

INFORME DE POLITICA MONETARIA

DICIEMBRE 2022

Rosanna Costa C., Presidenta



SALAR DE TARA

Región de Antofagasta

Política Monetaria del Banco Central de Chile



El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía. Para preservar ese rol, la política monetaria debe proteger el valor de la moneda nacional, el peso, buscando que la inflación sea baja y estable. Lograr esto promueve el bienestar de las personas, al cuidar el poder adquisitivo de sus ingresos y procurar que la economía funcione mejor. Cuando se logra que la inflación sea baja y estable, la política monetaria puede además moderar las fluctuaciones del empleo y la producción.

El Banco Central de Chile conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Esto es parecido a lo que se hace en otros países que, como Chile, tienen flotación cambiaria, y es lo que denomina esquema de metas de inflación.

La Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco para lograr la meta de inflación. Su nivel se decide en la Reunión de Política Monetaria, que se realiza ocho veces al año. En la práctica, la TPM es una tasa de interés de referencia para determinar el costo del dinero y otros precios financieros, como el tipo de cambio y las tasas de interés de más largo plazo. A su vez, estas variables afectan la demanda de bienes y servicios y, por esa vía, los precios y la inflación. Las decisiones de política monetaria toman varios trimestres para verse reflejadas por completo en la economía, lo que justifica que la política monetaria se realice con un punto de vista prospectivo, teniendo como foco primordial la proyección de inflación a dos años plazo y no solo la inflación de hoy.

Como el Banco Central toma sus decisiones de política monetaria autónomamente, debe dar cuenta constantemente de ellas y de sus resultados a la ciudadanía en general. Esto no solo le corresponde por ser un organismo del Estado en una sociedad democrática, sino que también por el hecho que una política monetaria creíble, y que es comprendida por las personas, permite mantener la inflación baja y estable. A través del Informe de Política Monetaria (IPoM), el Banco comunica al público general su visión sobre la evolución reciente de la economía, sus proyecciones para los próximos años y la forma en que, en ese contexto, manejará la política monetaria para cumplir con la meta de inflación.



¿Qué nos dice este IPoM?



La economía chilena sigue su proceso de ajuste tras el excesivo aumento del gasto en 2021.



La inflación bajará en los próximos meses.



Sin embargo, aún hay muchos riesgos. Los principales están asociados a lo que pase en el resto del mundo.



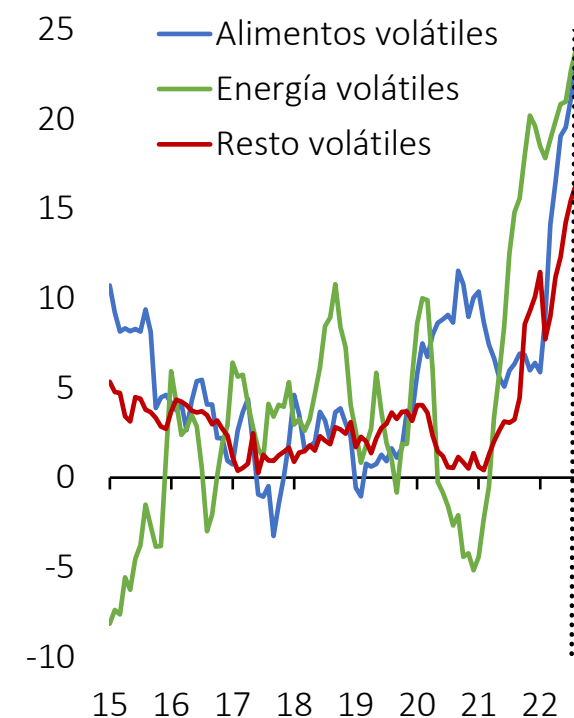
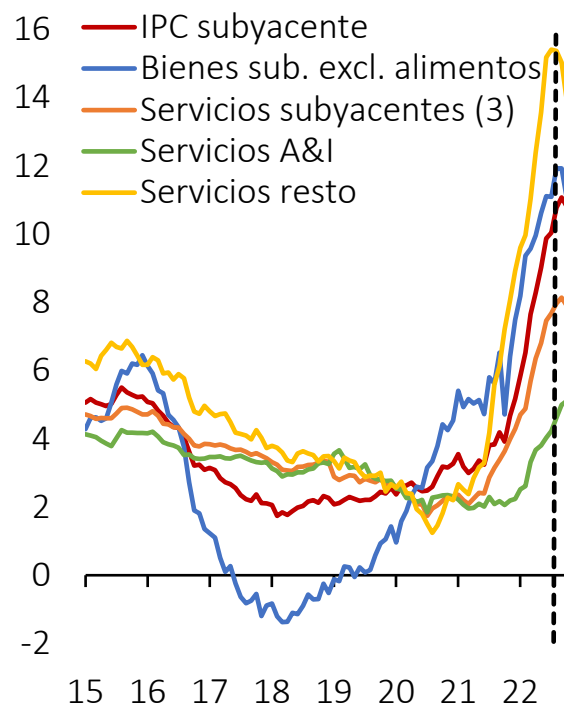
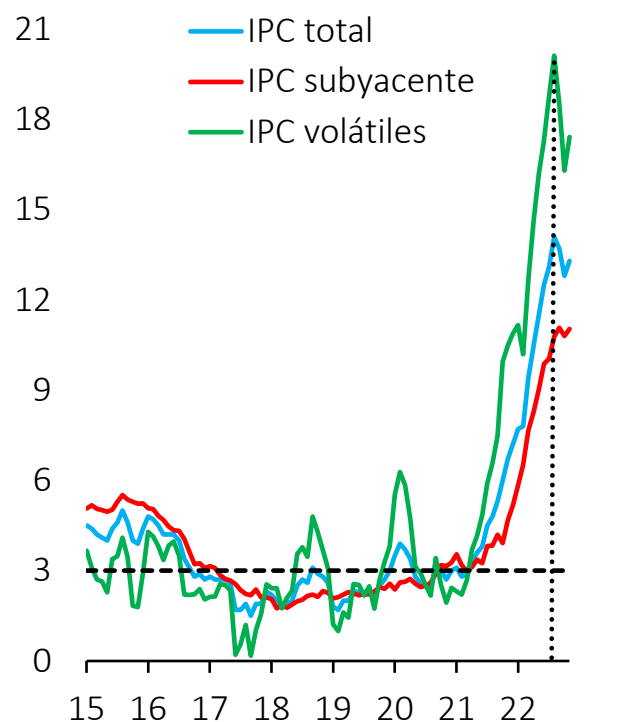
El Banco Central seguirá haciendo todo lo necesario para bajar la inflación.

La inflación total y subyacente siguen en niveles muy elevados.



Indicadores de inflación (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



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

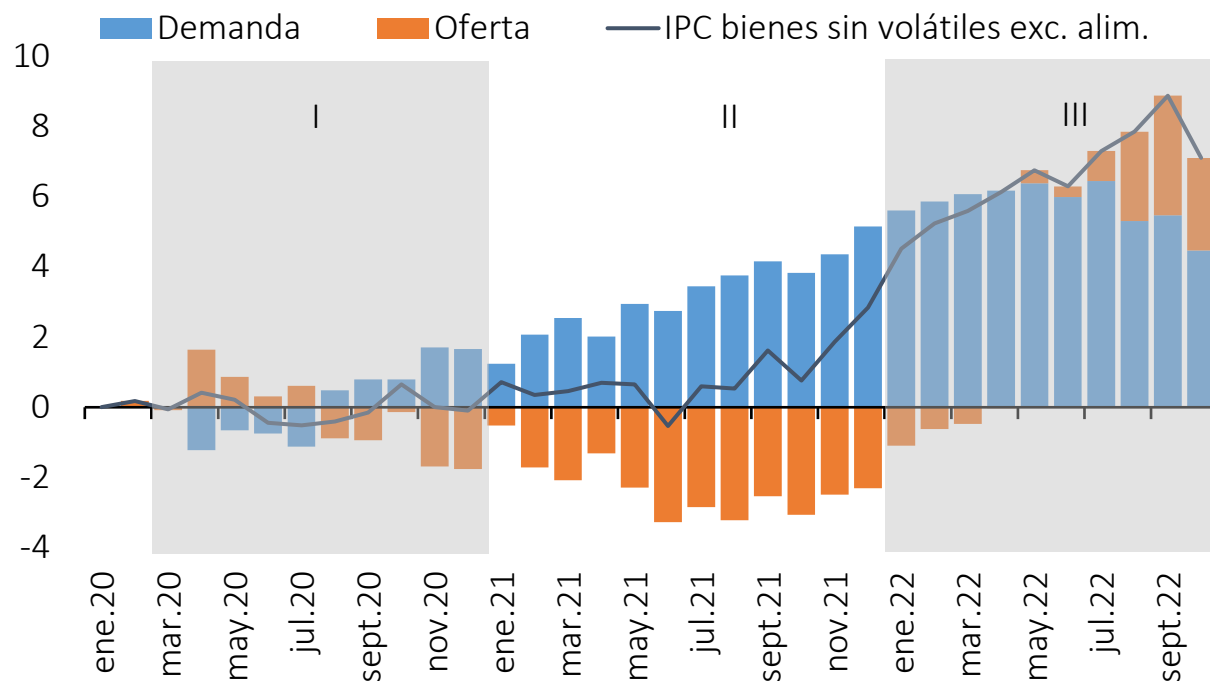
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Los factores de demanda han ido retrocediendo, coherente con el ajuste de la economía y del consumo. A su vez, los factores de costos que cobraron más fuerza en los últimos trimestres han comenzado a moderarse.



Descomposición estructural del IPC de bienes sin volátiles excl. alimentos (*)

(variaciones acumuladas desde enero 2020, puntos porcentuales)



(*) Para detalle metodológico, ver Recuadro I.1, IPoM diciembre 2022. La línea negra representa la evolución acumulada desde marzo 2020 hasta octubre 2022. Las áreas sombreadas denotan los siguientes periodos: (I) marzo – diciembre 2020, (II) enero – diciembre 2021 y (III) enero – octubre 2022. Fuente: [Carlomagno et al. \(2022\)](#) en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas, Servicio de Impuestos Internos y Banco Central de Chile.

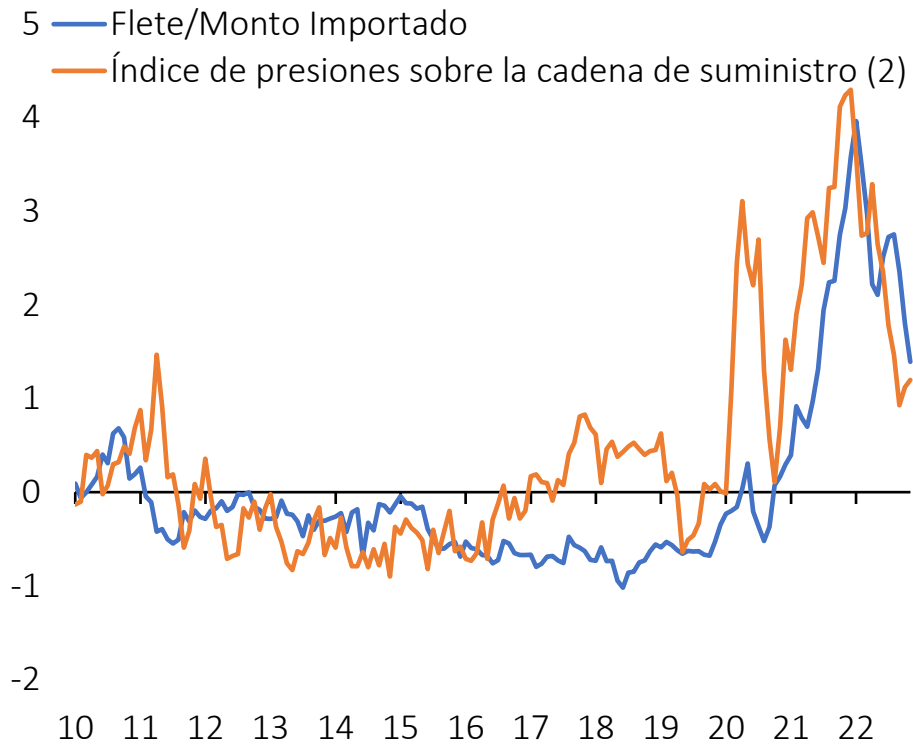
- ➔ El excesivo crecimiento que tuvo el gasto desde 2021 es la principal causa de la alta inflación que hoy sufre la economía chilena.
- ➔ Entre fines de 2021 y 2022 se sumaron los problemas en las cadenas de distribución mundial, los efectos de la guerra en Ucrania y el alza del valor dólar.
- ➔ En los últimos meses, el ajuste de la economía y del consumo **ha comenzado a reducir las presiones de demanda sobre los precios.**
- ➔ Además, la disminución de los precios de las materias primas y la reducción de los problemas logísticos **ha estabilizado las presiones de oferta sobre los precios.**

Sobresale a nivel global la normalización de las cadenas de suministro y la baja de los precios de las materias primas.



