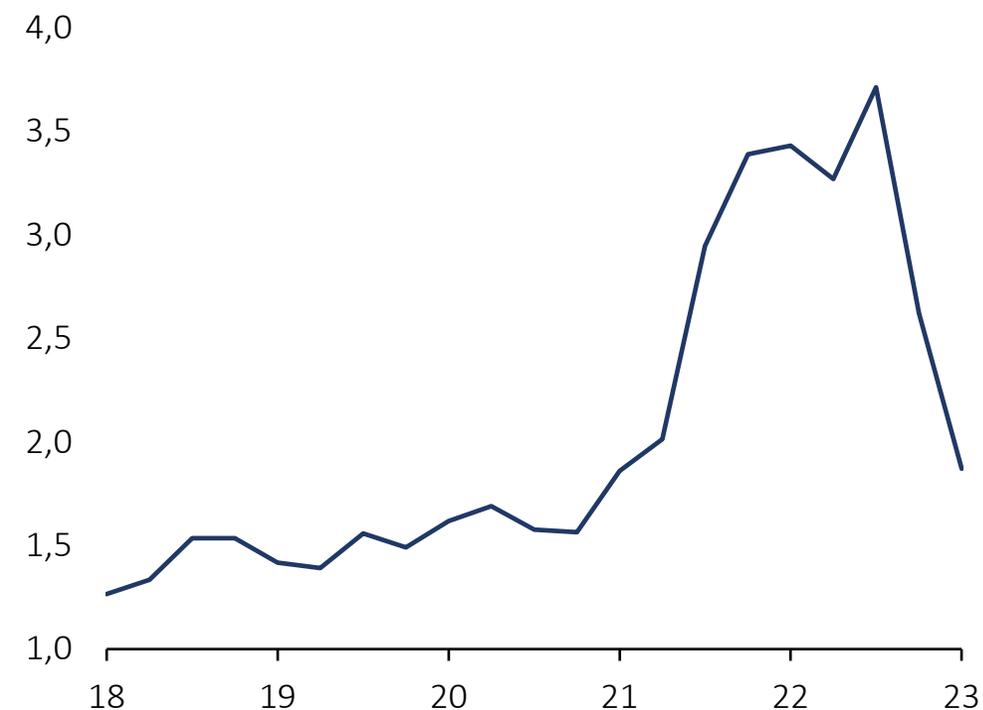
Precios de materias primas (1)

(índice 2018-2023=100)



Costo del transporte (2)

(porcentaje del PIB, trimestral)



(1) Precio de los alimentos considera el índice FAO y el del petróleo el promedio entre el Brent y el WTI.

(2) Costo de transporte de los productos importados a Chile, medido como porcentaje del PIB.

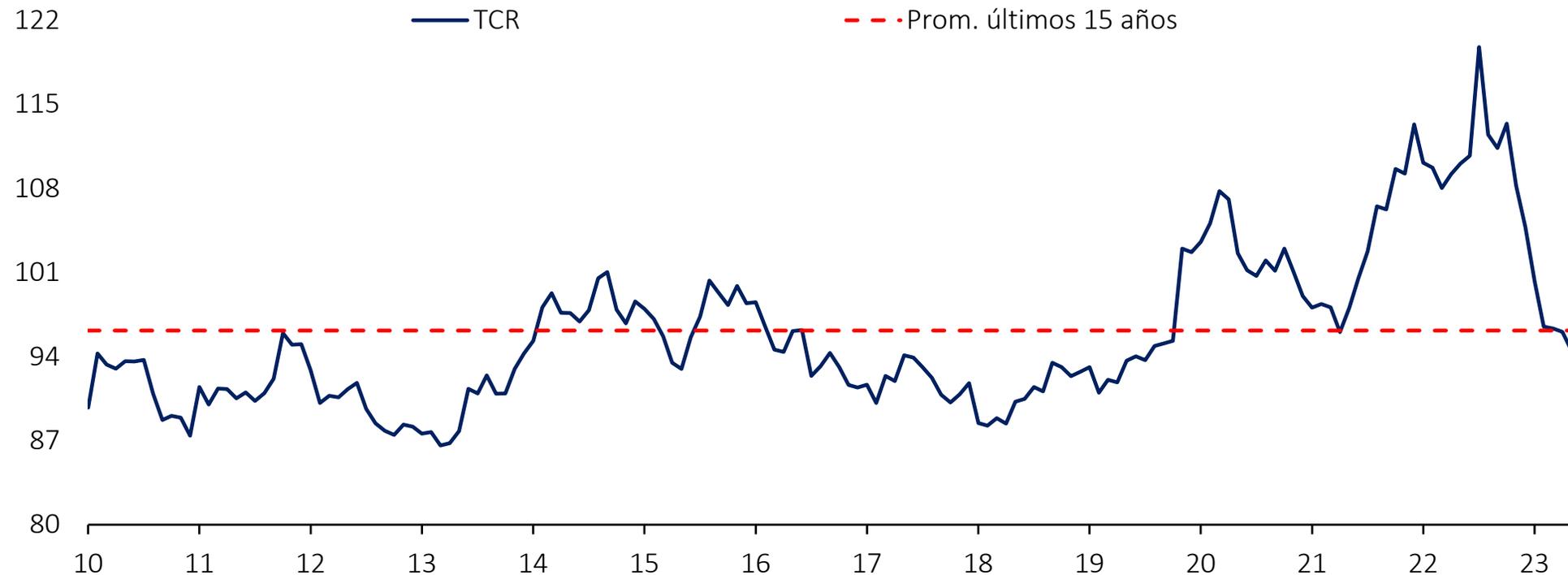
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



En esto también ha tenido un rol relevante la apreciación del peso.

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

(índice promedio 1986=100)



(1) Dato junio de 2023 es estimación preliminar. (2) Promedio de los últimos 15 años corresponde al período jul.08-jun.23.

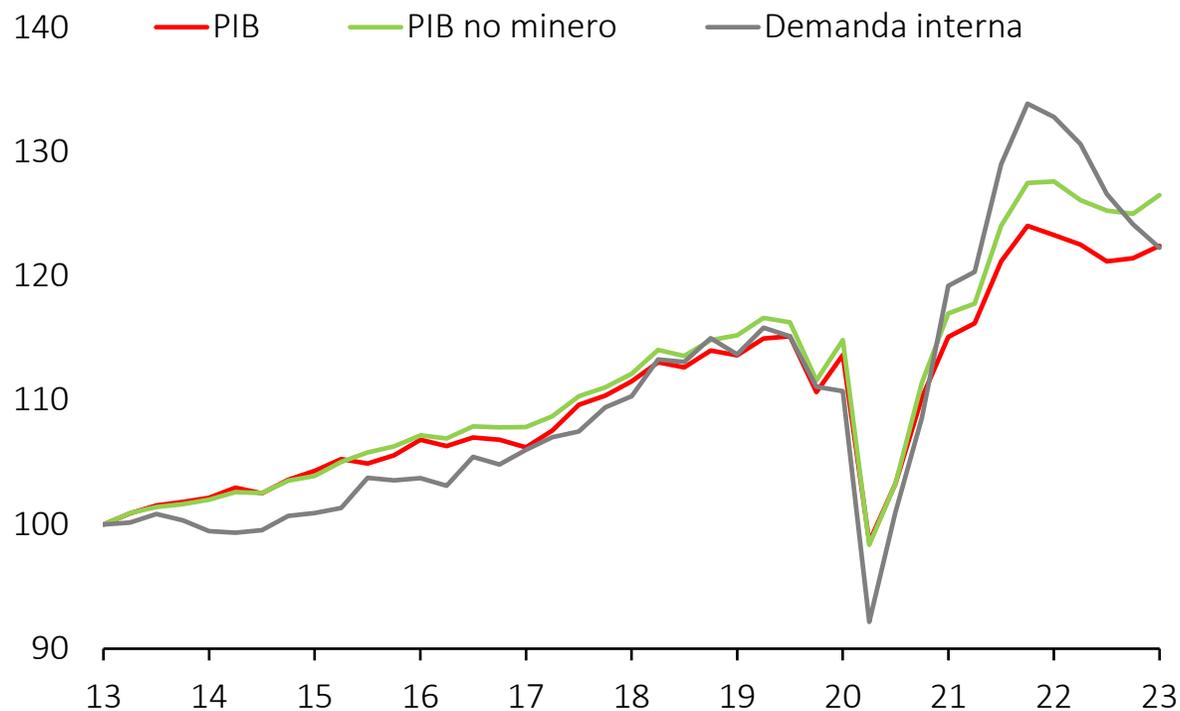
Fuente: Banco Central de Chile.

En los últimos meses, la evolución de la actividad y la demanda ha sido acorde con lo previsto en el IPoM de marzo.



Actividad y demanda

(índice primer trimestre 2013=100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Principales diferencias respecto de la proyección del IPoM de marzo:



Menor actividad minera



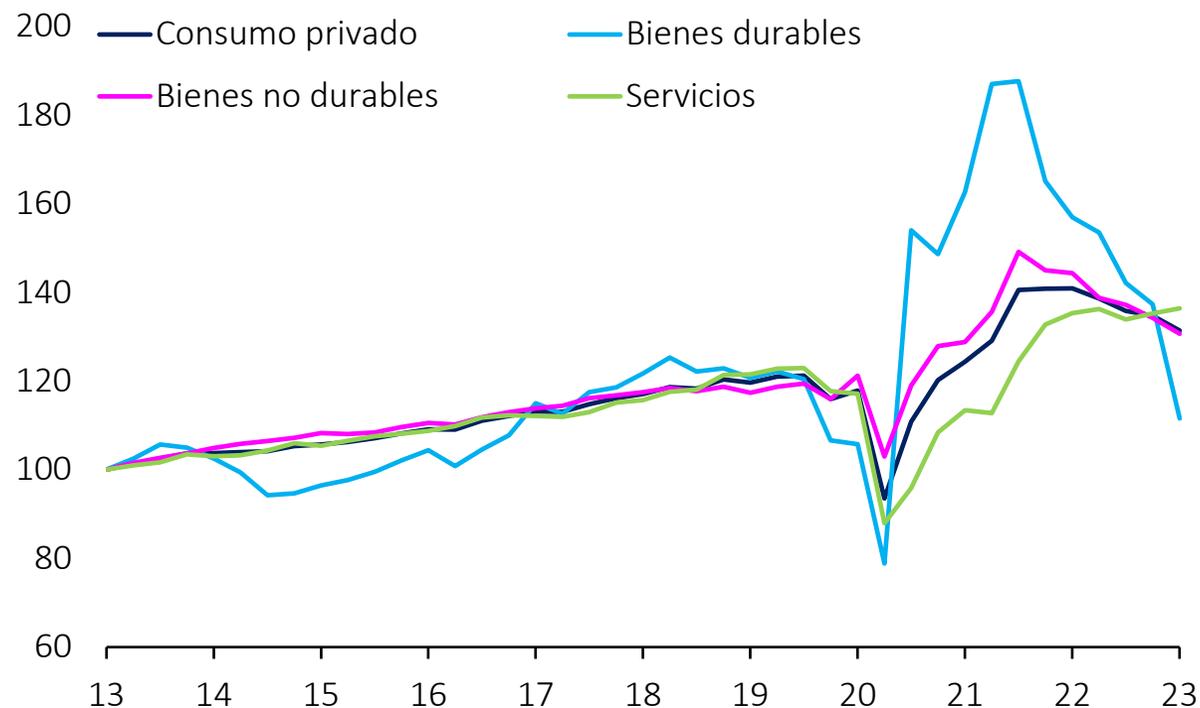
Caída más marcada del consumo importado de los hogares



La baja del gasto ha sido especialmente marcada para los productos importados, en especial del consumo de bienes durables por parte de los hogares.