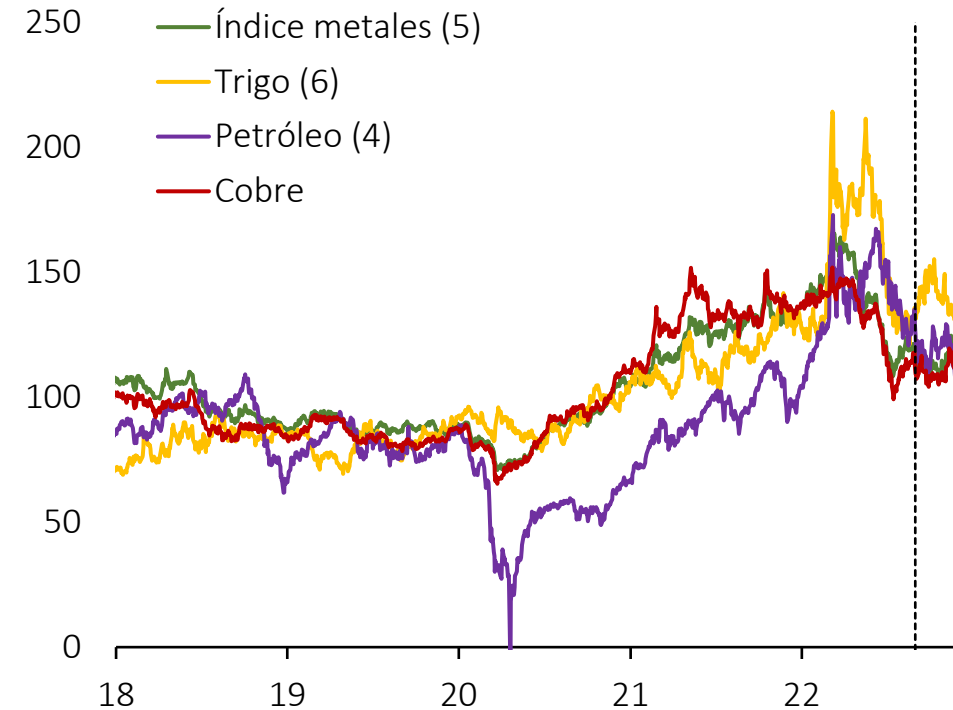
Costos de transporte y cuellos de botella (1)

(desviaciones estándar)



Precios de materias primas (3)

(índice, promedio 2010-2022=100)



(1) Desviaciones estándar respecto de su promedio. (2) Corresponde al Global Supply Chain Pressure Index. (3) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPOM de septiembre 2022. (4) Promedio WTI-Brent. (5) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (6) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes.

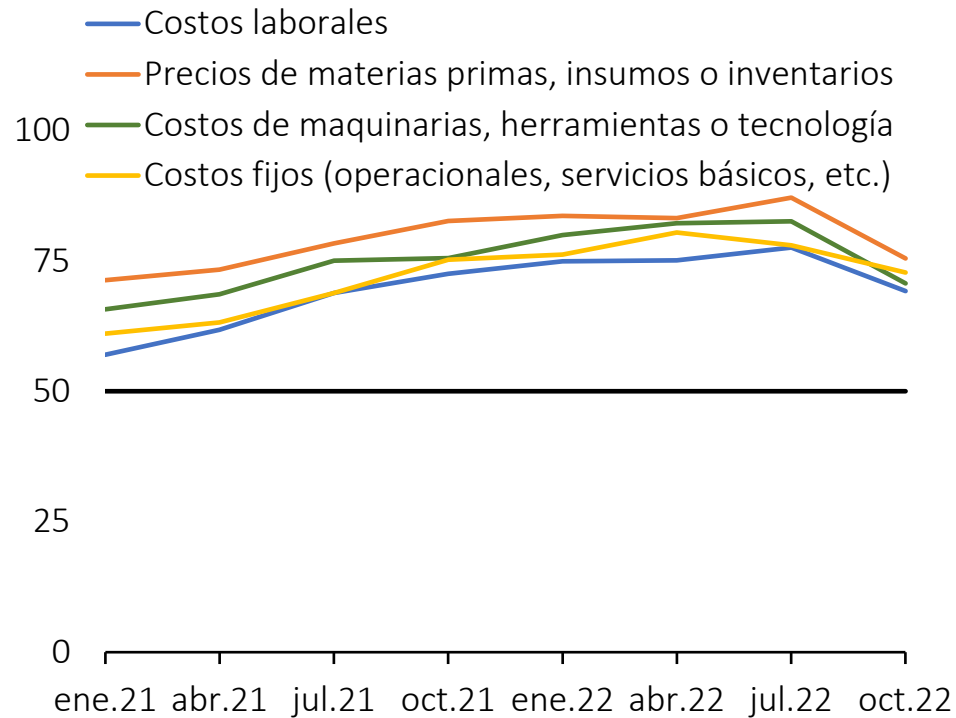
Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile en base a microdatos del Servicio Nacional de Aduanas de Chile y Fed NY.

Las empresas locales han percibido estas menores presiones de los costos, aunque el nivel y las fluctuaciones del tipo de cambio seguían siendo un tema relevante.



IPN: Percepción de la evolución de costos de la empresa en los últimos 3 meses (1)

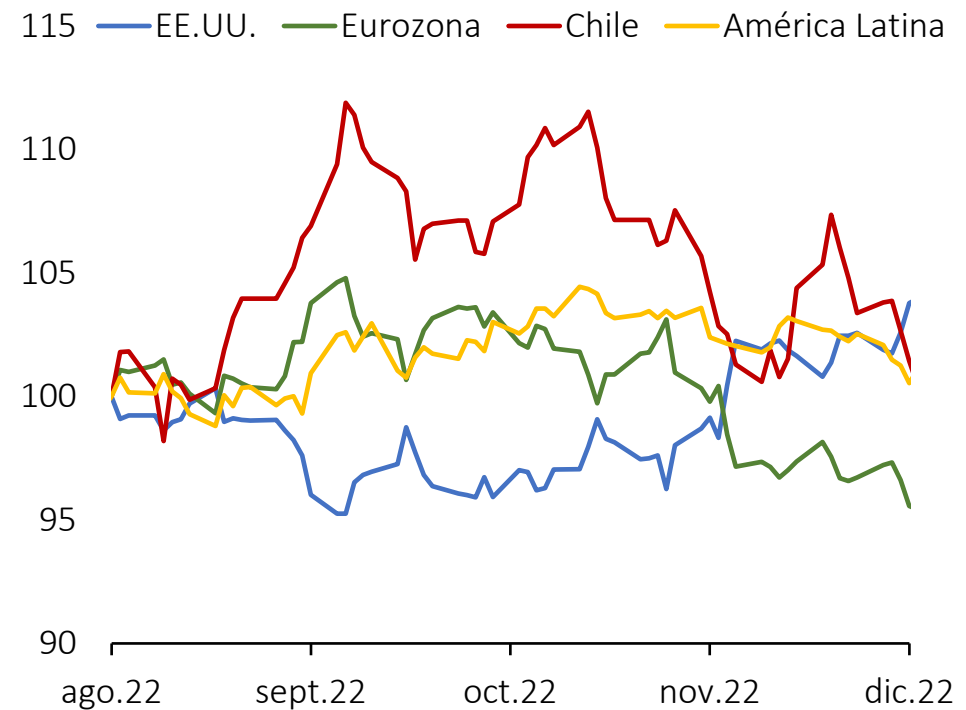
(índice de difusión)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 representa una mayor proporción de respuestas de aumento (disminución). Respuestas ponderadas por tamaño de la empresa. La ponderación por tamaño incorpora la importancia económica de las empresas en el índice, dándole un mayor peso a las respuestas de las empresas con mayor participación en el valor agregado. (2) Considera movimientos desde el cierre estadístico del IPoM de septiembre (31 de agosto). (3) Para América Latina considera el promedio simple de los tipos de cambio de Brasil, México, Colombia y Perú. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Monedas (2) (3)

(índice 31.ago.22=100)

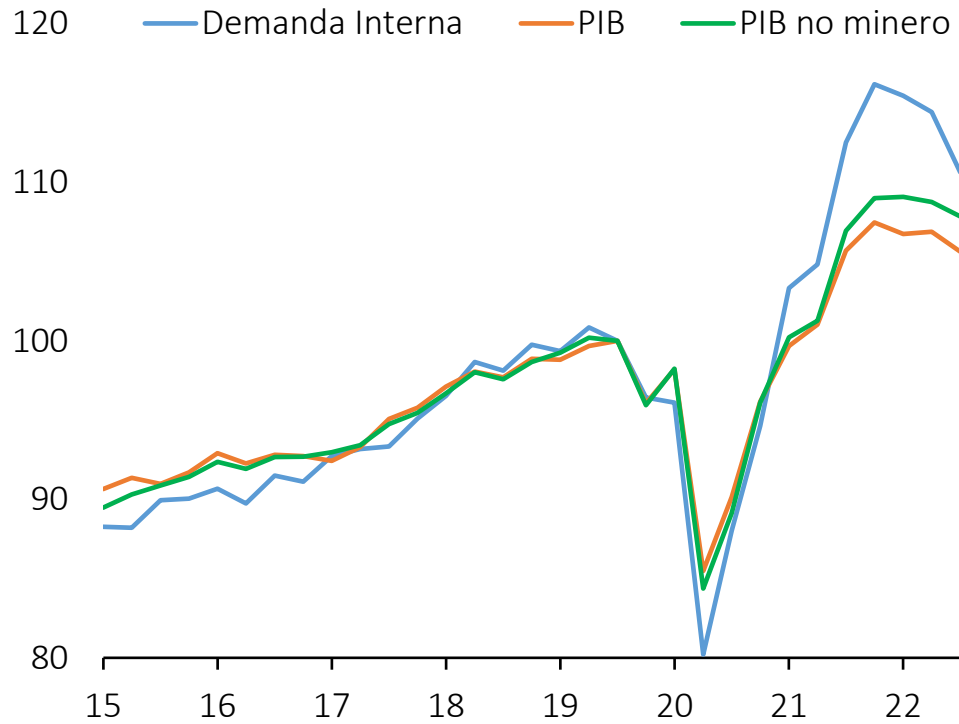


Las presiones de demanda también se han moderado. Los datos recientes confirman que la economía ha seguido ajustándose.



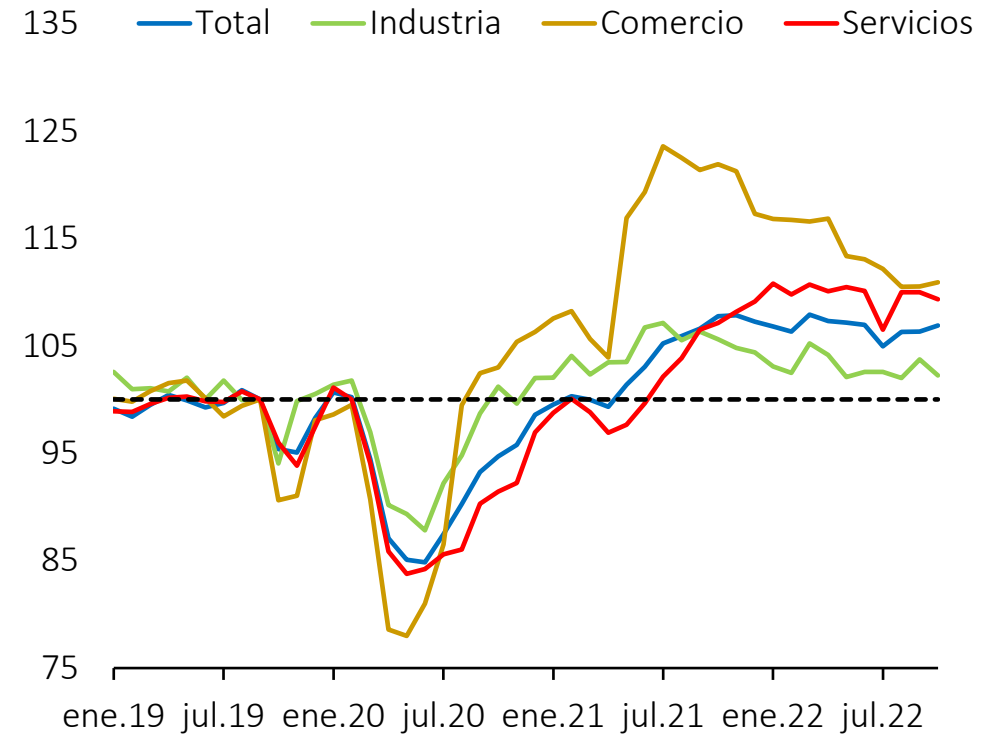
Indicadores de actividad

(índice, tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



Imacec

(índice septiembre 2019 = 100, serie desestacionalizada)



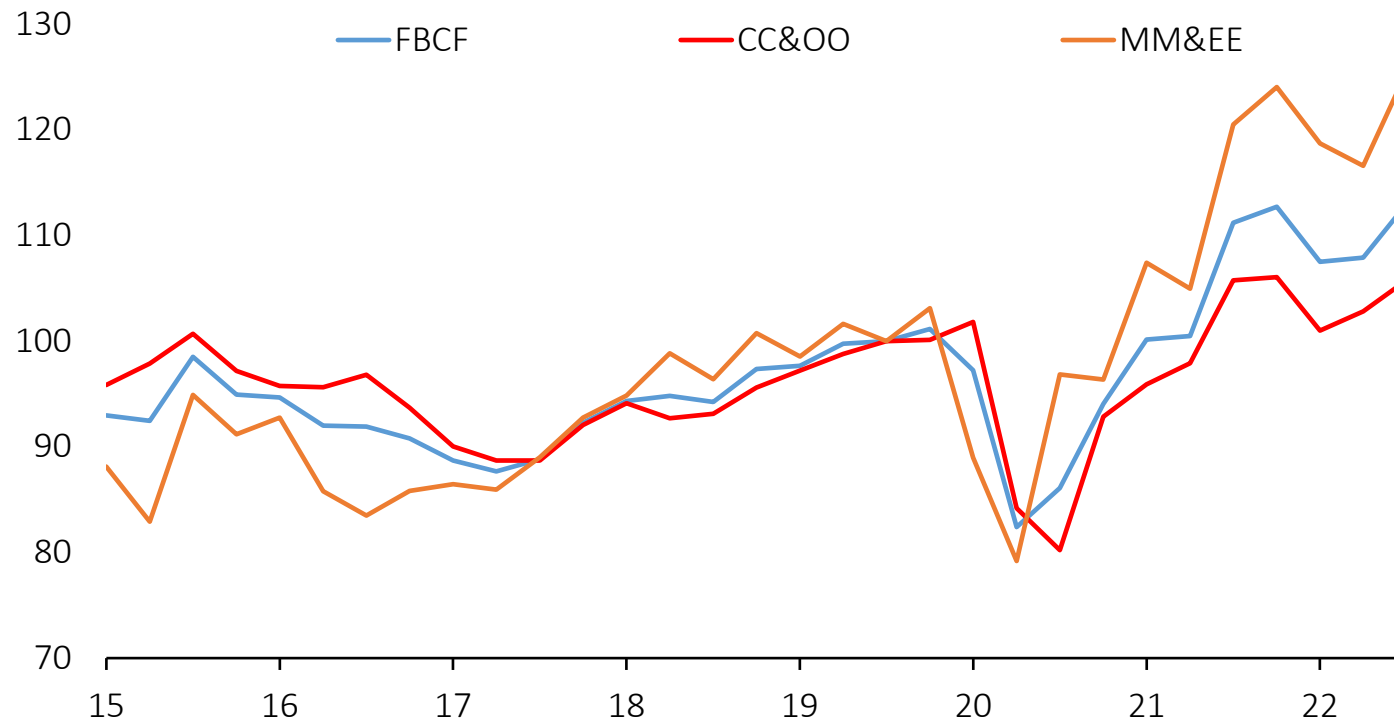
Fuente: Banco Central de Chile.

La inversión del tercer trimestre superó lo anticipado, aunque estuvo concentrada en sectores específicos.



Inversión

(índice, tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)

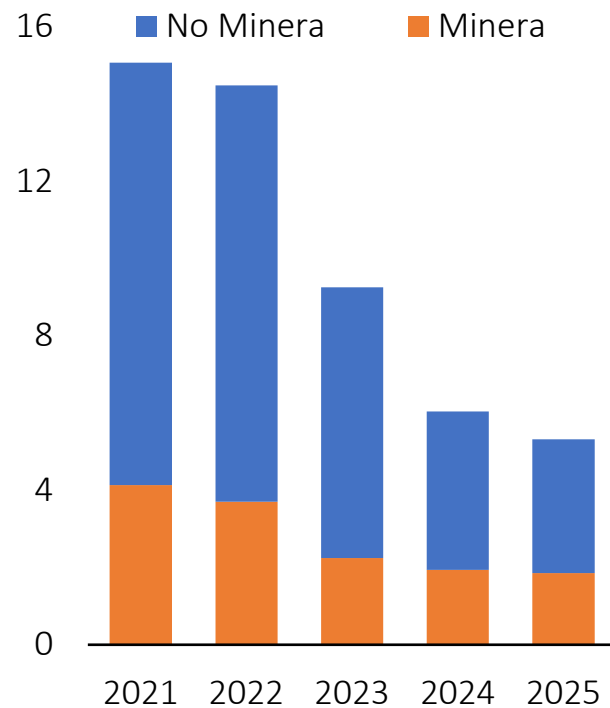


Fuente: Banco Central de Chile.

Las perspectivas para la inversión siguen siendo débiles. Sin embargo, la incertidumbre local ha disminuido, lo que podría favorecer la inversión hacia adelante.



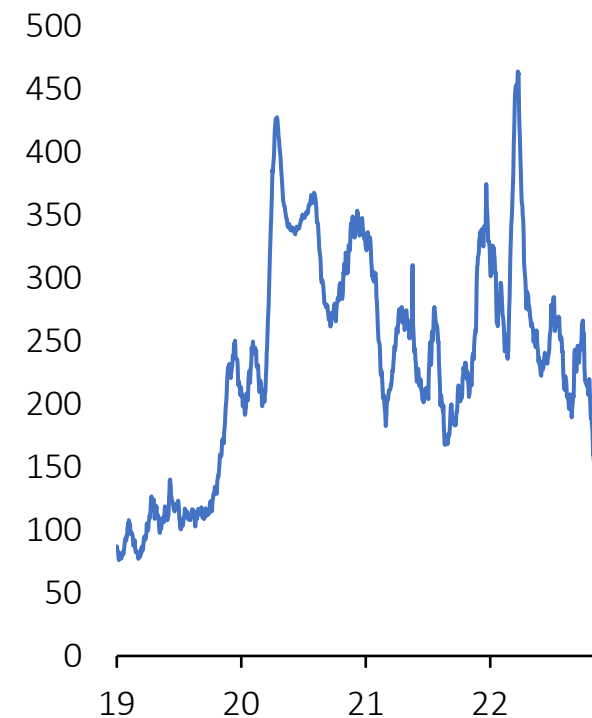
Montos de inversión CBC 3T.22
(miles de millones de dólares)



IPN: Razones para no invertir el próximo año
(porcentaje de empresas que no invertirá)



Incertidumbre económica (DEPUC)
(índice)



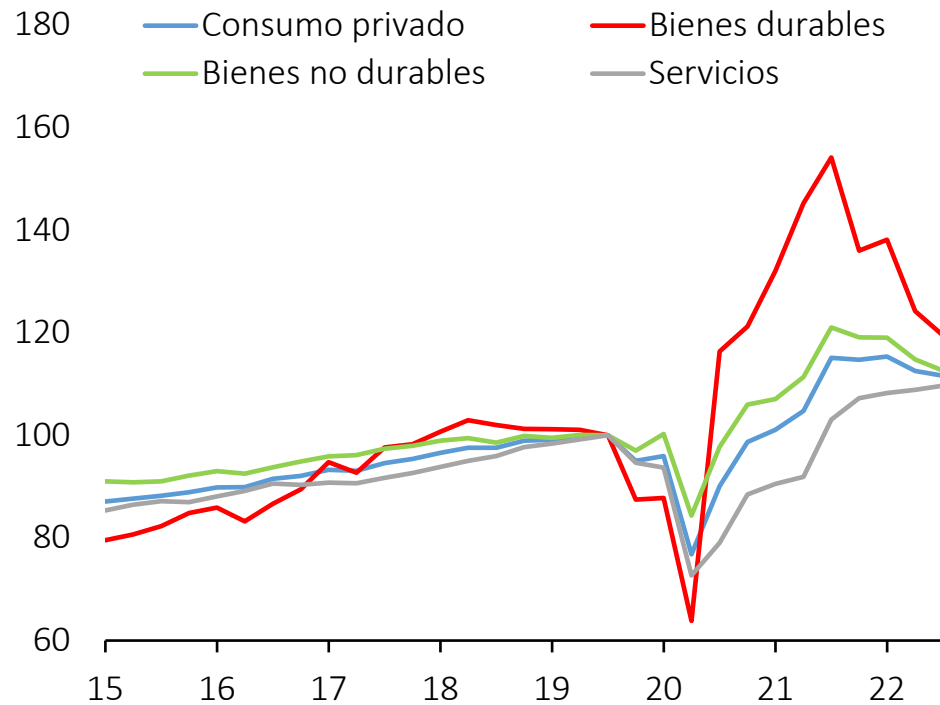
Fuentes: Banco Central de Chile, Corporación de Bienes de Capital y [Becerra y Sagner \(2020\)](#).

El consumo ha continuado con el ajuste que ha mostrado durante el año, coherente con el agotamiento de la liquidez acumulada y el debilitamiento de sus fundamentos.



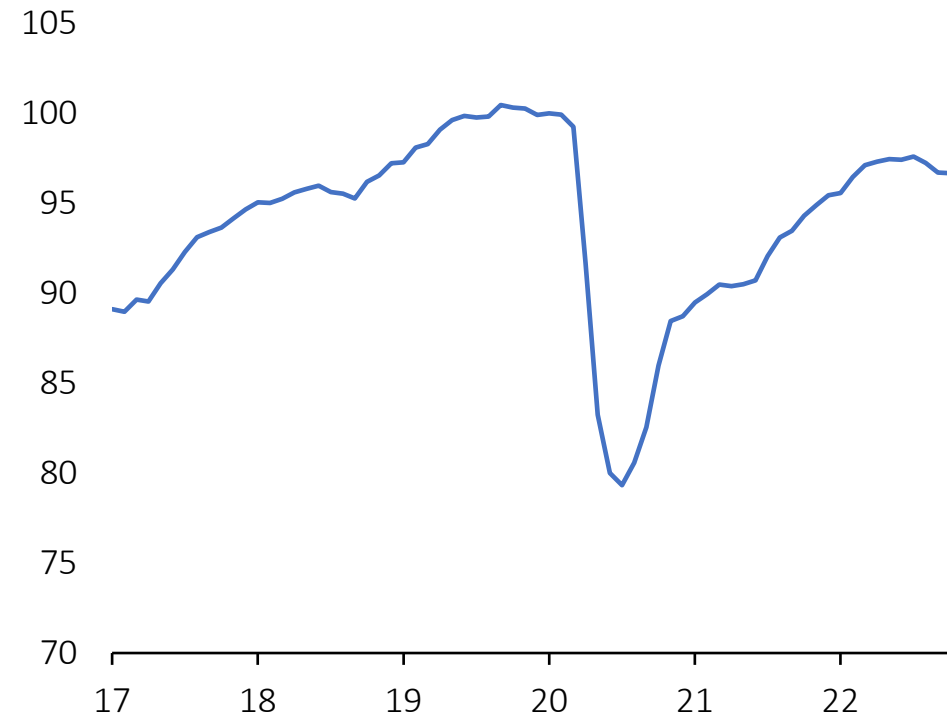
Consumo

(índice, tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



Masa salarial real (*)

(índice ene.20 = 100, desestacionalizado)

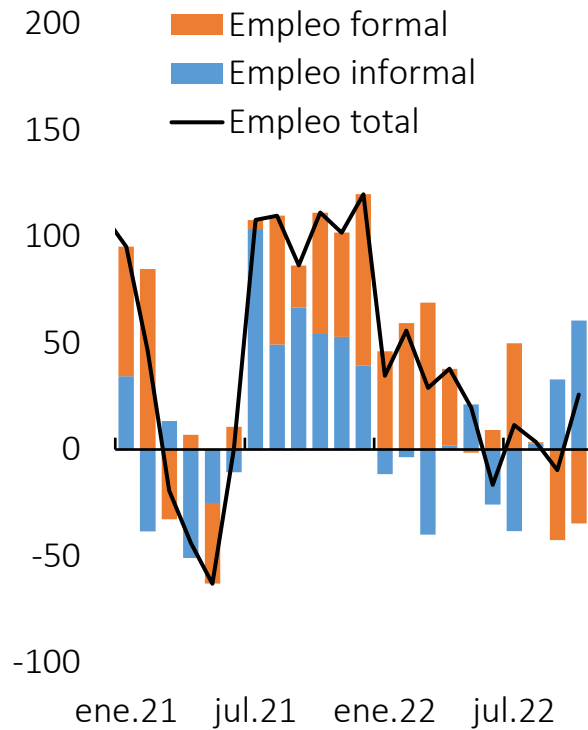


(*) Cálculo en base a series desestacionalizadas de IREM real, horas habituales trabajadas y ocupación.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Chile.

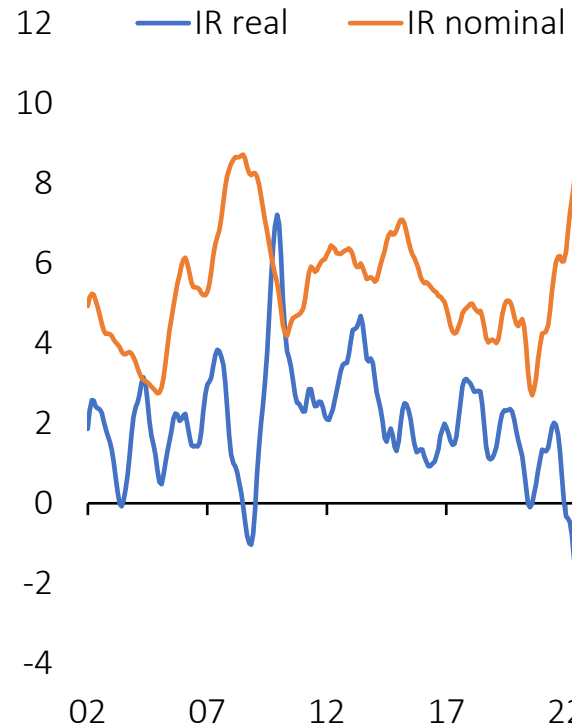
La creación de empleo permanece baja y los salarios reales continúan disminuyendo. Algunos indicadores sugieren un posible deterioro más adelante.