Consumo privado

(índice primer trimestre 2013=100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Participación en el consumo privado de sus componentes:



9% Durables



45% No durables



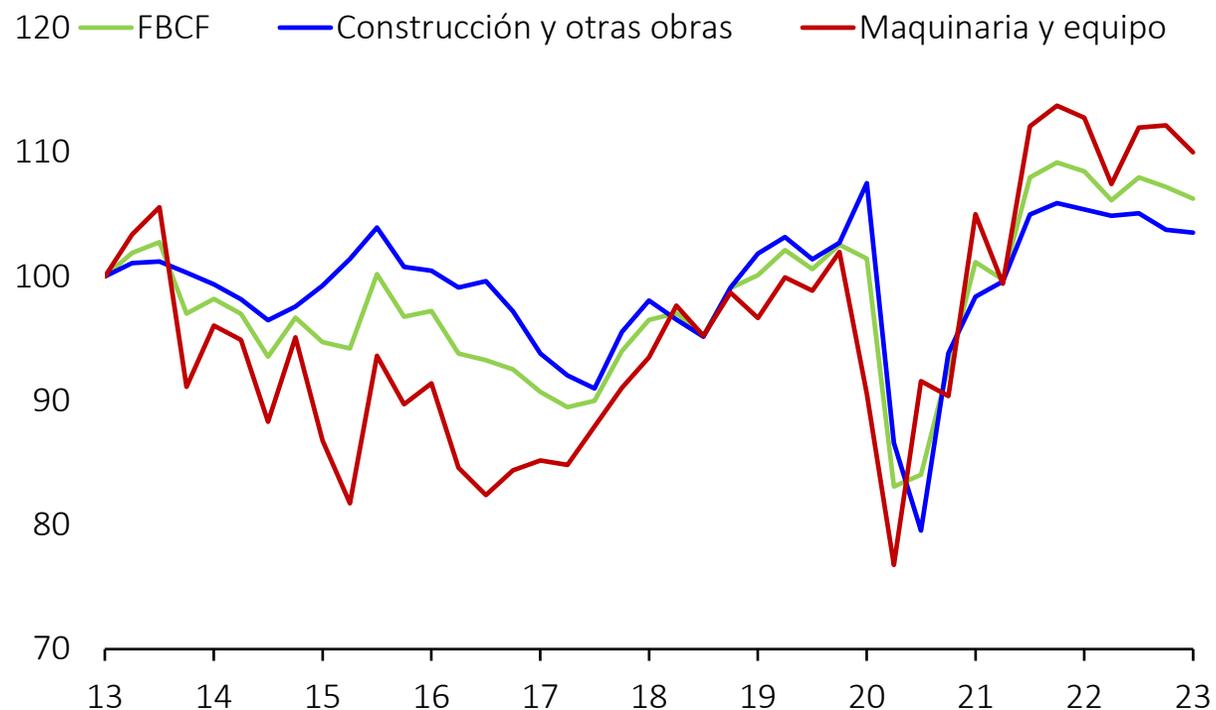
46% Servicios



Al mismo tiempo, la inversión continúa débil en todos sus agregados.

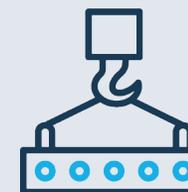
Formación bruta de capital fijo (FBCF)

(índice primer trimestre 2013=100, series reales desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Participación en la FBCF de sus componentes:



60%

Construcción y obras



40%

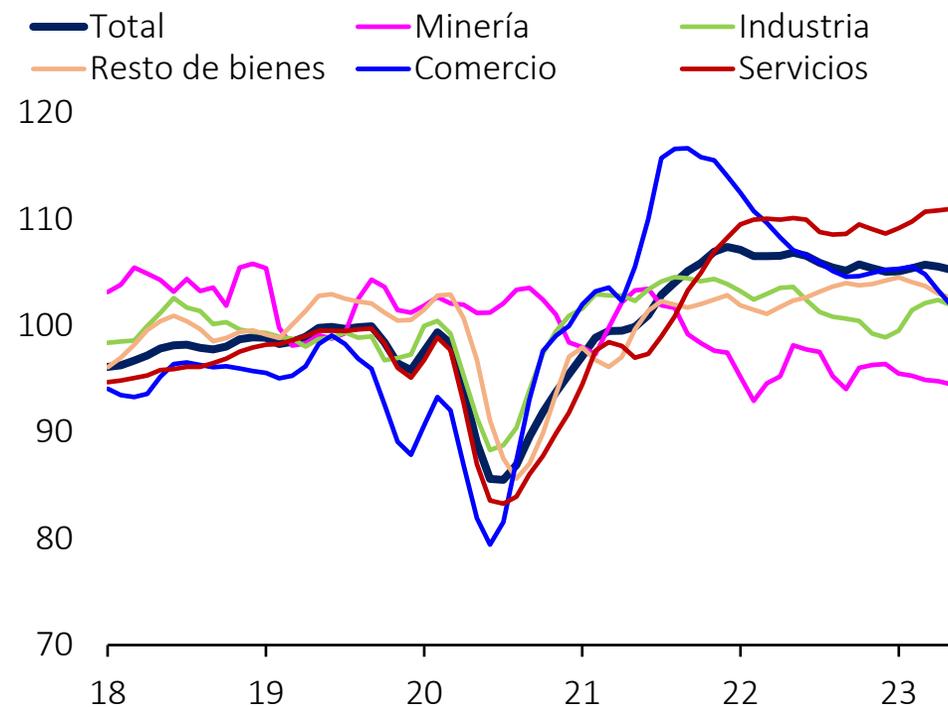
Maquinaria y equipo



El desempeño de la actividad mensual es consistente con este panorama del consumo, donde sigue contrastando el ajuste del comercio desde niveles muy elevados.

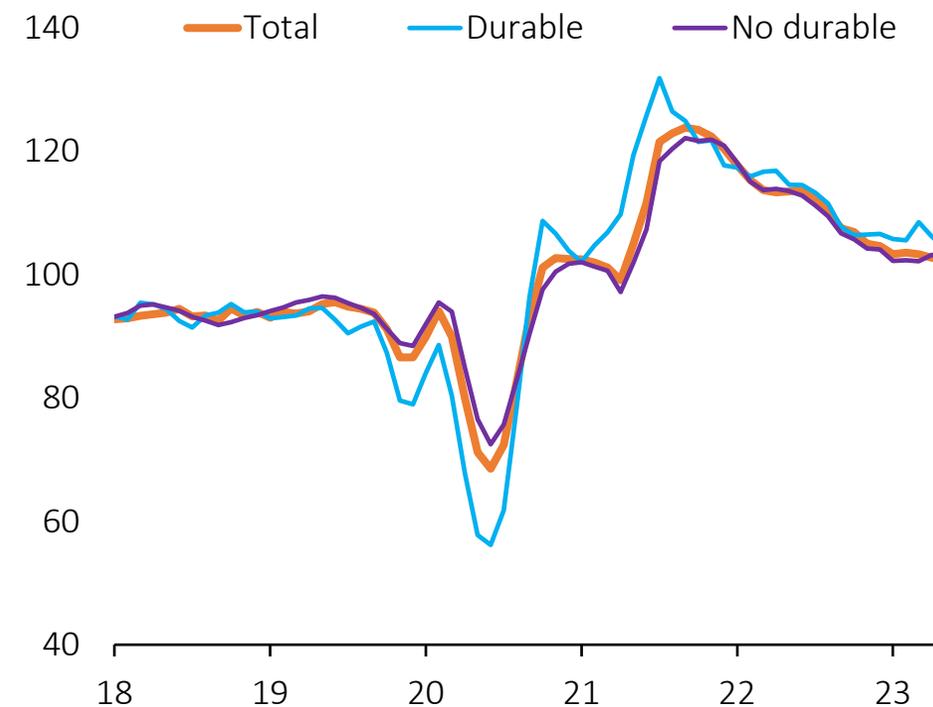
Evolución de la actividad mensual (Imacec) (1)(2)

(índice 2018-2023=100, series reales desestacionalizadas)



Actividad del comercio minorista (1)(3)

(índice 2018-2023=100, series reales desestacionalizadas)



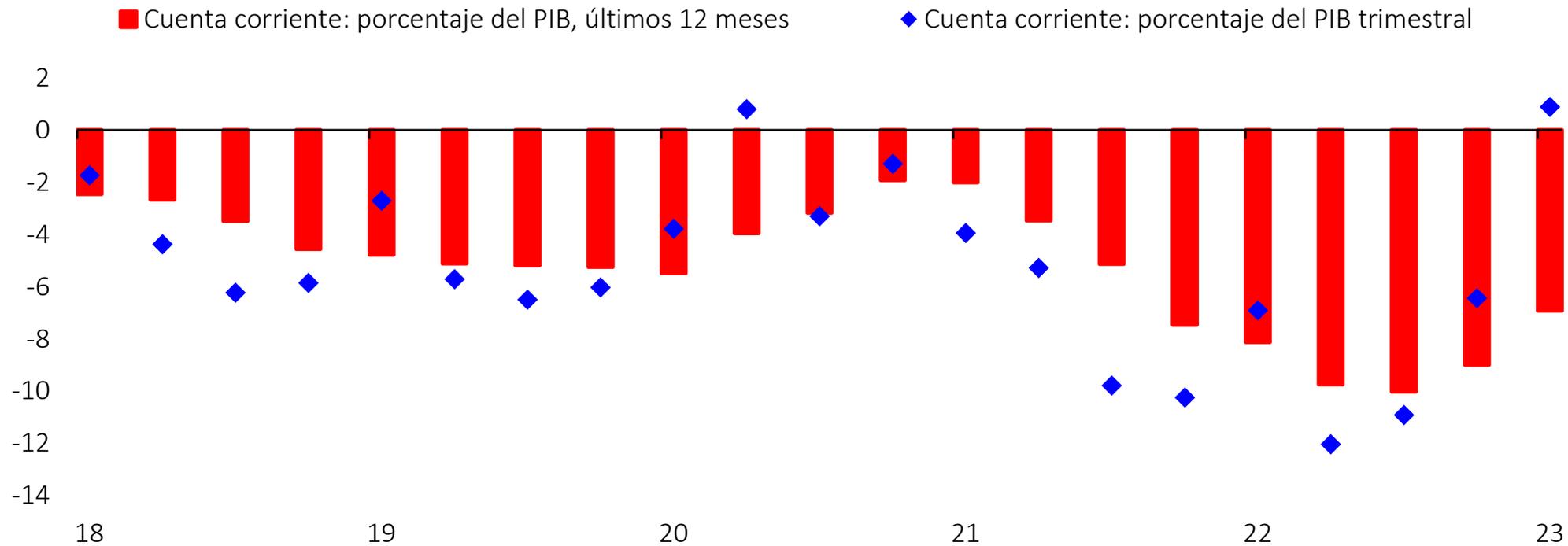
(1) Promedios móviles trimestrales. (2) La serie resto de bienes considera las actividades agropecuario-silvícola, pesca, EGA y gestión de desechos, y construcción. (3) Índice de Actividad del Comercio al por Menor (IACM).

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

La significativa mejora del saldo de la cuenta corriente en el primer trimestre se debe a un mejor desempeño del ahorro privado.