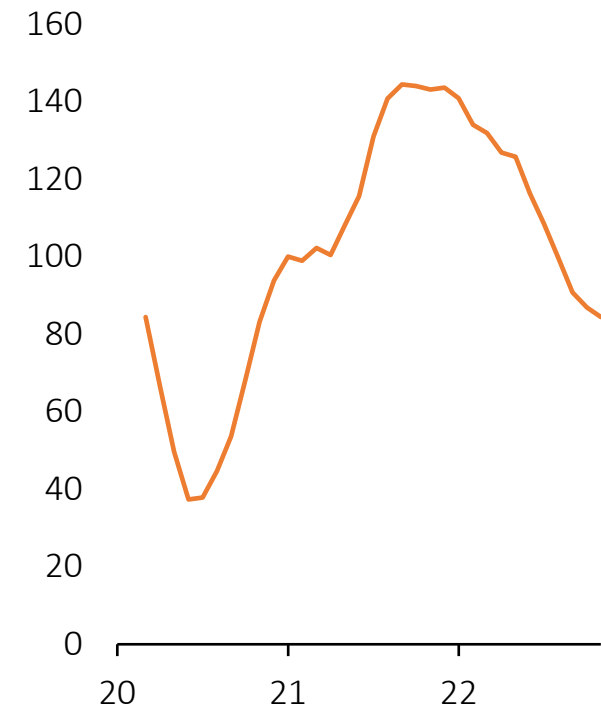
Empleo formal e informal (variación t.móvil/t.móvil, miles)



Índice de remuneraciones (porcentaje, velocidad trimestral anualizada, promedio móvil anual)



Demanda laboral (IALI) (índice enero 2021 = 100, promedio móvil 3 meses)



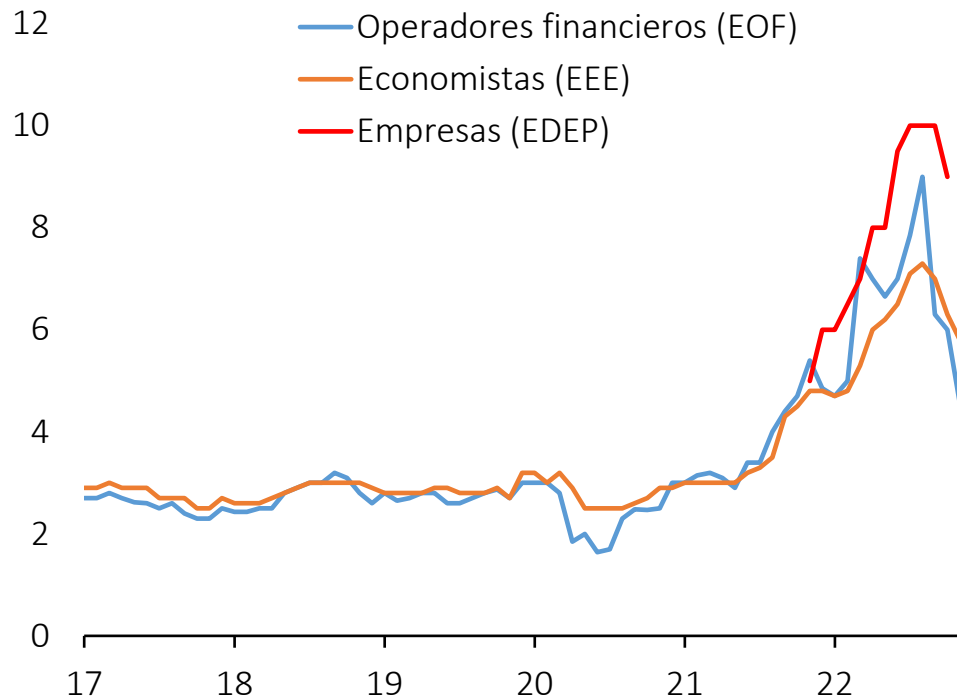
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Chile.

Al mismo tiempo, las expectativas de inflación siguen altas, más allá de alguna moderación reciente.

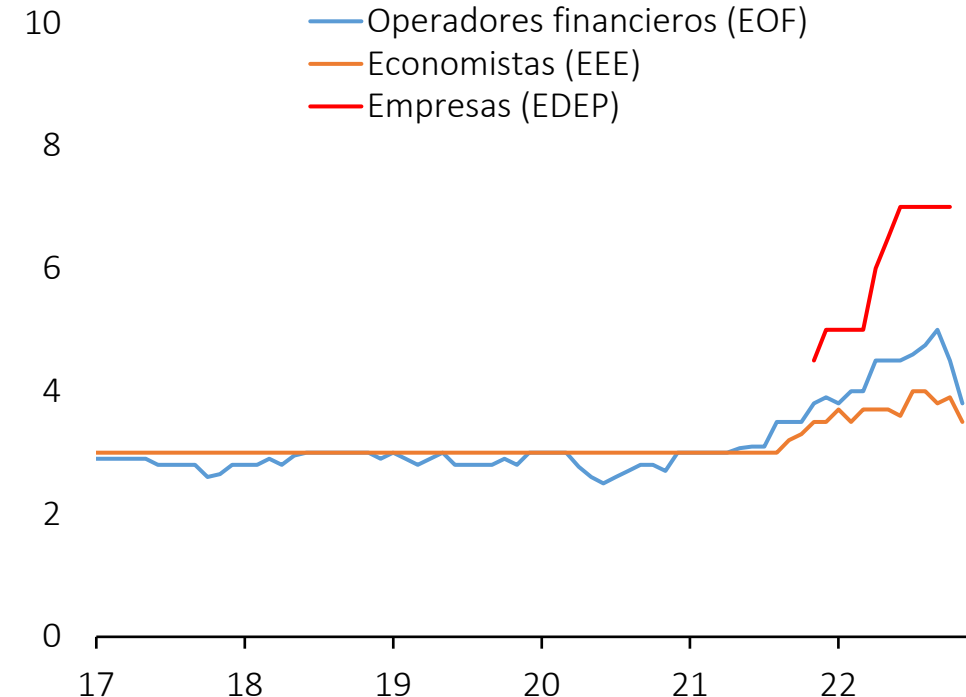


Expectativas de inflación (variación anual, porcentaje)

A un año (1) (2)



A dos años (1) (2)



(1) Se muestran las medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de diciembre 2022. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible. Fuente: Banco Central de Chile.

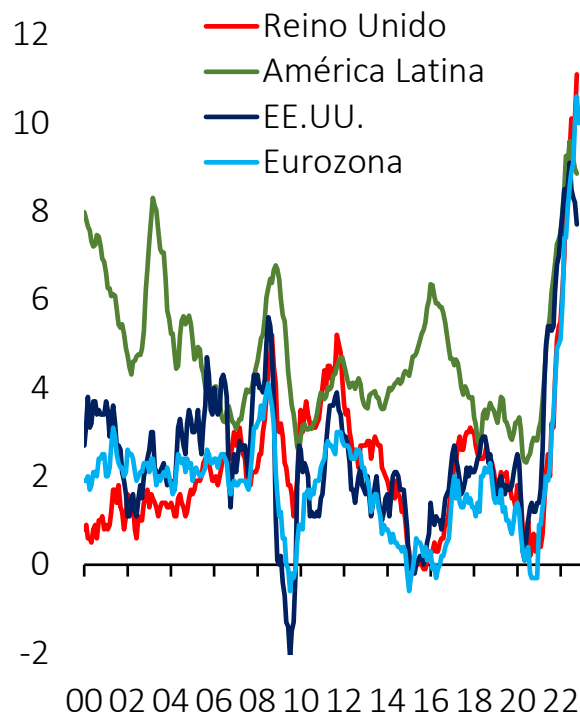
En el plano externo, la inflación ha seguido en niveles altos, pese a cierta moderación en algunas economías.



Inflación mundial (1) (2)

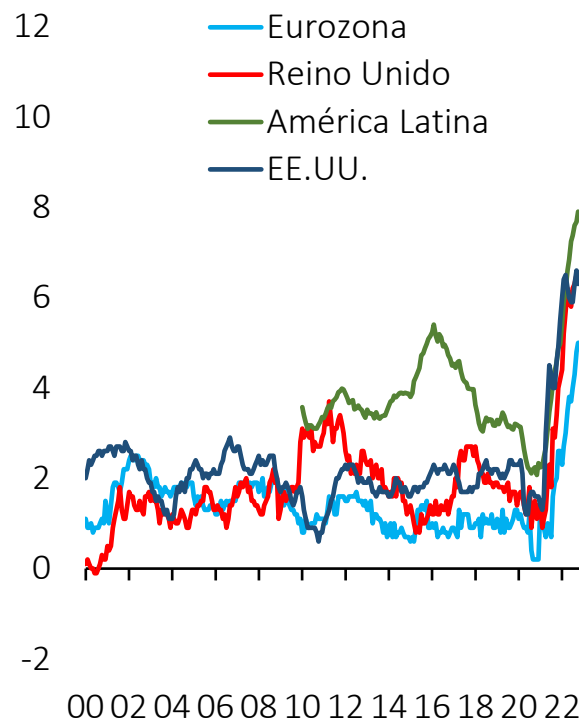
Inflación total

(variación anual, porcentaje)



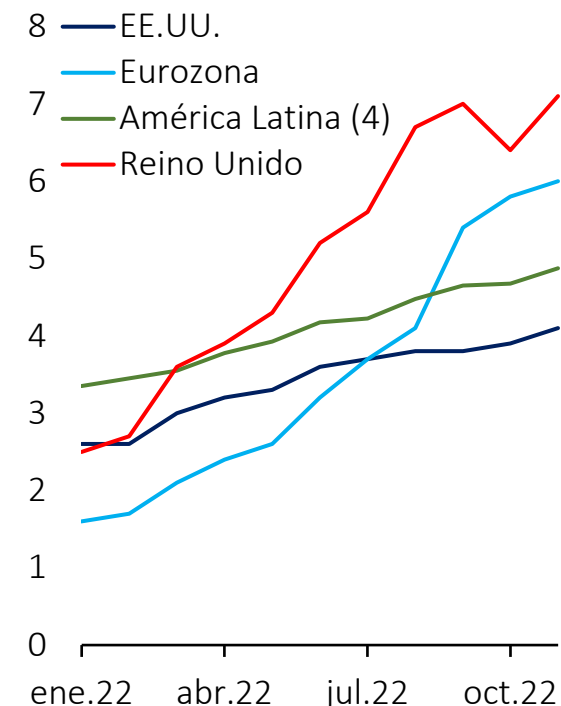
Inflación subyacente (3)

(variación anual, porcentaje)



Proyecciones de inflación para 2023

(variación promedio anual, porcentaje)

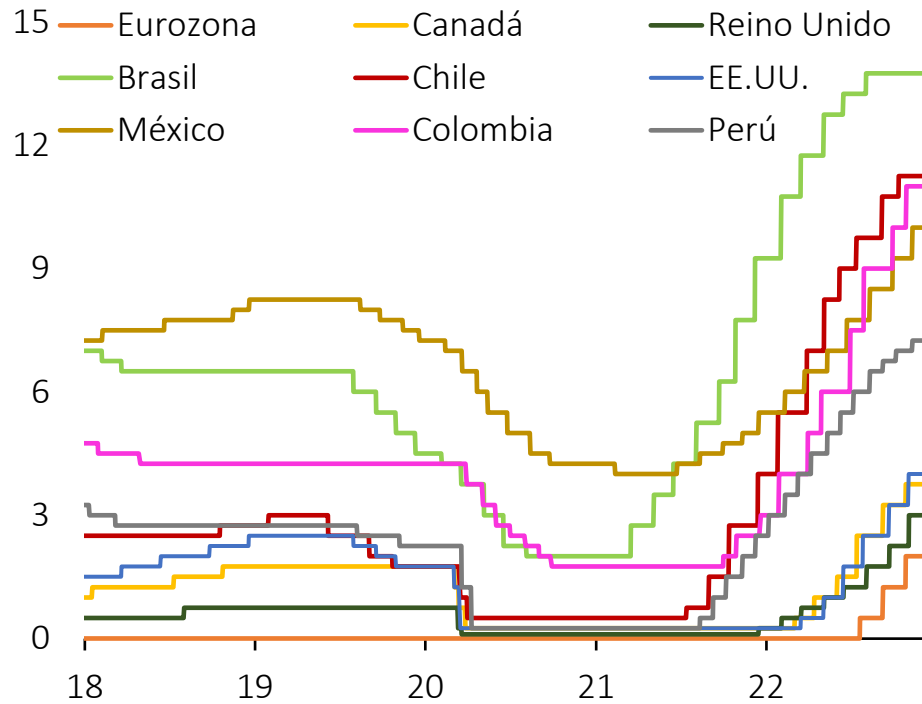


(1) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, México, Perú y Colombia. (2) Para Eurozona, el dato de noviembre corresponde a entrega preliminar. (3) Excluye alimentos y energía. (4) Corresponde al promedio simple de la inflación anual a diciembre 2023 para México, Colombia, Brasil y Perú. Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.

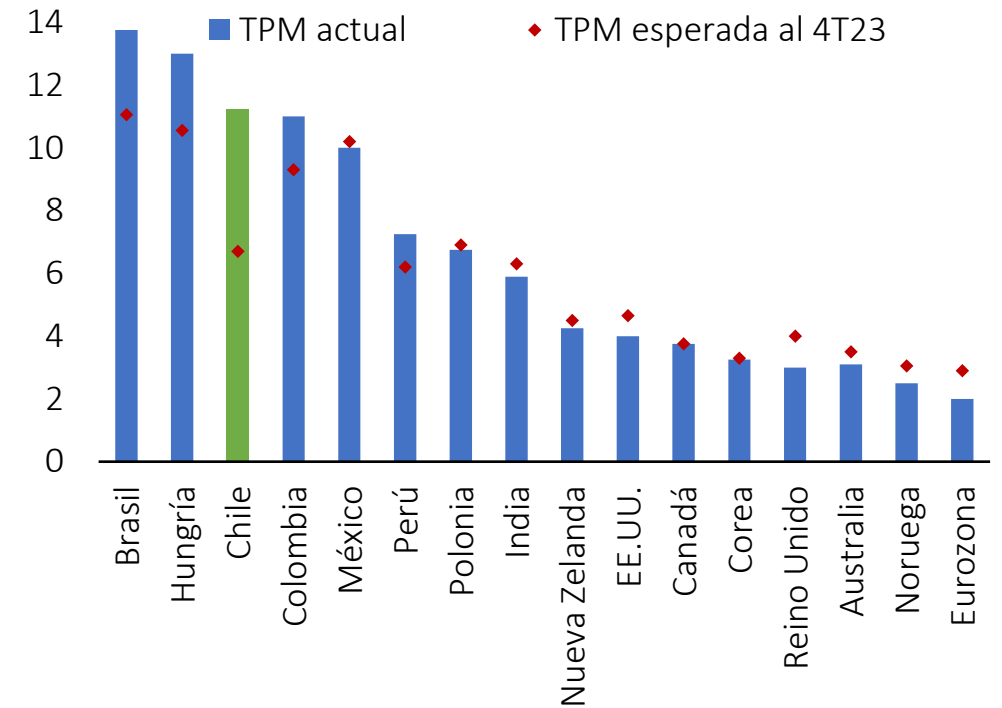
Los bancos centrales han reafirmado el carácter contractivo de sus políticas monetarias, en particular en economías desarrolladas, donde el ajuste comenzó más tarde.