Cuenta corriente (porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

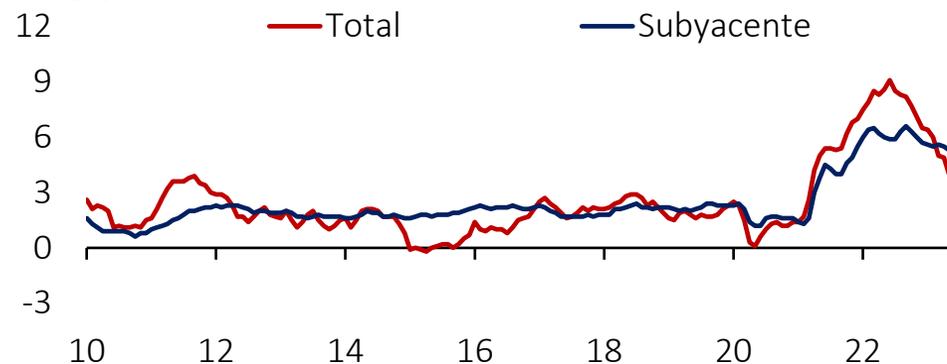


En el ámbito externo, la inflación sigue alta en la mayoría de los países, con indicadores subyacentes elevados.

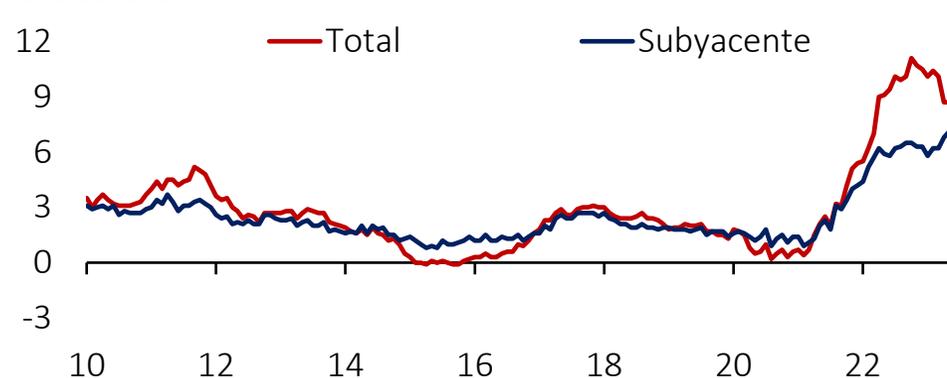
Inflación mundial

(variación anual, porcentaje)

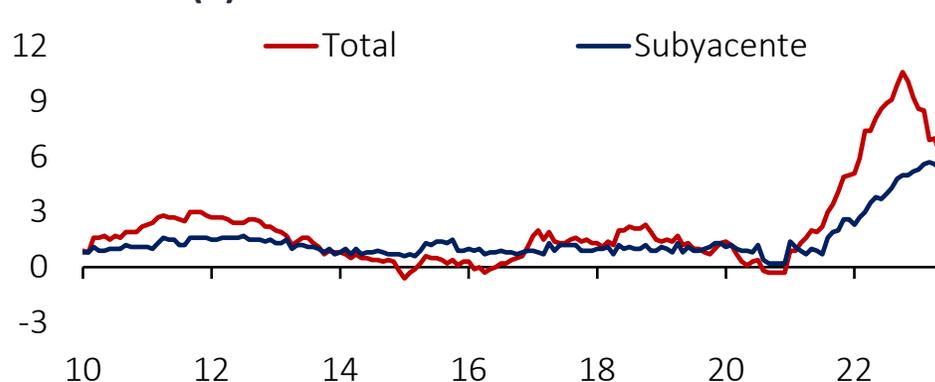
EE.UU.



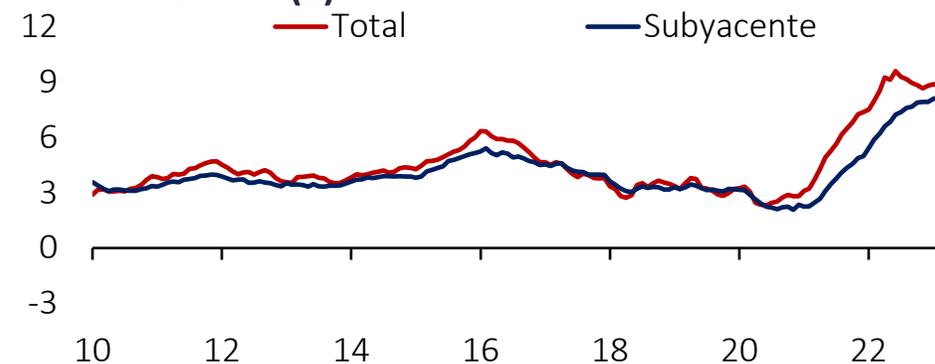
Reino Unido



Eurozona (1)



América Latina (2)



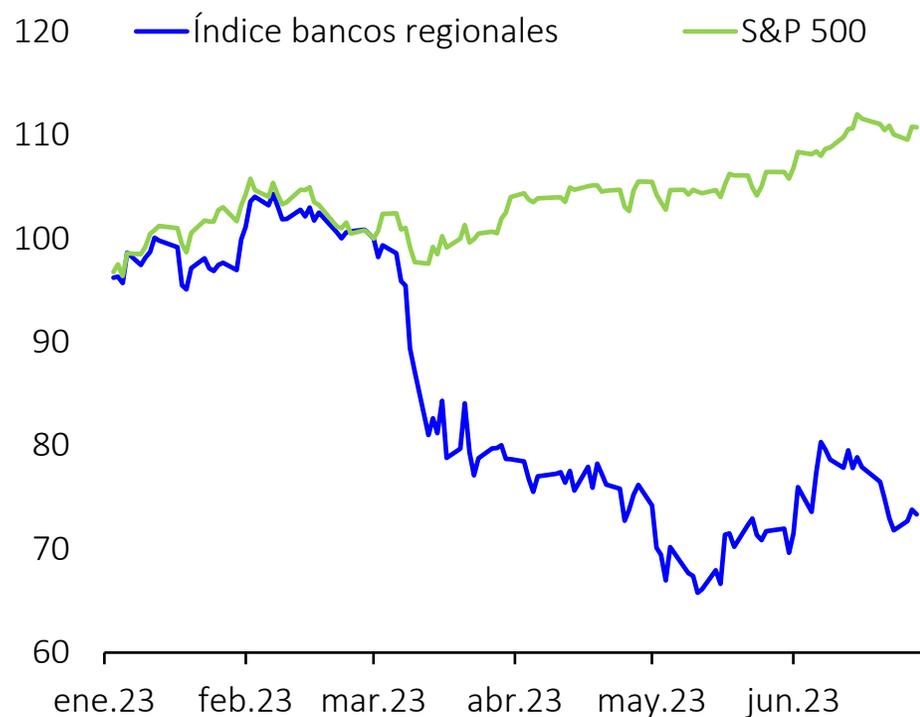
(1) Inflación de junio corresponde a dato preliminar. (2) Corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, México, Perú y Colombia.

Fuente: Bloomberg.

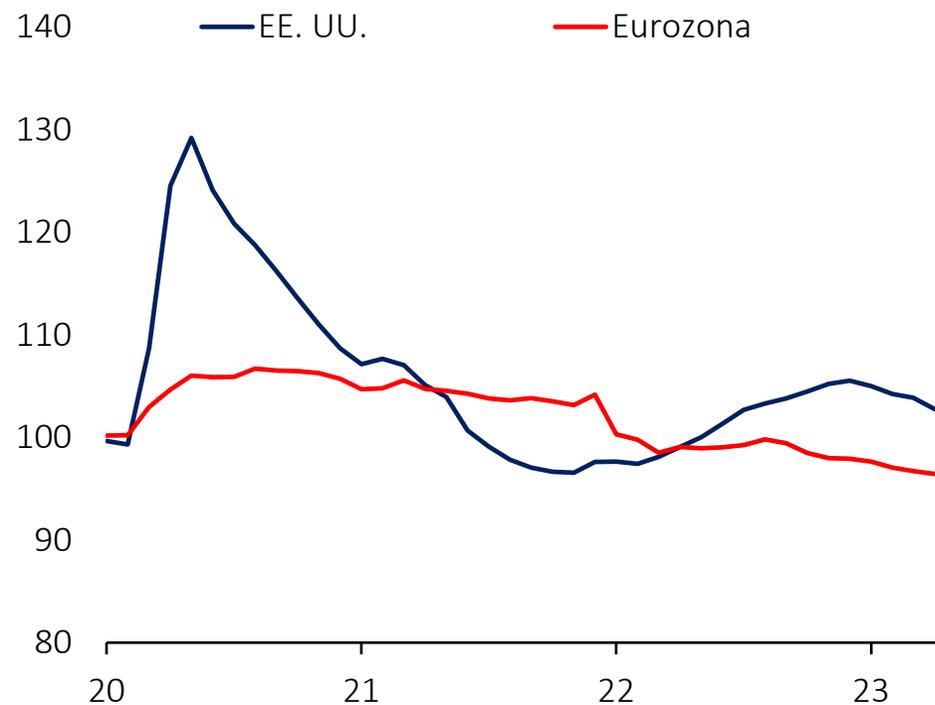
La volatilidad de los mercados financieros es un riesgo importante, lo que sumado a la restrictividad monetaria vigente mantiene estrechas las condiciones financieras externas y ha llevado a mayores restricciones crediticias en las economías desarrolladas.



Precios de acciones de bancos regionales de EE.UU.
(índice, 1.mar.23=100)



Stock de crédito bancario real a empresas
(índice diciembre 2019=100)



Fuentes: bancos centrales de cada país y Bloomberg.



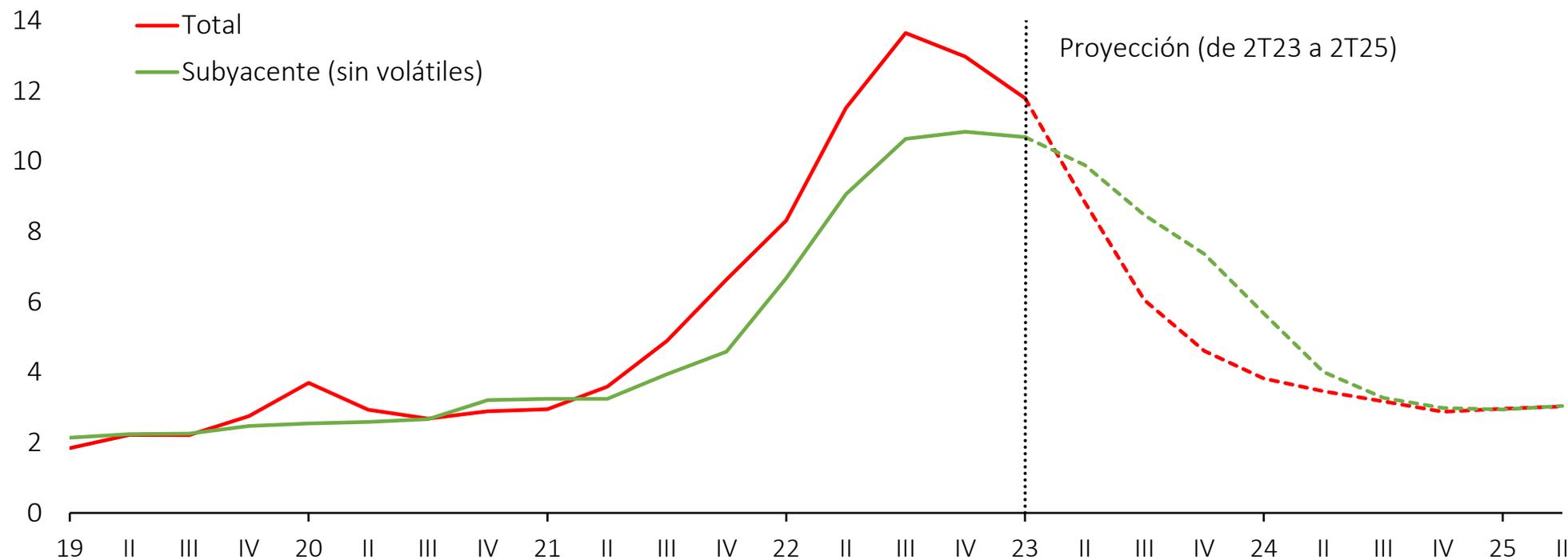
Proyecciones

En el escenario central, la inflación total y subyacente continuarán disminuyendo, para converger a 3% en 2024 y mantenerse en ese valor hasta fines del horizonte de política.