Tasas de política monetaria
(puntos porcentuales)



TPM global y expectativas
(puntos porcentuales)

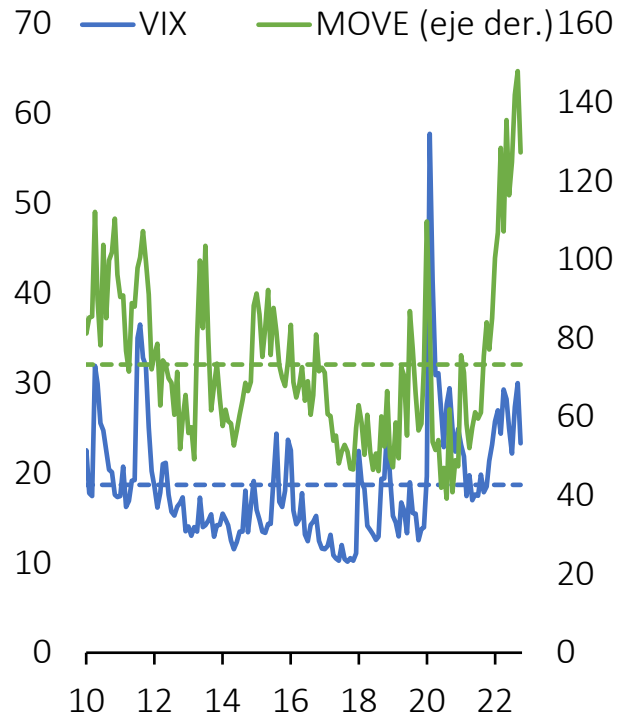


Fuente: Bloomberg.

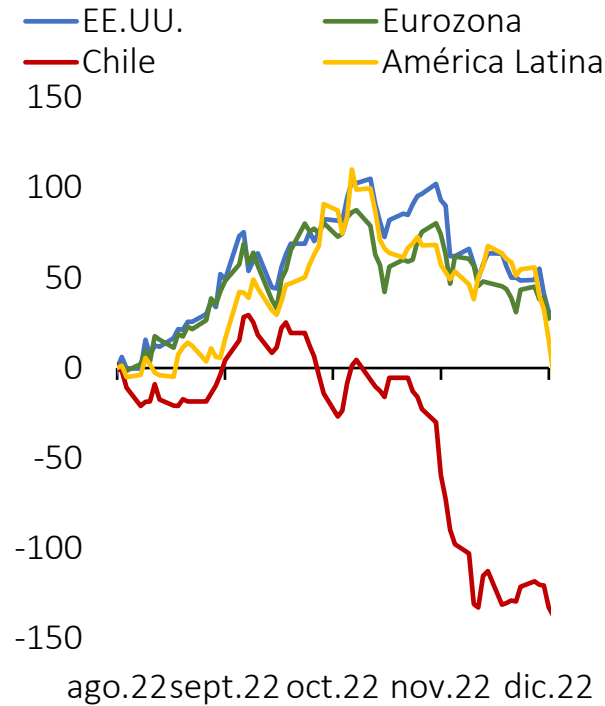
Los mercados financieros siguen mostrando una elevada volatilidad. En las últimas semanas las tasas de largo plazo han disminuido y las bolsas muestran cierta mejora.



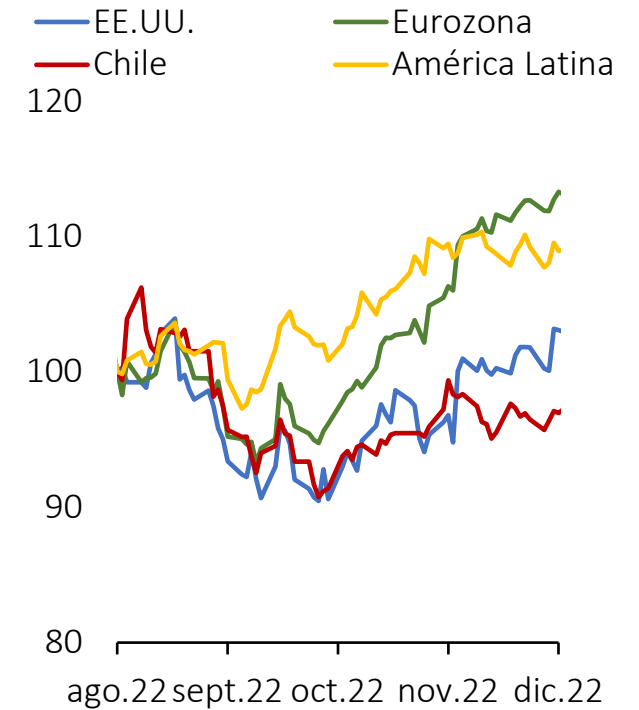
Índices de volatilidad (1) (2)
(índice)



Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (3) (4)
(diferencia respecto del 31.ago.22, puntos base)



Mercados bursátiles (3) (4)
(índice 31.ago.22=100)



(1) Líneas segmentadas horizontales corresponden a los promedios históricos de cada índice entre 2010 y 2022. (2) El índice VIX mide volatilidad implícita en opciones sobre el S&P500 en EE.UU. A un mes. El índice MOVE mide la volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro de EE.UU. con distintas duraciones a un mes. (3) Considera movimientos respecto del cierre estadístico del IPoM de septiembre (31 de agosto). (4) Para América Latina considera el promedio simple de Brasil, México, Colombia y Perú. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

A nivel local el mercado financiero ha ido ajustándose a un panorama de menor crecimiento e inflación, lo que se observa en una caída relevante de las tasas nominales.



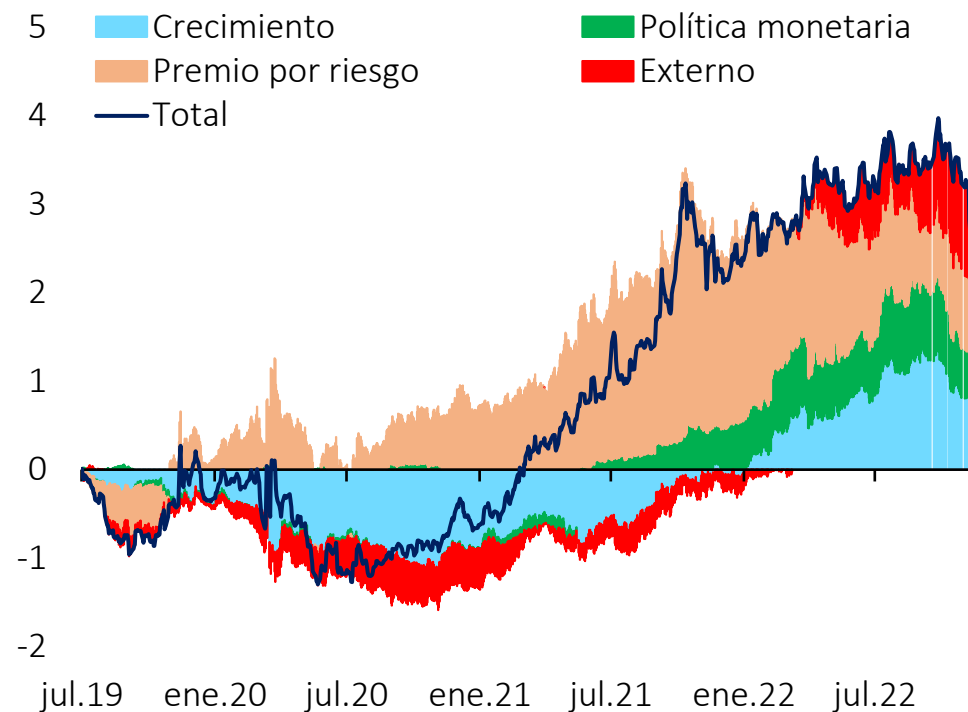
Spread BTP-UST 10 años

(puntos base)



Descomposición estructural de la tasa cero a 10 años (*)

(puntos base, acumulado desde el 01.jul.2019)



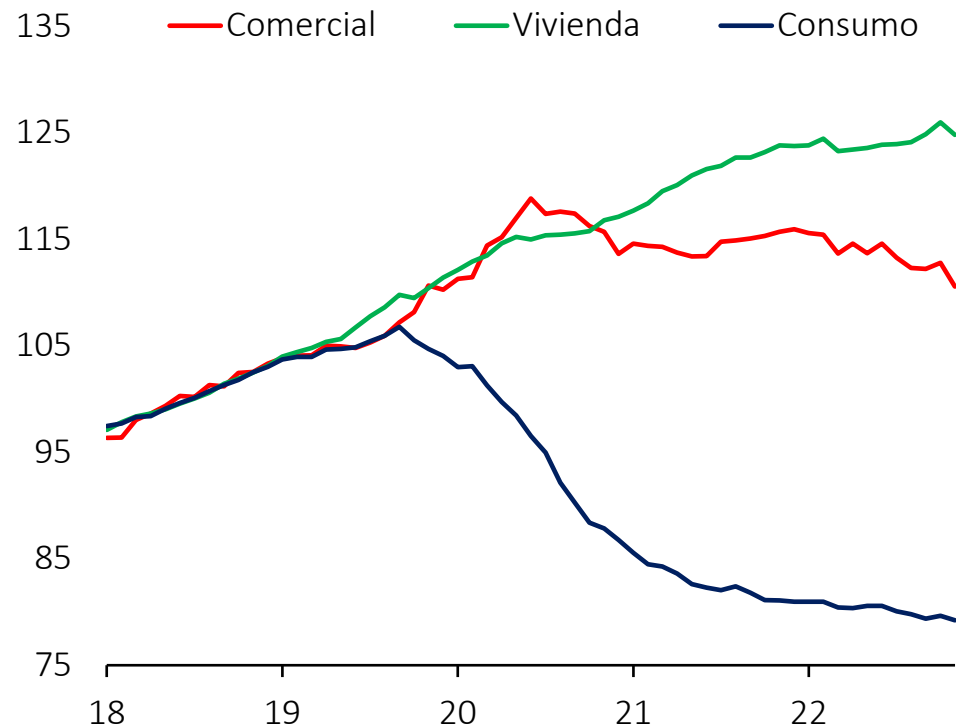
(*) Descomposición histórica de la tasa larga proveniente de un BVAR basado en la estrategia de identificación propuesta por [Eterovic y Eterovic \(2022\)](#), incorporando un bloque externo. El bloque exógeno engloba todos los shocks de EE.UU. (política monetaria, crecimiento, aversión al riesgo y riesgo puro), los que se han agregado por simplicidad. Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg, Bolsa de Comercio de Santiago y RiskAmerica.

Mientras el crédito bancario local sigue con un bajo dinamismo y las tasas de interés permanecen en niveles elevados.



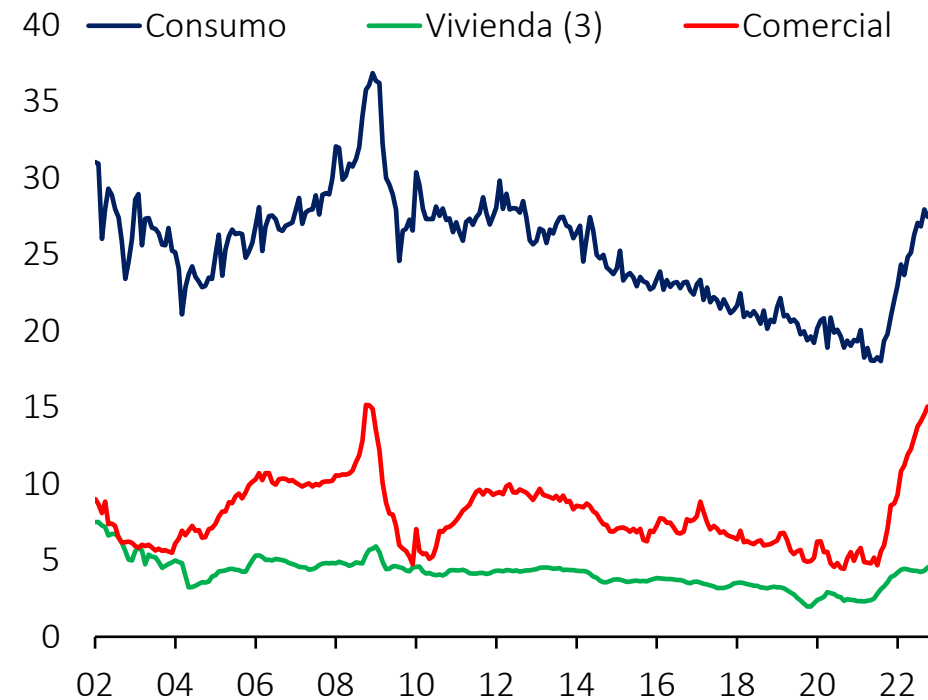
Colocaciones reales (1)

(índice 2018 = 100, desestacionalizado)



Tasas de interés de colocaciones (2)

(porcentaje)



(1) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2018. (2) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

(3) Corresponden a colocaciones en UF.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

En este IPoM, al igual que en junio de 2021, seguimos estimando que el crecimiento tendencial será decreciente en la próxima década. Promediará 2,2% entre 2023 y 2032.



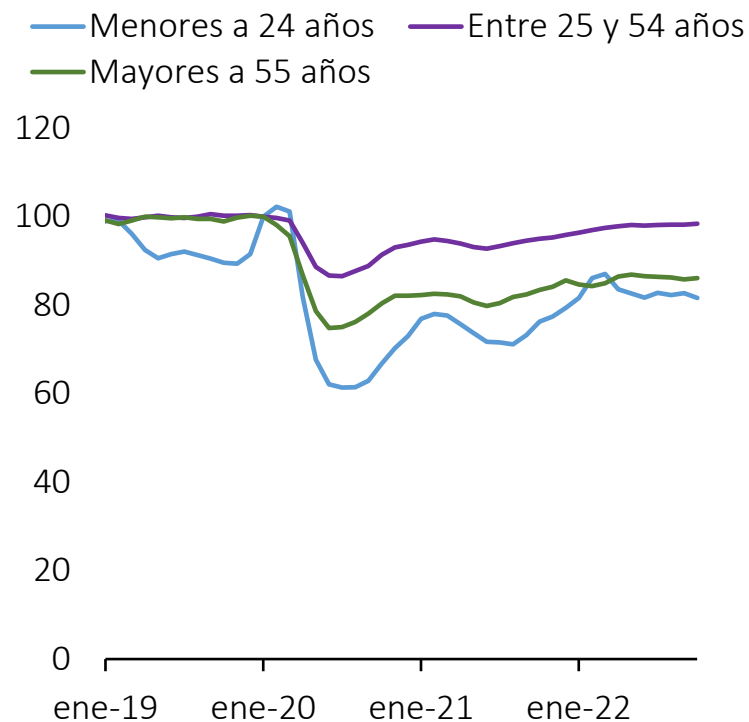
¿Razones detrás de la tendencia a la baja?

- ➔ Buena parte de la recuperación de la participación laboral ya se hizo efectiva.
- ➔ Crecimiento del stock de capital irá reduciéndose con el paso del tiempo.
- ➔ Las horas trabajadas van reduciéndose para converger a los promedios de la OCDE.

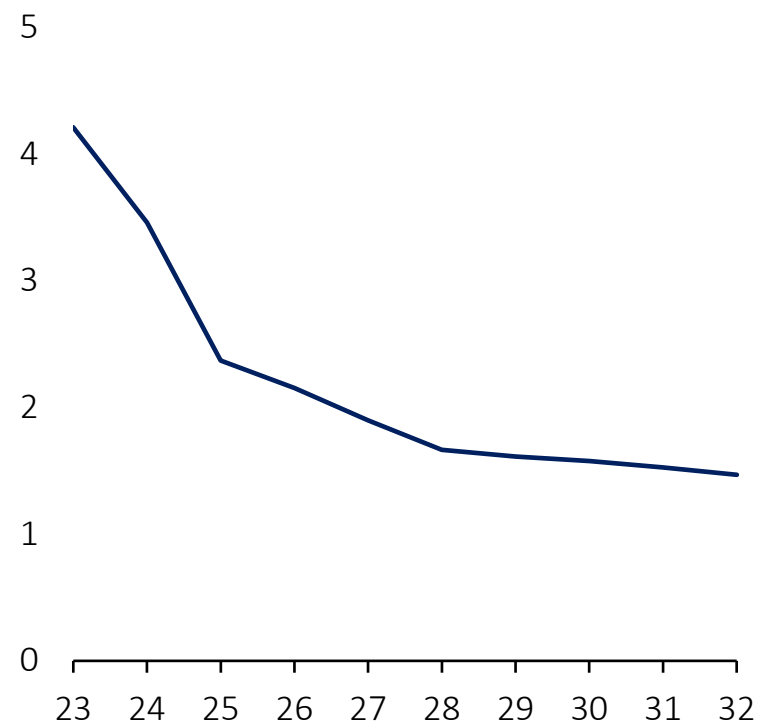
TPM neutral nominal

3,5 – 4,0 %

Tasa de participación laboral según tramo etario
(índice ene.2020 = 100)



Trayectoria de crecimiento tendencial
(porcentaje)





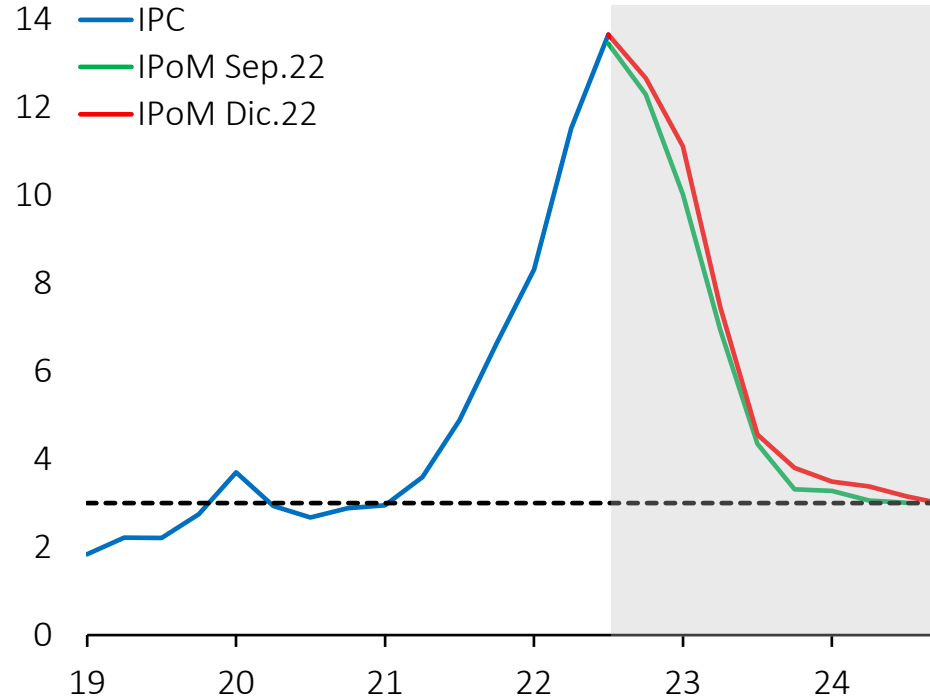
Proyecciones

El escenario central considera que la inflación total seguirá reduciéndose y retornará a la meta de 3% hacia la segunda mitad de 2024. La inflación subyacente tendrá una disminución algo más lenta y llegará a ese valor hacia fines del mismo año.



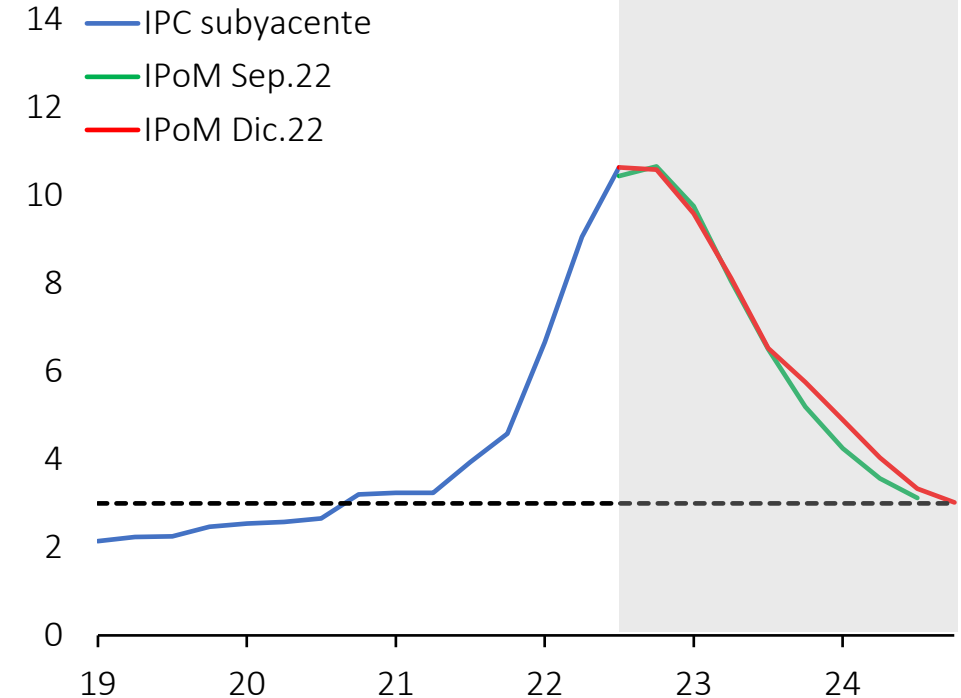
Proyección de inflación del IPC total (*)

(variación anual, porcentaje)



Proyección de inflación del IPC subyacente (*) (sin volátiles)

(variación anual, porcentaje)



(*) A partir del cuarto trimestre del 2022, corresponde a la proyección (líneas segmentadas).

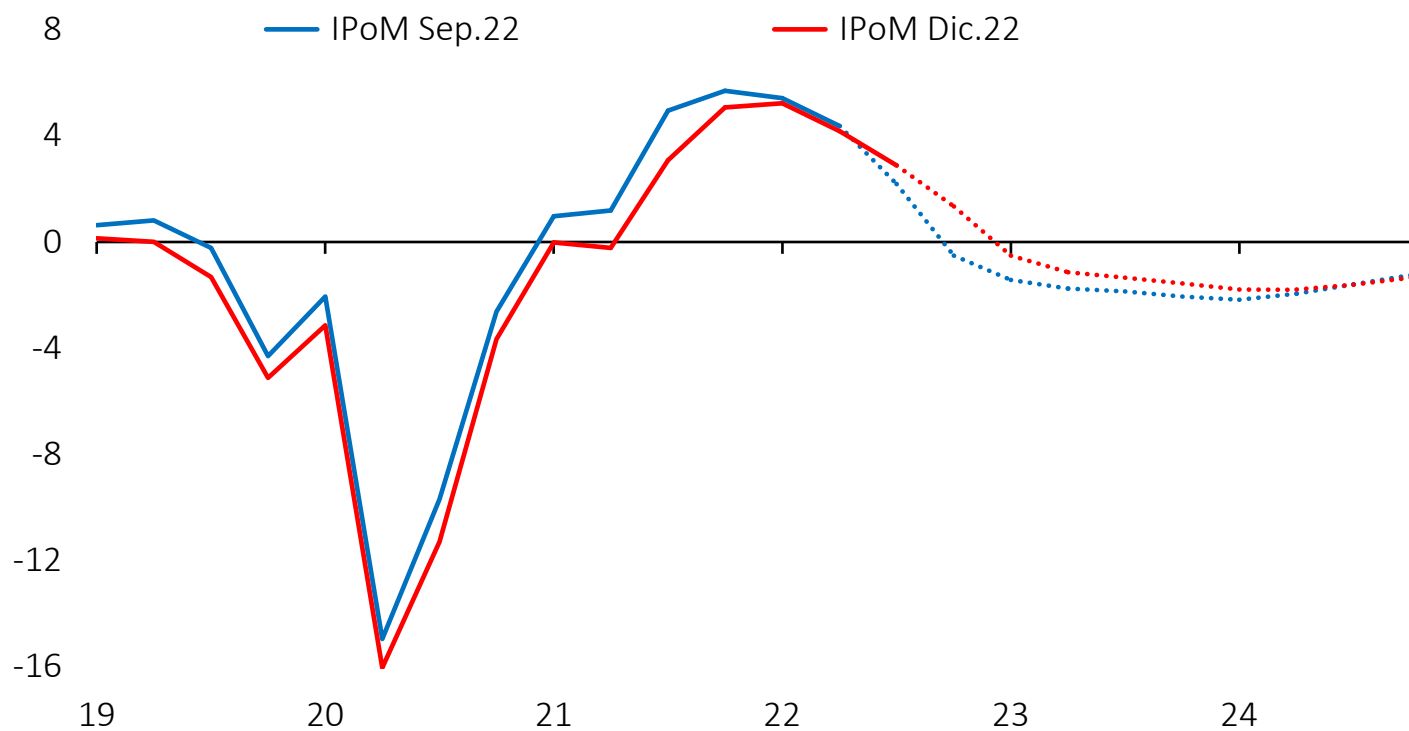
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Esta proyección para la inflación sigue descansando en que la economía continuará ajustando los desequilibrios acumulados.