Proyecciones de inflación

(variación anual, porcentaje)



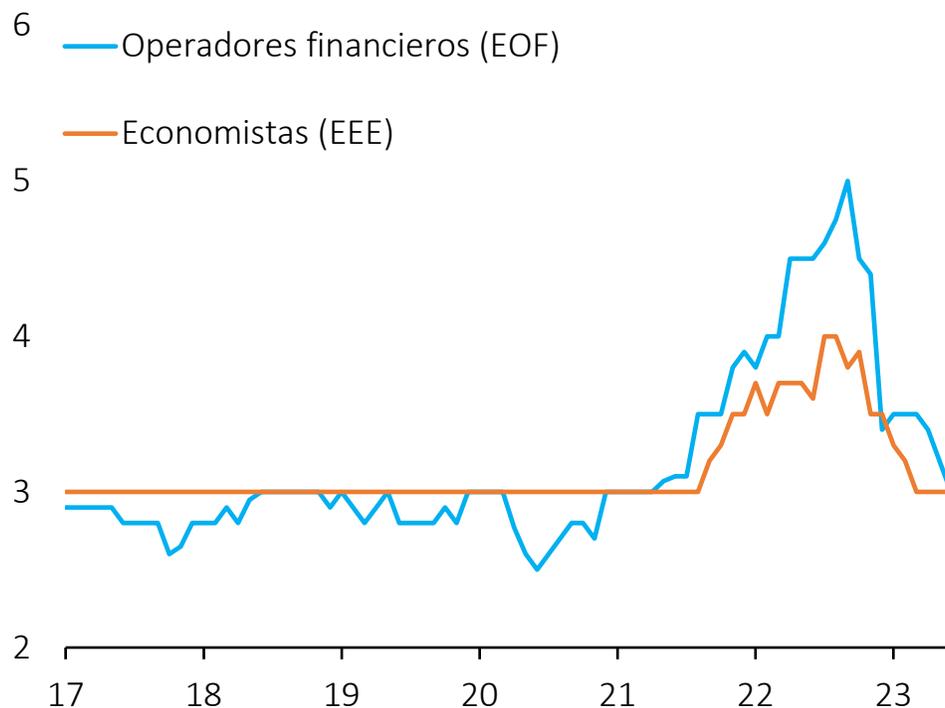
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En este contexto, las expectativas de inflación a dos años plazo de los distintos agentes han disminuido.

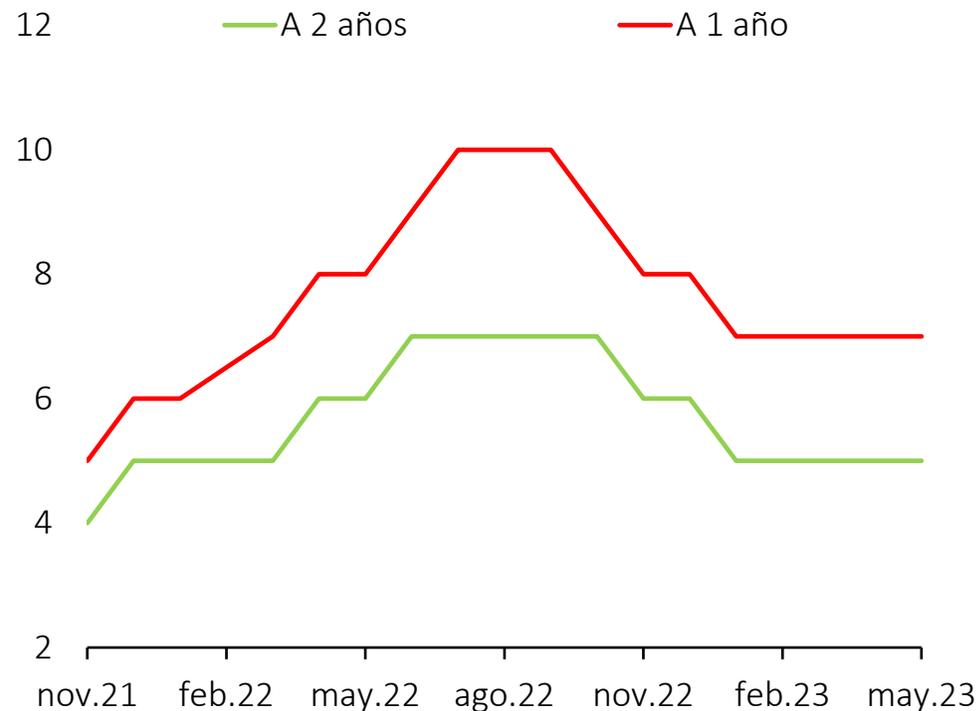
Expectativas a dos años plazo (1)(2)

(variación anual, porcentaje)



Expectativas de inflación de las empresas (EDEP) (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Para las encuestas, considera la mediana 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 2023. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible.

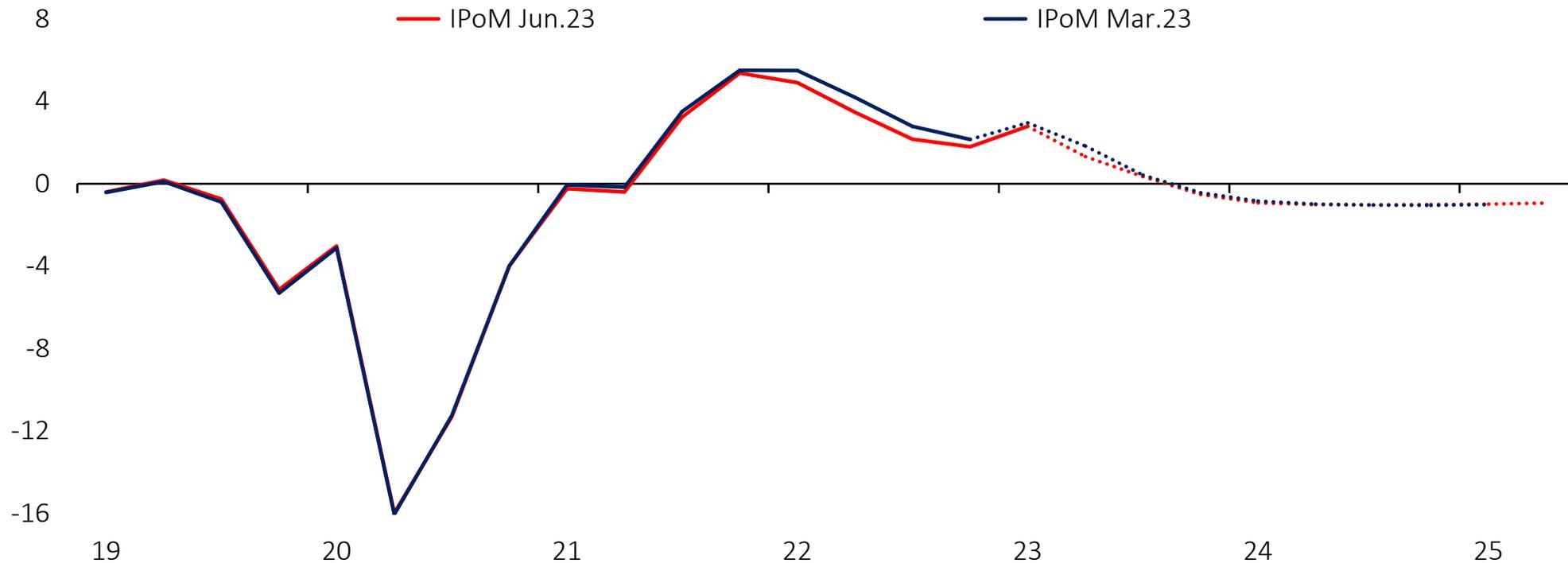
Fuente: Banco Central de Chile.

La reducción de los desequilibrios macroeconómicos sigue siendo clave para la convergencia inflacionaria. La brecha de actividad se volverá negativa a partir del segundo semestre.



Brecha de actividad (1)(2)

(nivel, puntos porcentuales)



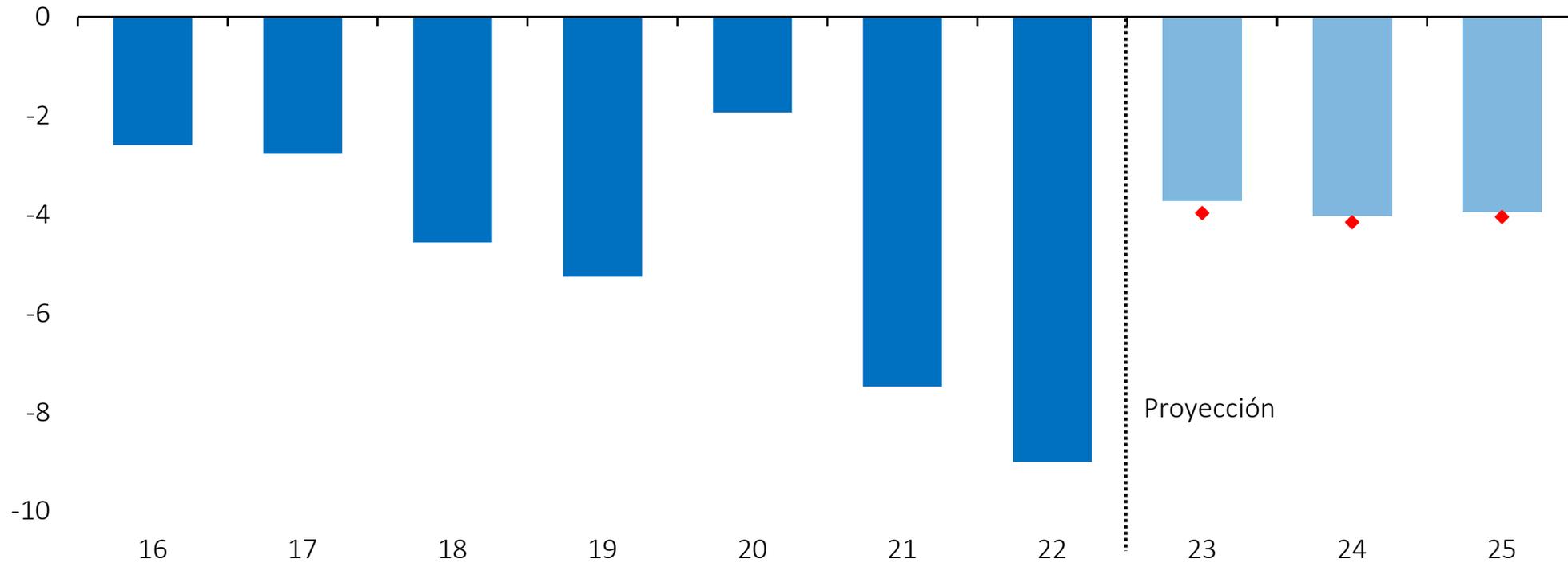
(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Diciembre 2022 (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial.

Fuente: Banco Central de Chile.



Paralelamente, se anticipa un ajuste en la cuenta corriente, donde la recomposición del ahorro es fundamental.

Cuenta corriente (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Rombos corresponden a las proyecciones del escenario central del IPoM de marzo de 2023.

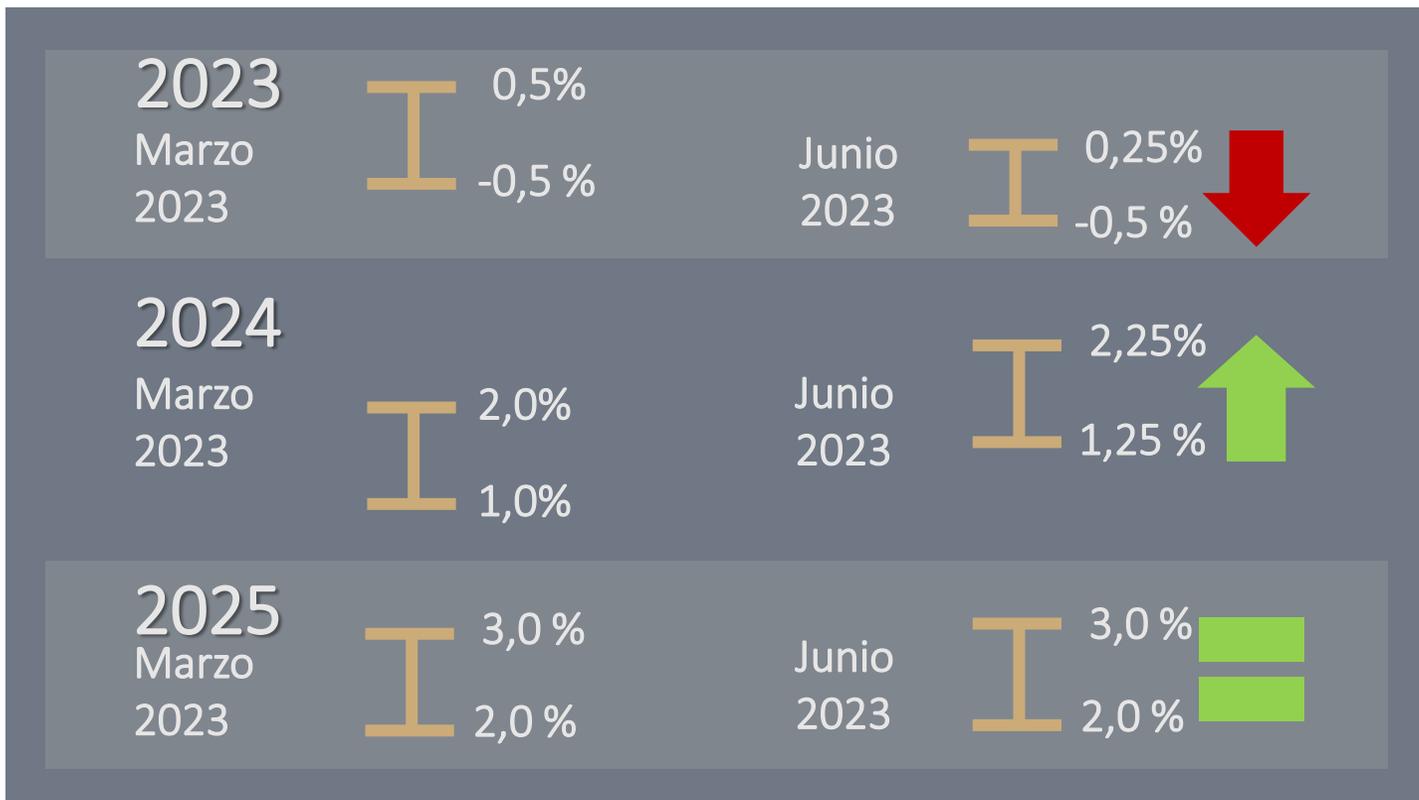
Fuente: Banco Central de Chile.



Se espera un crecimiento algo menor para este año, en su mayoría por cambios en la proyección del sector minero.

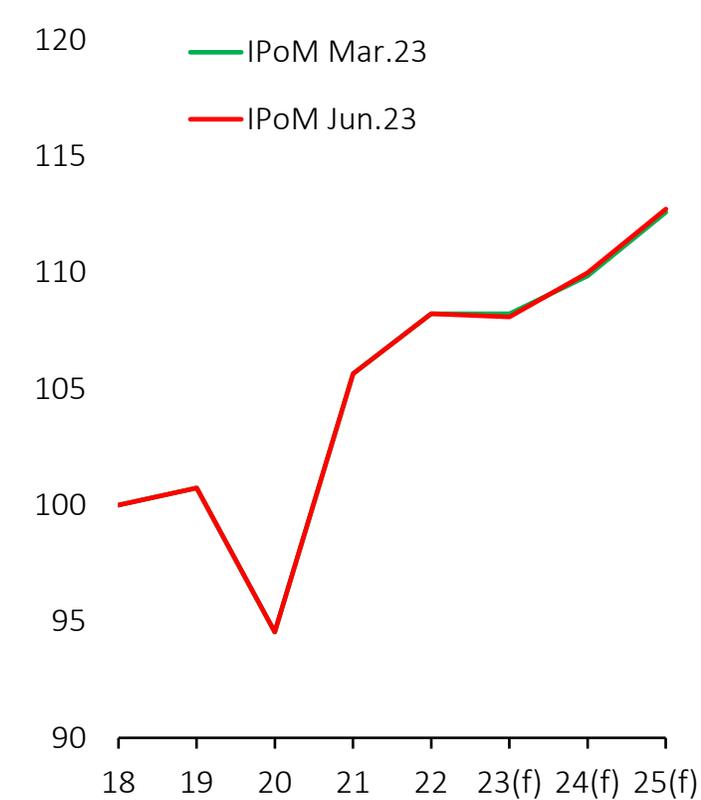
Proyecciones de crecimiento del PIB (1)

(variación anual, porcentaje)



PIB (2)

(índice 2018=100)



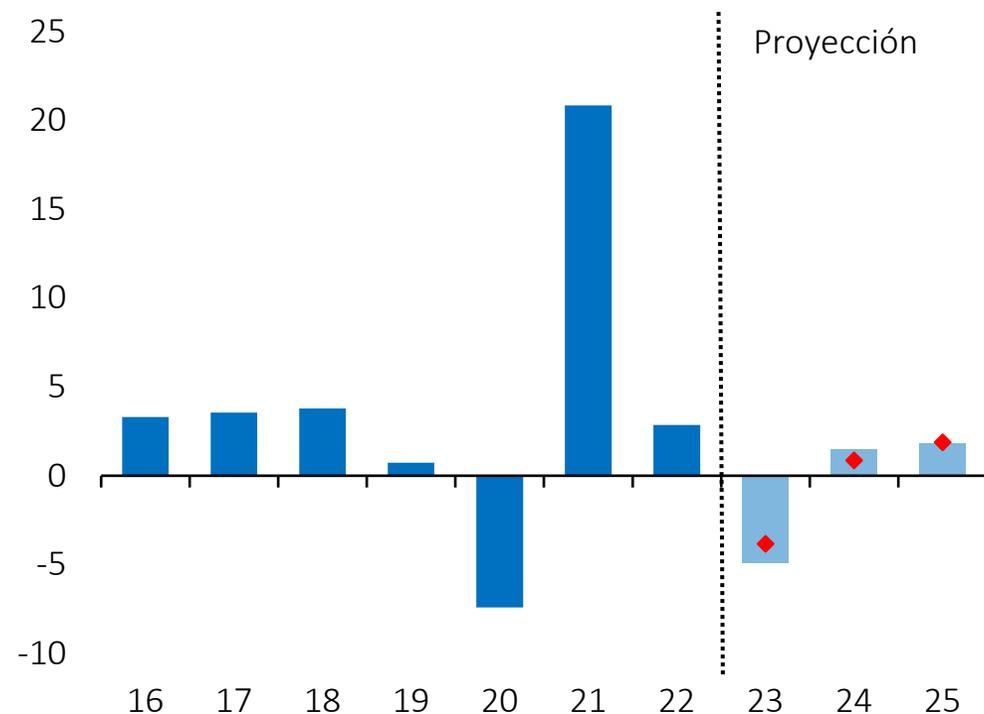
(1) Proyecciones contenidas en cada IPoM. Flechas indican cambio respecto de proyección de marzo de 2023. (2) Para 2023, 2024 y 2025 corresponden a las proyecciones contenidas en el IPoM de junio de 2023 y consideran el punto medio de los rangos proyectados. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

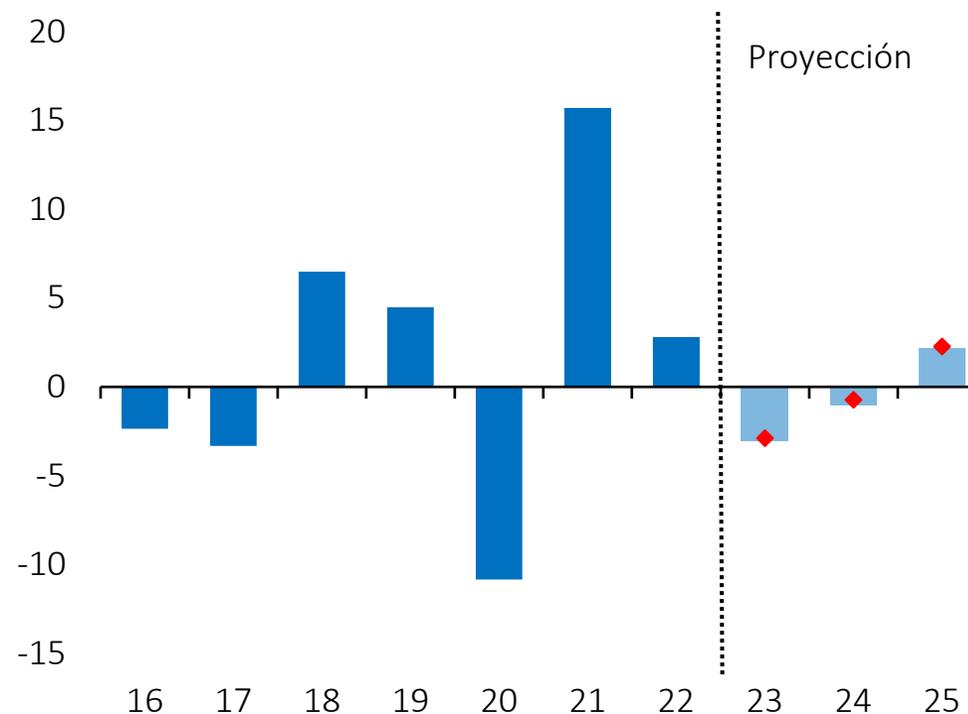


Las proyecciones nuevamente incorporan una contracción de los principales componentes de la demanda este año.