Brecha de actividad (1) (2)

(nivel, puntos porcentuales)



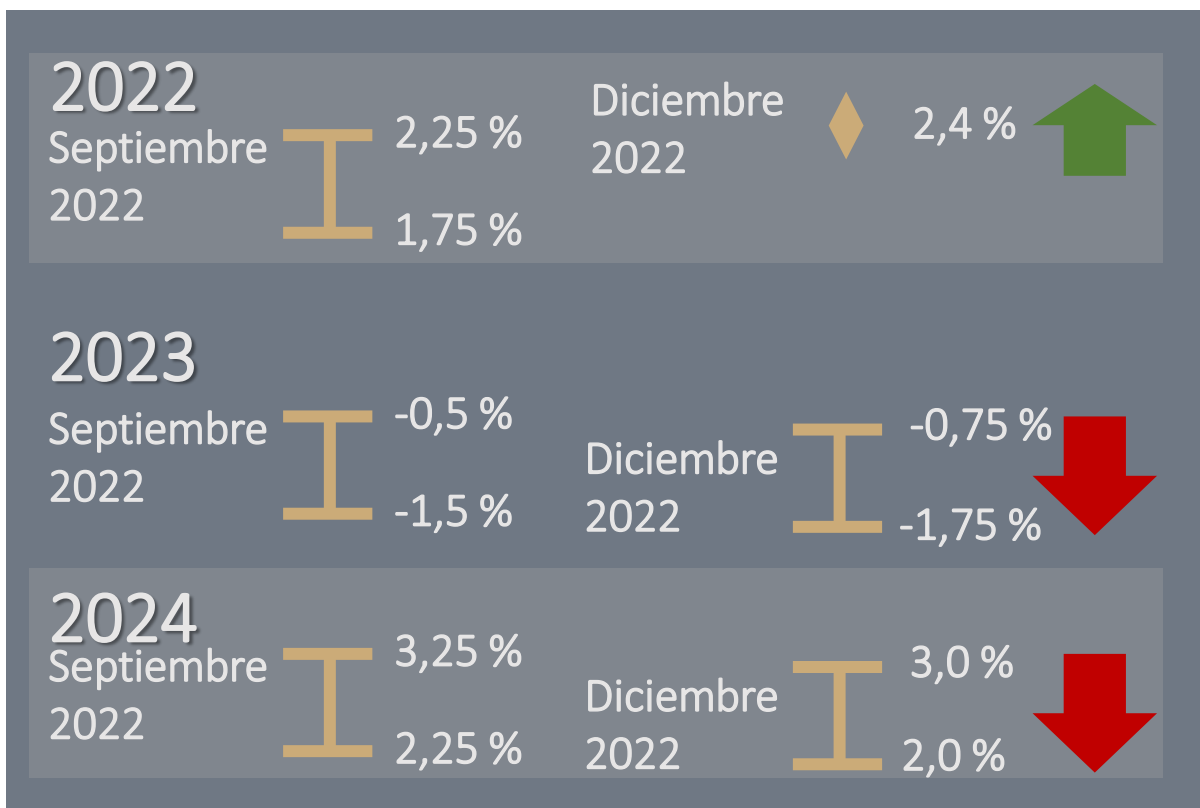
(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPOM de Diciembre 2022 (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial. Fuente: Banco Central de Chile.

Con lo que el escenario central de este IPoM sigue considerando que la actividad tendrá varios trimestres de caídas.



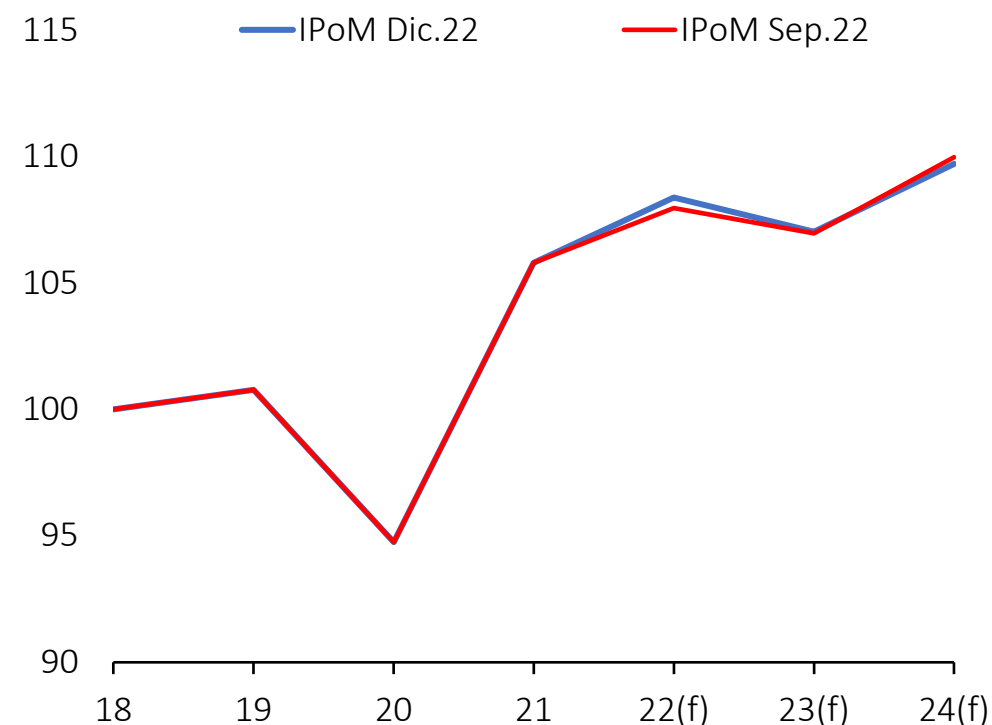
Proyecciones de crecimiento del PIB (1)

(variación anual, porcentaje)



Proyecciones PIB (2)

(índice 2018=100)



(1) Proyecciones contenidas en cada IPoM. Flechas indican cambio respecto de proyección de septiembre del 2022.

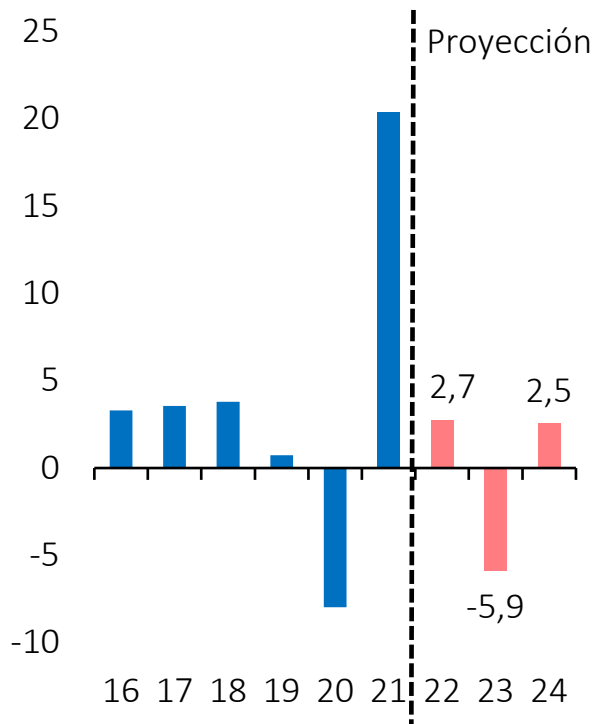
(2) Las proyecciones consideran el punto medio de los rangos de crecimiento publicados en este IPoM. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

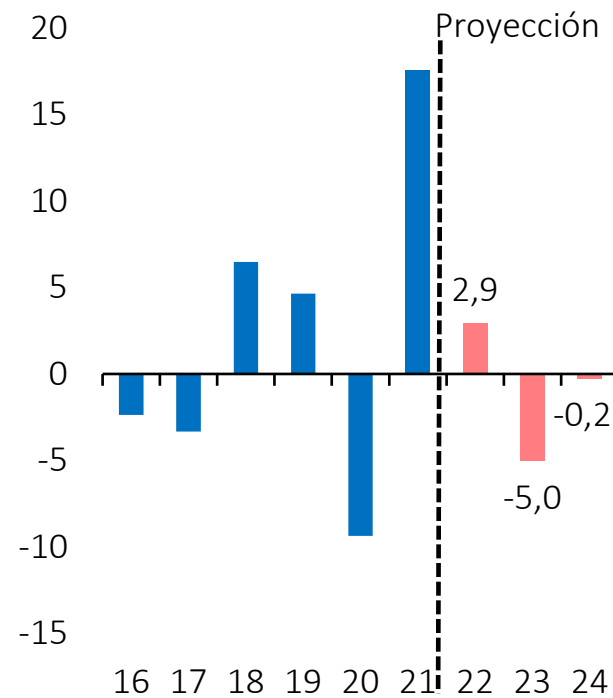
La proyección sigue contemplando que el consumo y la inversión tendrán una caída en 2023.



Consumo privado
(variación real anual, porcentaje)



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



Esta proyección considera

- ➔ Condiciones financieras más restrictivas para todo tipo de créditos.
- ➔ Expectativas pesimistas de hogares y empresas.
- ➔ Un tipo de cambio real elevado.

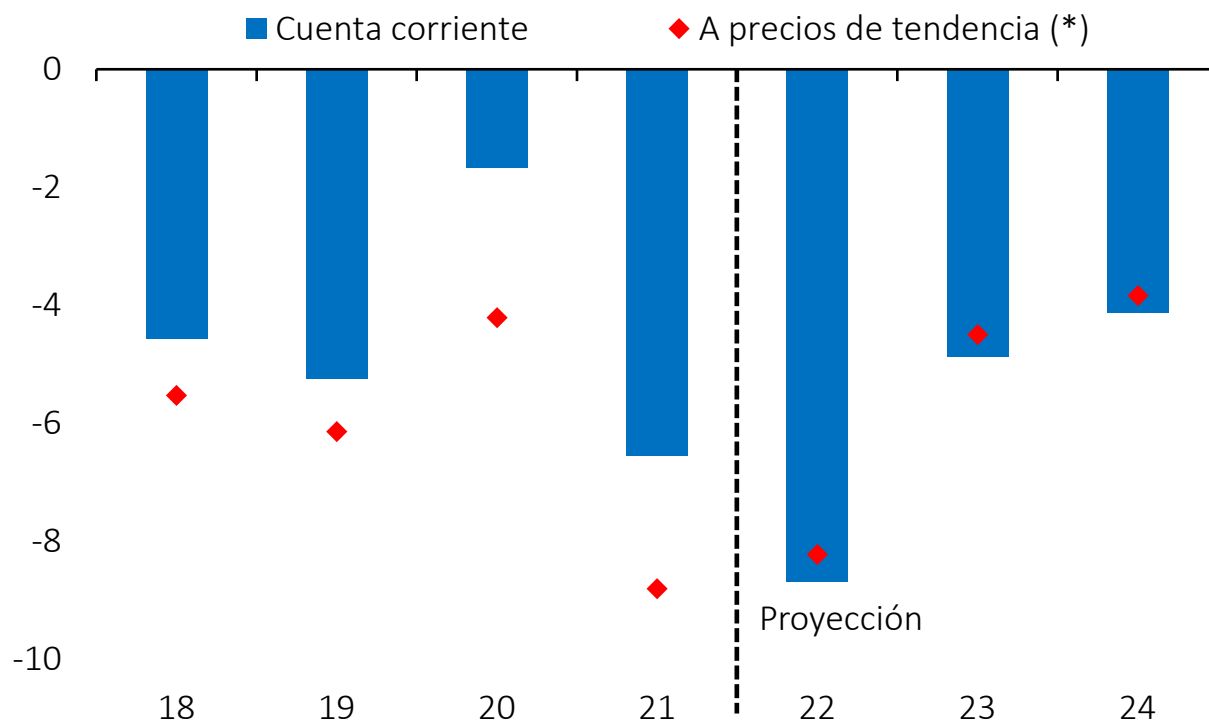
Fuente: Banco Central de Chile.

El déficit de cuenta corriente descenderá en los próximos trimestres.



Cuenta corriente de la balanza de pagos

(porcentaje del PIB, últimos doce meses)



El déficit de la cuenta corriente descenderá en los próximos trimestres:

- ➔ A medida que la economía vaya retomando el equilibrio entre el ahorro y la inversión.
- ➔ También ayudará la reducción de los costos de transporte.

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

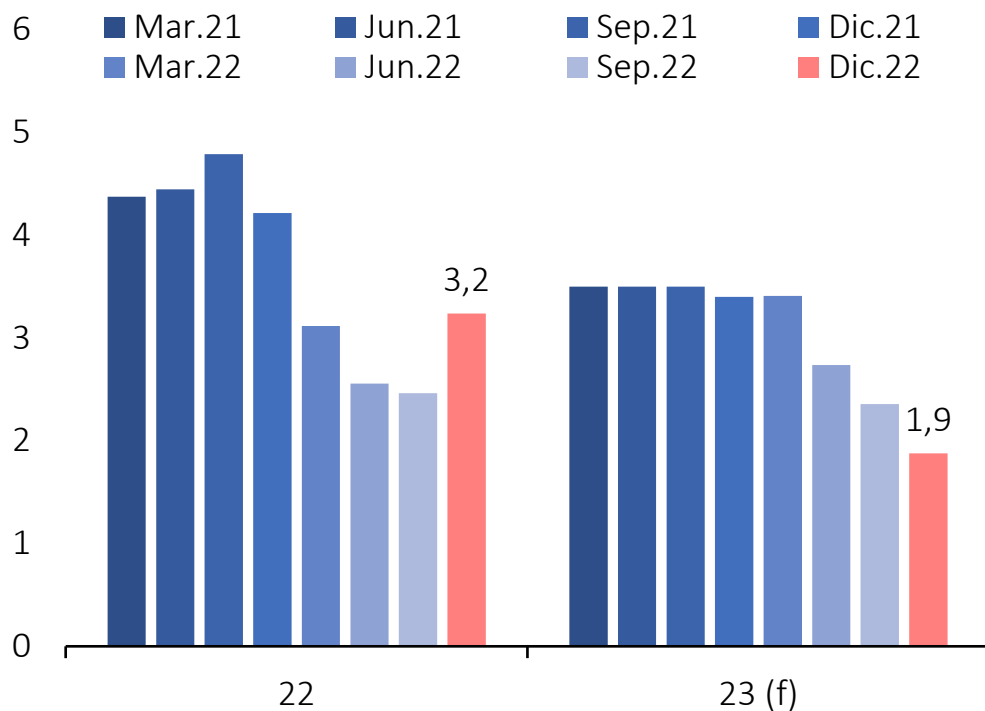
Fuente: Banco Central de Chile.

Por su parte, el impulso externo que recibirá la economía chilena se vuelve a reducir respecto de lo contemplado en septiembre. Se espera un menor crecimiento mundial y de los socios comerciales.