Consumo privado (*) (variación real anual, porcentaje)



Formación bruta de capital fijo (*) (variación real anual, porcentaje)



(*) Rombos corresponden a las proyecciones del escenario central del IPoM de marzo de 2023.

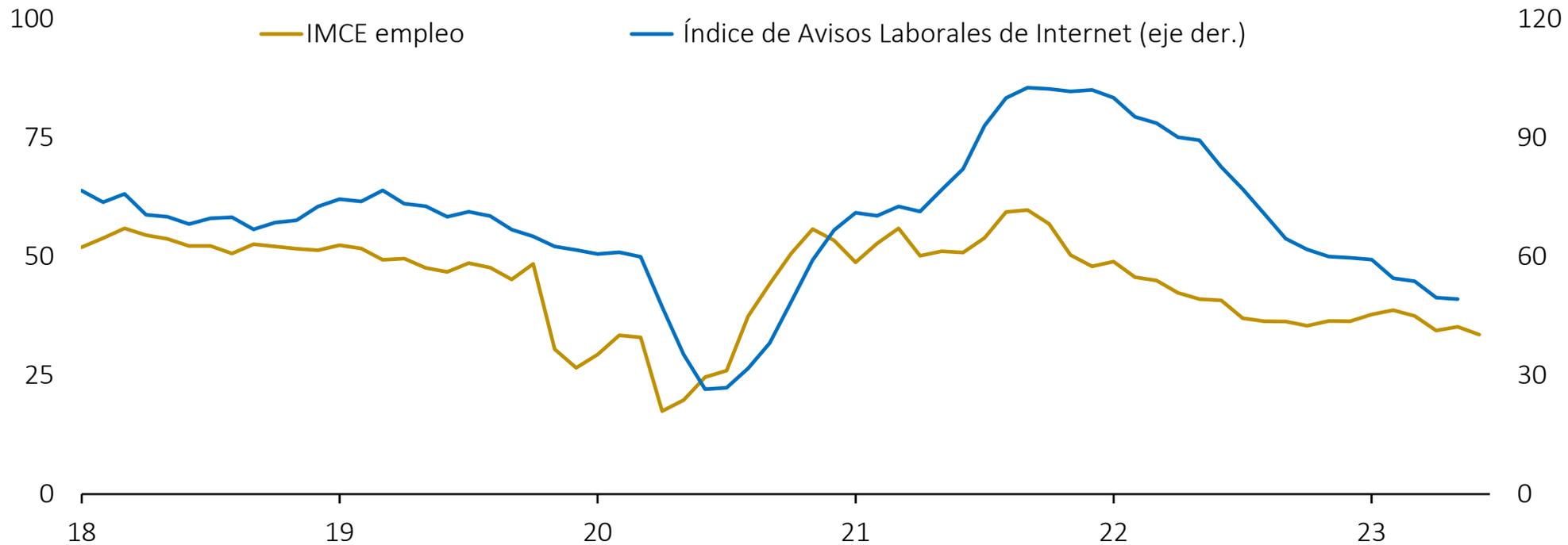
Fuente: Banco Central de Chile.

El comportamiento del consumo irá acompañado de un menor impulso del mercado laboral.



Expectativas de empleo de las empresas (IMCE) e Índice de Avisos Laborales de Internet (*)

(índice; índice enero 2015 = 100, promedio móvil de tres meses)



(*) Para el IMCE, considera el promedio de los indicadores de empleo en comercio, industria y construcción. Un valor bajo (sobre) 50 puntos refleja expectativas de caídas (aumentos) del número de trabajadores en los siguientes tres meses.

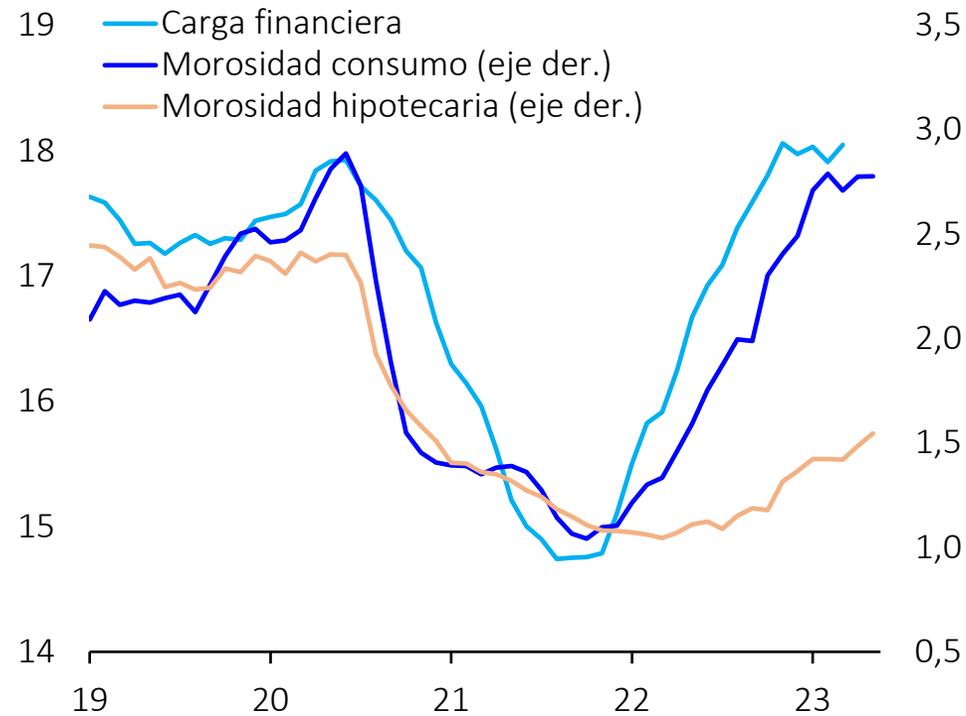
Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

El comportamiento del consumo también se verá afectado por condiciones financieras estrechas.



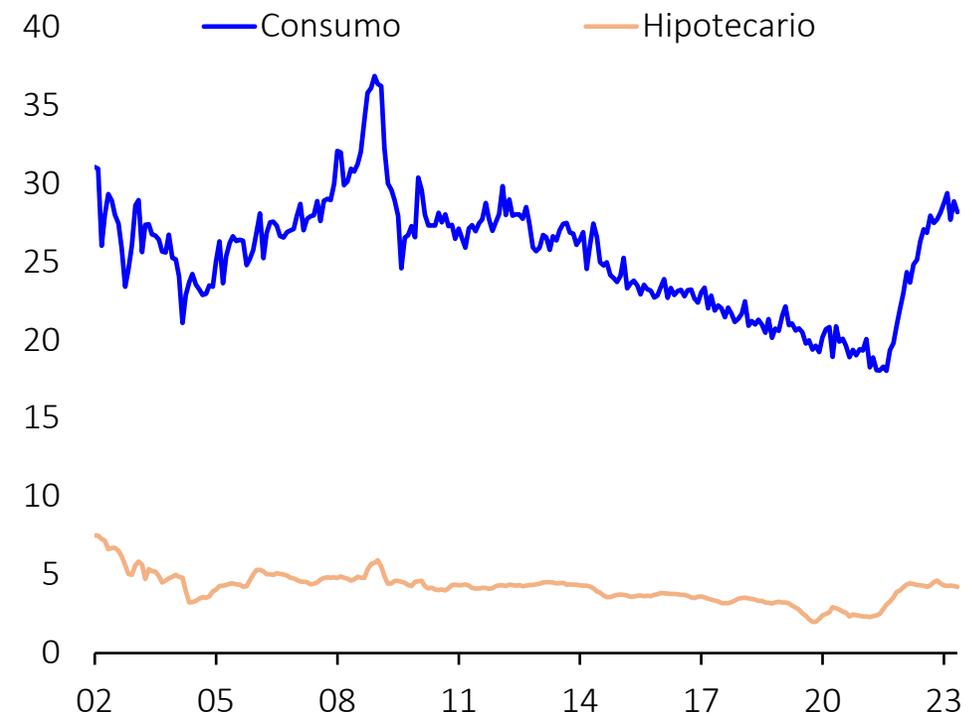
Carga financiera y morosidad de los hogares (1) (2)

(porcentaje)



Tasas de interés de los créditos de consumo e hipotecarios (3)

(índice 2019-2023=100, series desestacionalizadas)

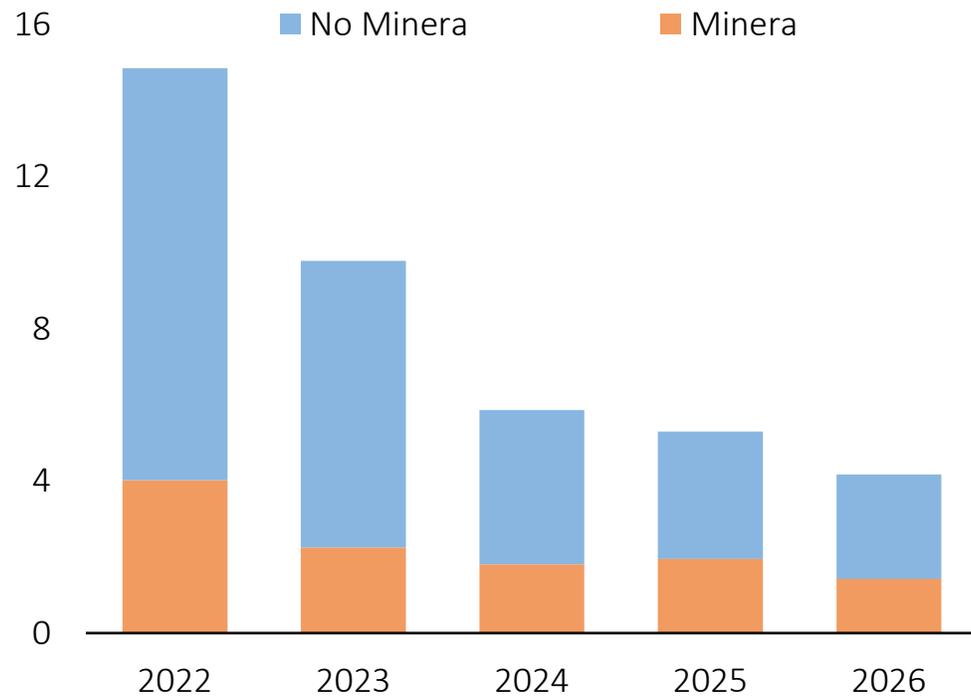


(1) La carga financiera es la del deudor mediano. Ingresos mensuales incluyen componente laboral (asalariados formales) y retiros previsionales prorrateados en seis meses desde recibido el pago. (2) Indicador de morosidad de 90 días o más, en base a estados financieros consolidados localmente. (3) Créditos hipotecarios consideran operaciones en UF. Fuentes: Banco Central de Chile, CMF y SUSESO.

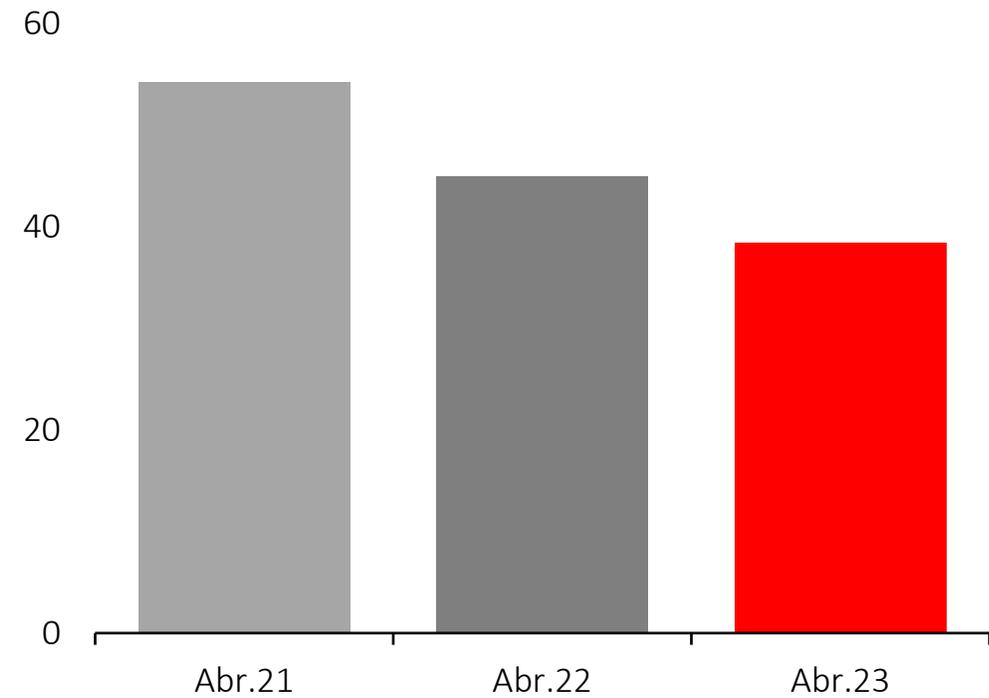
Los catastros de inversión confirman un bajo desempeño de esta parte del gasto en adelante.



Montos de inversión CBC 1T.23 (miles de millones de dólares)



EPN: Inversión planificada para el año (porcentaje de empresas que responden "Sí")



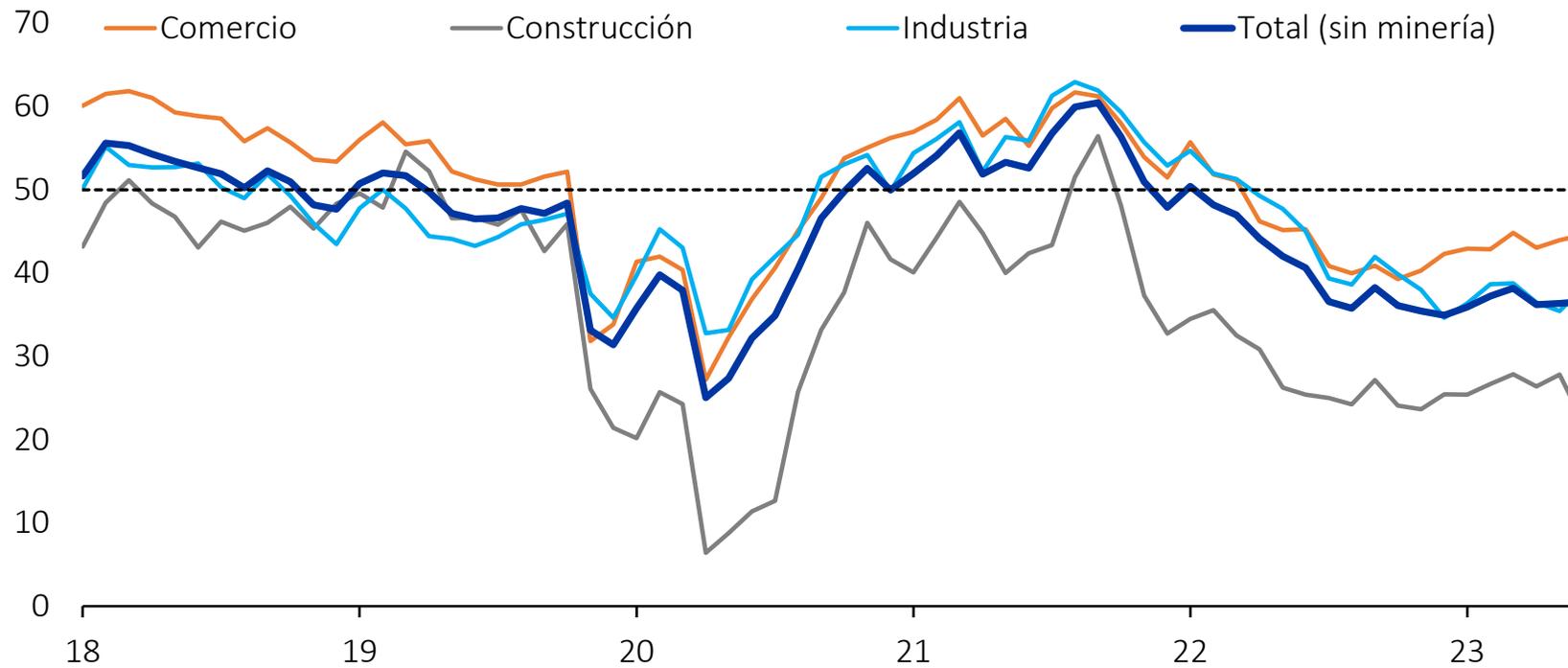
Fuentes: Banco Central de Chile y Corporación de Bienes de Capital (CBC).

Las expectativas de las empresas se mantienen pesimistas, en especial en la construcción.



Expectativas de las empresas (IMCE) (*)

(índice)



(*) Un valor por sobre (bajo) de 50 refleja optimismo (pesimismo).
Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

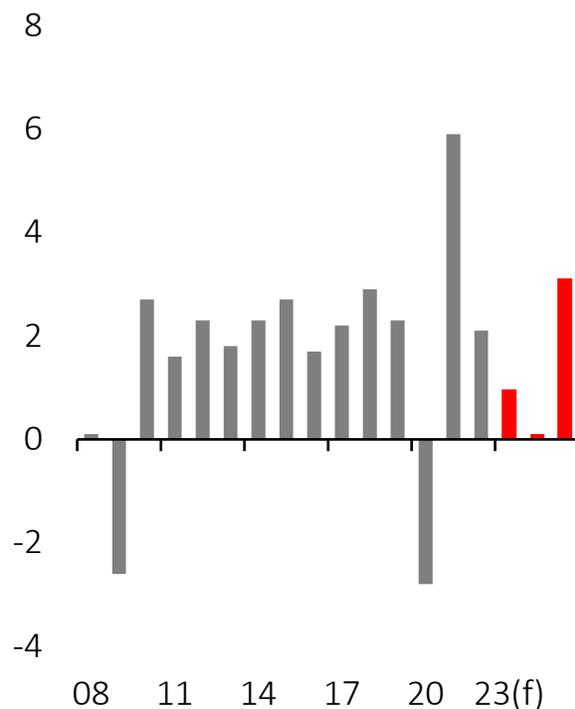
El impulso externo se mantendrá acotado, lo que considera el impacto de la estrechez de las condiciones financieras internacionales y el bajo espacio de las políticas fiscales en el crecimiento mundial.



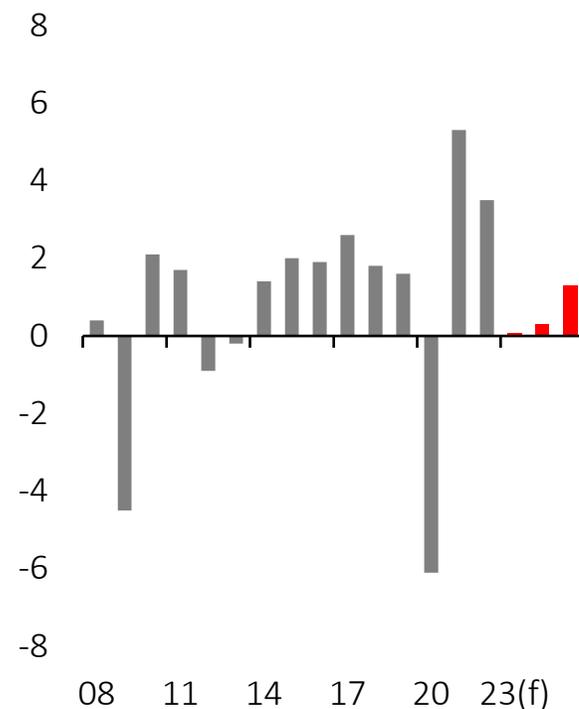
Crecimiento de los socios comerciales (*)

(variación anual, porcentaje)

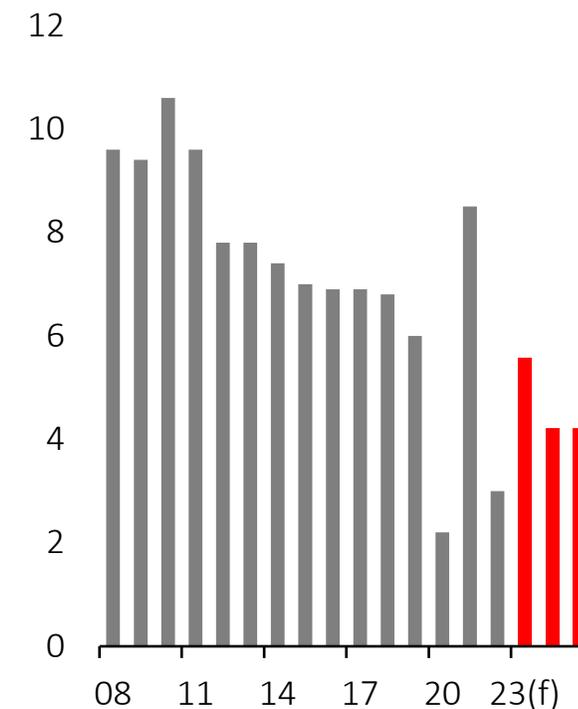
EE.UU.



Eurozona



China



(f) Proyección.

(*) Barras rojas corresponden a las proyecciones del escenario central del IPoM de junio de 2023.

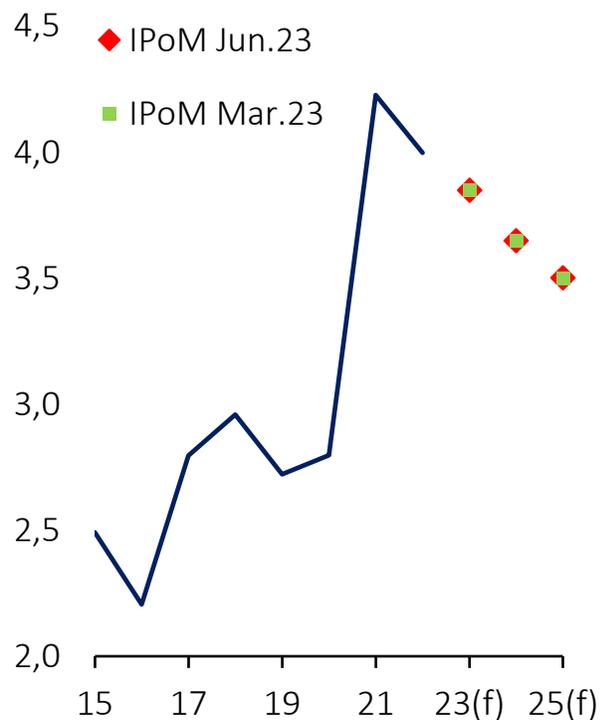
Fuente: Banco Central de Chile.



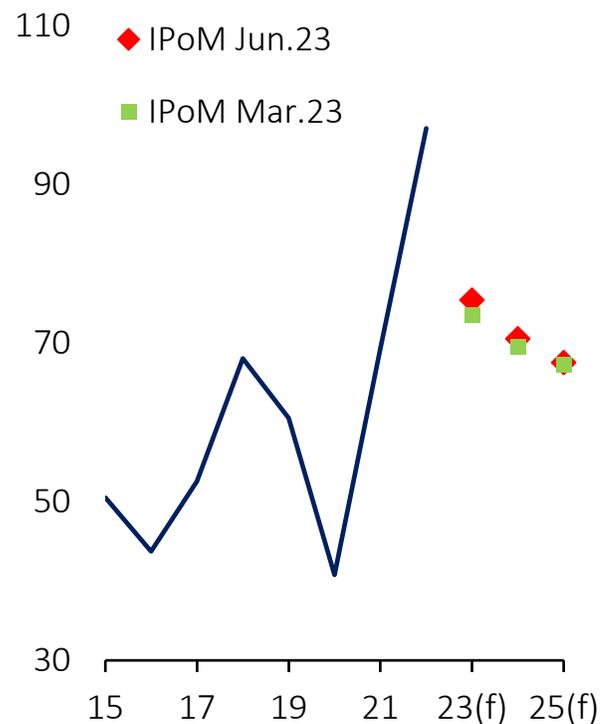
Los precios de las materias primas seguirán una trayectoria descendente, coherente con la debilidad prevista del escenario global.

Precios de materias primas (1) (dólares la libra; dólares el barril; índice)

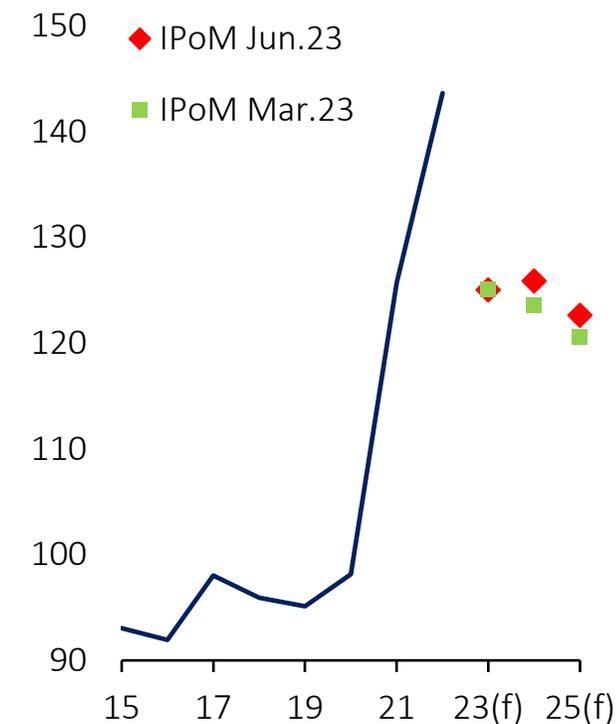
Cobre



Petróleo (2)



Índice FAO alimentos



(f) Proyección.

(1) Precio/índice efectivo corresponde al promedio de cada año. (2) Para el petróleo es el precio promedio entre el barril WTI y Brent.

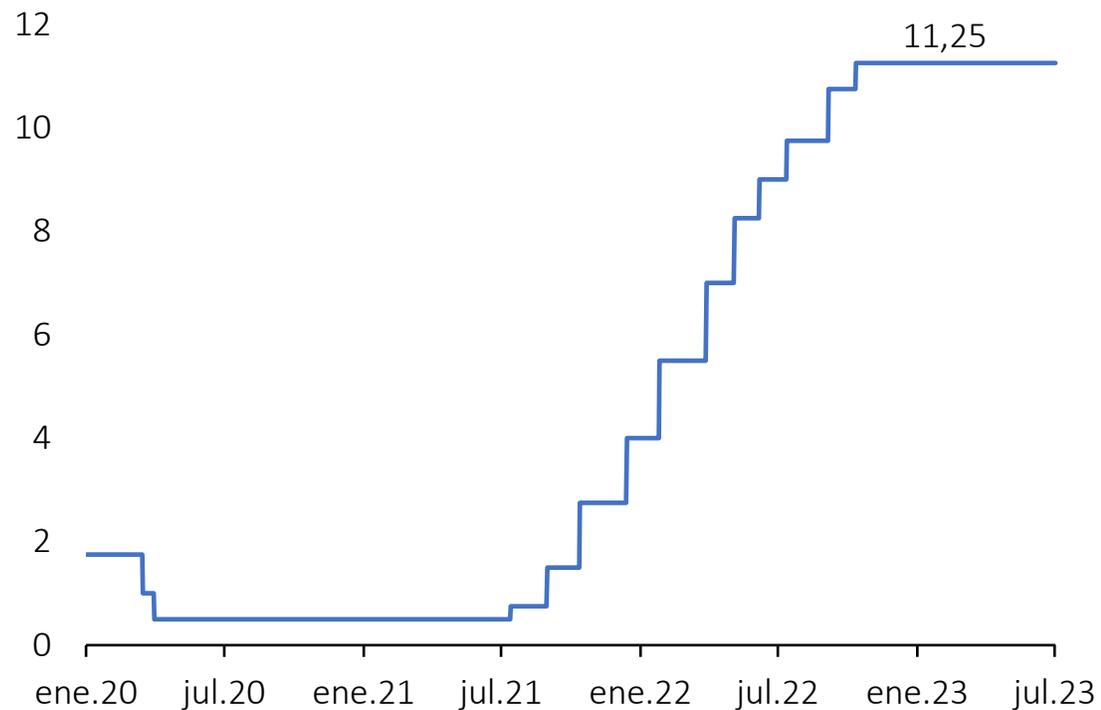
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y FAO.



La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido contractiva por varios trimestres, lo que ha contribuido de forma relevante a la baja de la inflación.

Tasa de política monetaria (TPM)

(porcentaje)

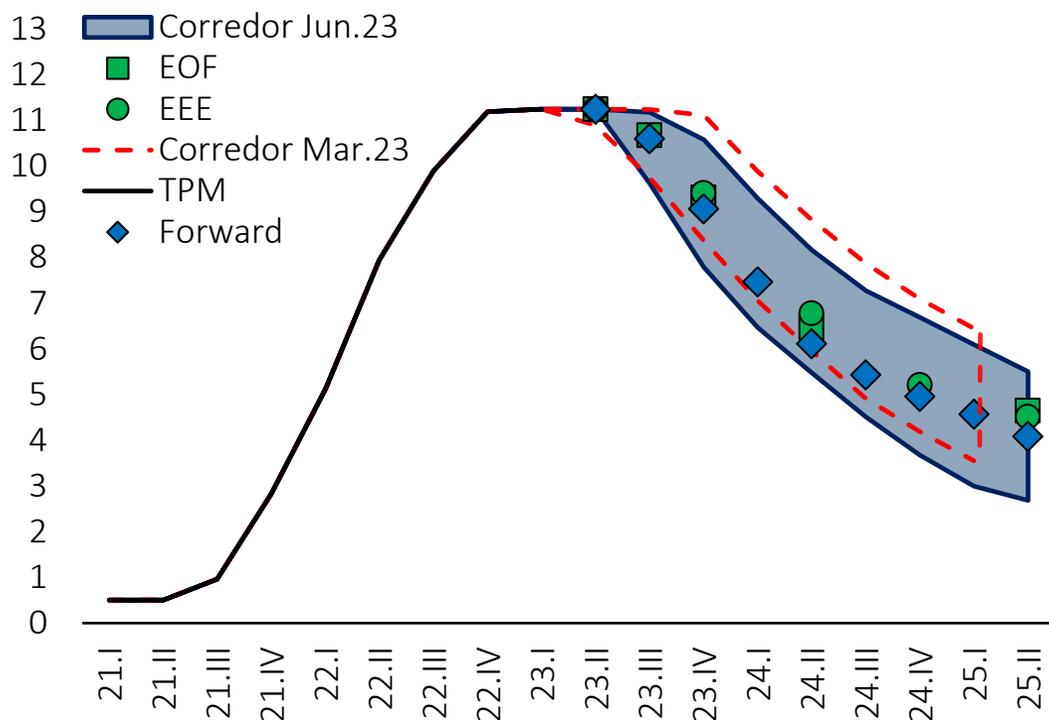


- Si bien los riesgos en torno a la inflación persisten, se han ido equilibrando.
- El Consejo estima que la evolución más reciente de la economía apunta en la dirección requerida.
- De mantenerse estas tendencias, la TPM iniciará un proceso de reducción en el corto plazo. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.
- El Consejo reafirma su compromiso de actuar con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concrete y las condiciones macroeconómicas así lo requieran.

Los bordes del corredor de la TPM reflejan escenarios de sensibilidad donde la velocidad de la convergencia inflacionaria lleva a ajustes de la tasa distintos a los del escenario central.



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



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

En este IPoM, el Consejo estima que situaciones de este tipo están asociadas principalmente al ámbito local. En particular, por la dinámica que tengan la inflación y sus determinantes.

→ El comportamiento de estas variables incidirá en la temporalidad y/o velocidad del proceso de reducción de la TPM.

Borde superior: TPM se reduce a un ritmo más lento debido a que la persistencia de la inflación local es mayor que lo previsto.

- Registros de gasto e IPC que difieran de lo proyectado en el IPoM
- Sorpresas al alza en la inflación de economías desarrolladas, con mayores subidas de sus tasas y depreciación de monedas emergentes a corto plazo. Efectos contractivos a mediano plazo mitigan impactos en TPM.

Borde inferior: Ajuste más rápido de la economía local, convergencia más temprana de la inflación y reducción más acelerada de la TPM.

- Holguras de capacidad se vuelven más negativas
- Ello, en un escenario en que estas dan cuenta de presiones inflacionarias que se han ido conteniendo.

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. En esta ocasión los riesgos emanan principalmente de la situación macrofinanciera global.



Escenarios de riesgo



Los riesgos son significativos.

- Un deterioro mayor de ella podría desencadenar episodios de alta volatilidad, reducir la liquidez y fomentar la salida de capitales desde el mundo emergente.
- Esto llevaría a un estrechamiento de las condiciones financieras globales superior al previsto, que provocaría restricciones adicionales para la economía chilena, lo que reduciría de forma significativa las presiones inflacionarias.
- En ese escenario de riesgo, serían necesarios recortes de la TPM más pronunciados que los que indica el borde inferior del corredor.



La economía ha ido avanzando en la resolución de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en los últimos años. Esto ha permitido reducir la inflación en línea con lo previsto, avanzando en la consolidación de su convergencia a la meta de 3%. En general, la actividad y la demanda interna han evolucionado acorde con lo esperado, aunque con una caída mayor a la anticipada en el componente durable del consumo privado. Considerando estos antecedentes, las proyecciones del escenario central contienen pocos cambios respecto del IPoM de marzo.

TPM

La TPM se ha mantenido contractiva por varios trimestres, lo que ha contribuido de forma relevante a la baja de la inflación. Si bien los riesgos en torno a esta persisten, se han ido equilibrando.



El Consejo estima que la evolución más reciente de la economía apunta en la dirección requerida. De mantenerse estas tendencias, la TPM iniciará un proceso de reducción en el corto plazo. Su magnitud y temporalidad tomará en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.



INFORME DE POLITICA MONETARIA
JUNIO 2023

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