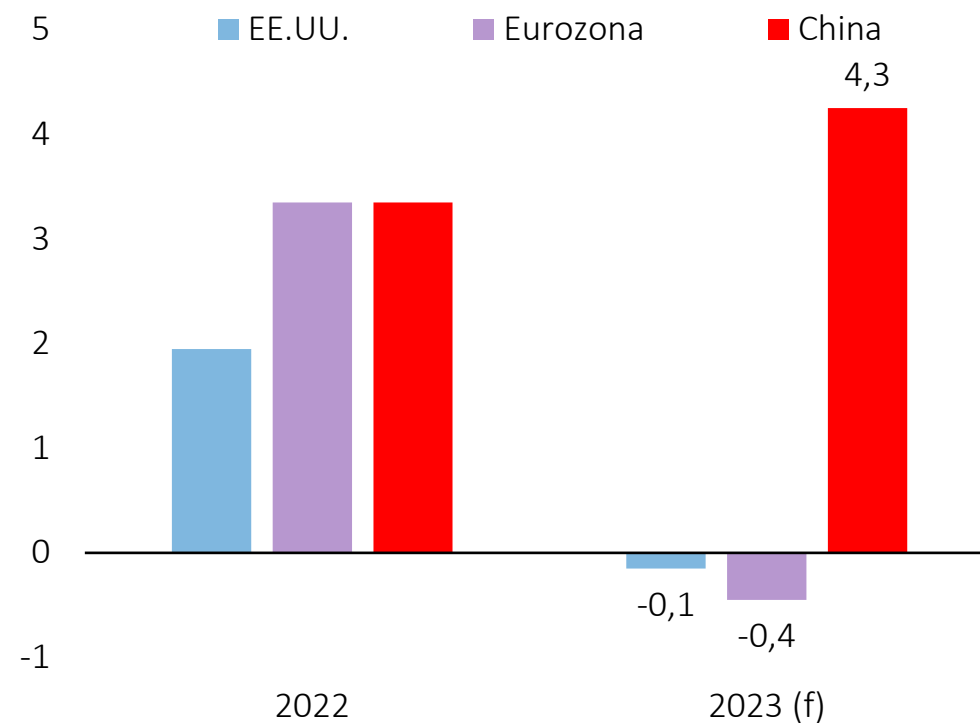
Mundo (1)

(variación anual, porcentaje)



Economías seleccionadas (2)

(variación anual, porcentaje)



(f) Proyección. (1) Corresponde a la información contenida en el respectivo IPoM. (2) Información contenida en el IPoM diciembre 2022.

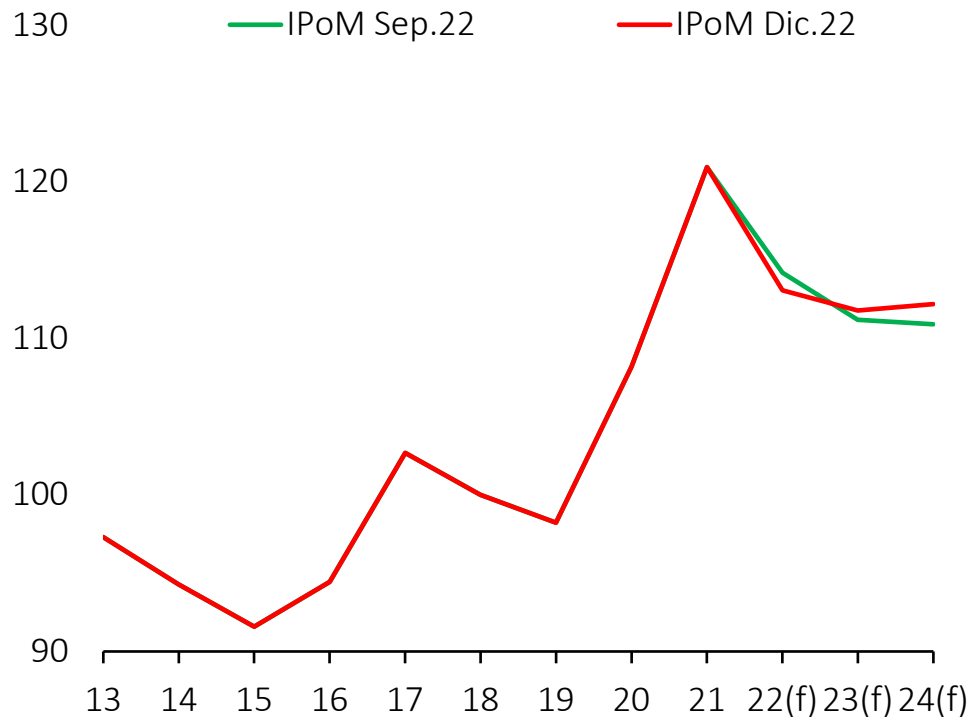
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

Para 2023 y 2024 se corrigen a la baja los precios del petróleo y alimentos, y levemente al alza el del cobre. Ello conduce a una mejora de los términos de intercambio.



Términos de intercambio

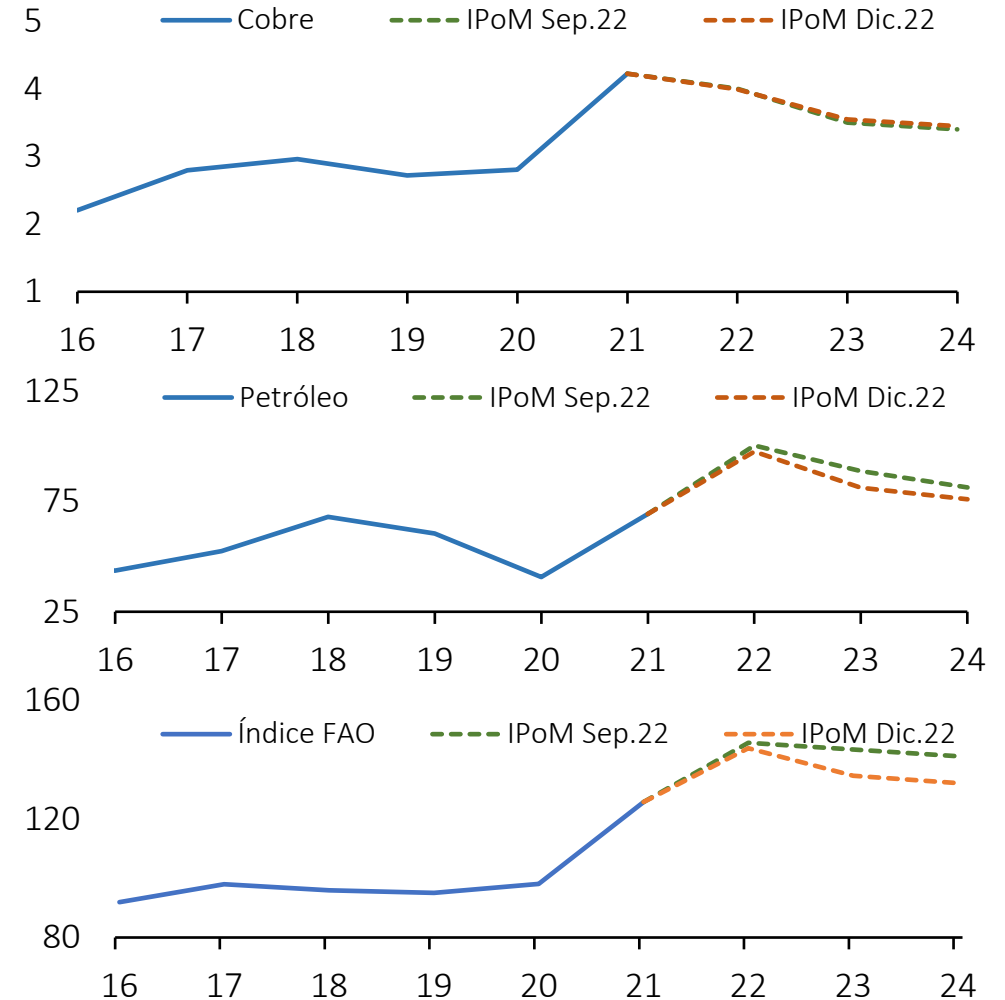
(nivel, 2018=100)



(f) Proyección. (1) Para el petróleo es el precio promedio entre el barril WTI y Brent. Para alimentos es el índice FAO. (2) Precio/índice efectivo corresponde al promedio de cada año. Líneas punteadas corresponden a las proyecciones 2022-2024 contenidas en cada IPoM. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y FAO.

Precios efectivos y proyecciones (1) (2)

(índice; dólares el barril; dólares la libra)

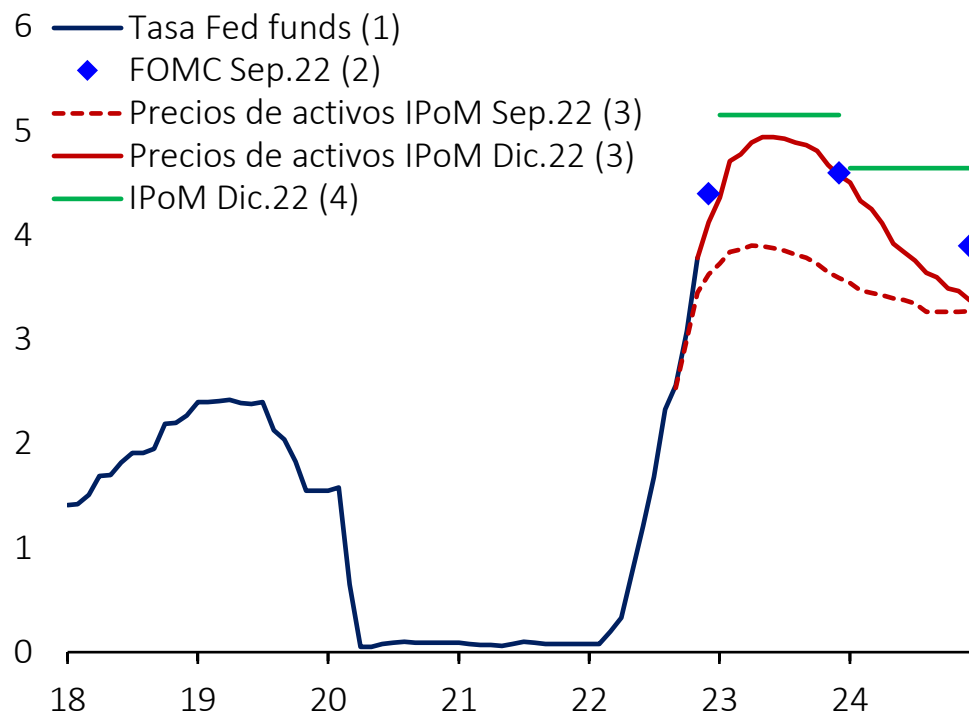


Ello recoge el impacto de una restrictividad de la política monetaria a nivel global, en particular en EE.UU., que será mayor y más prolongada que lo anticipado en septiembre.



Evolución y proyecciones para la tasa Fed funds

(puntos porcentuales)



- ➔ Desde el IPoM anterior, la Reserva Federal subió la tasa Fed funds en 150pb, hasta un rango entre 3,75-4%
- ➔ Los mercados han corregido al alza los niveles que prevén para dicha tasa.

Proyecciones para la tasa Fed funds

(puntos porcentuales)

	Rango actual	IPoM Sep.22 (4)	Activos financieros	FOMC	IPoM Dic.22 (4)
2023	3,75 - 4,0	4,2	4,6	4,6	5,2
2024		3,8	3,4	3,9	4,6

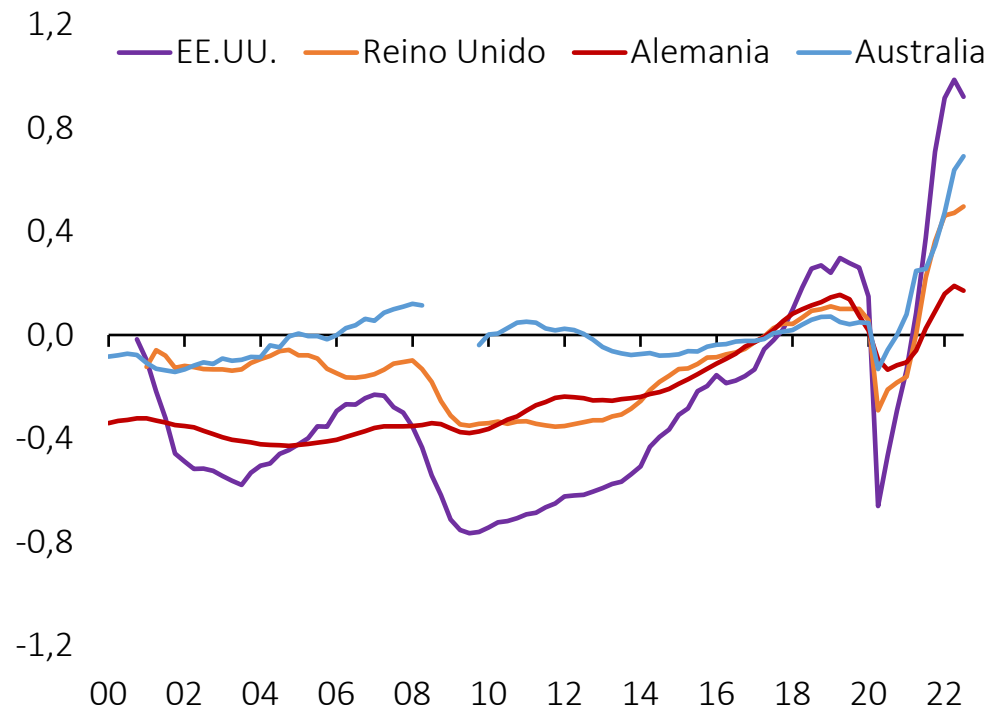
(1) Tasa Fed funds efectiva. (2) Proyección del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en su respectiva reunión. (3) Considera las fechas de cierre estadísticos de cada IPoM. (4) Promedio anual para la tasa Fed funds en 2023 y 2024, según escenario central del respectivo IPoM. Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.

Sin embargo, los mercados laborales de las economías desarrolladas dan señales de elevada estrechez, en particular en EE.UU. Esto plantea un riesgo para que la inflación baje.



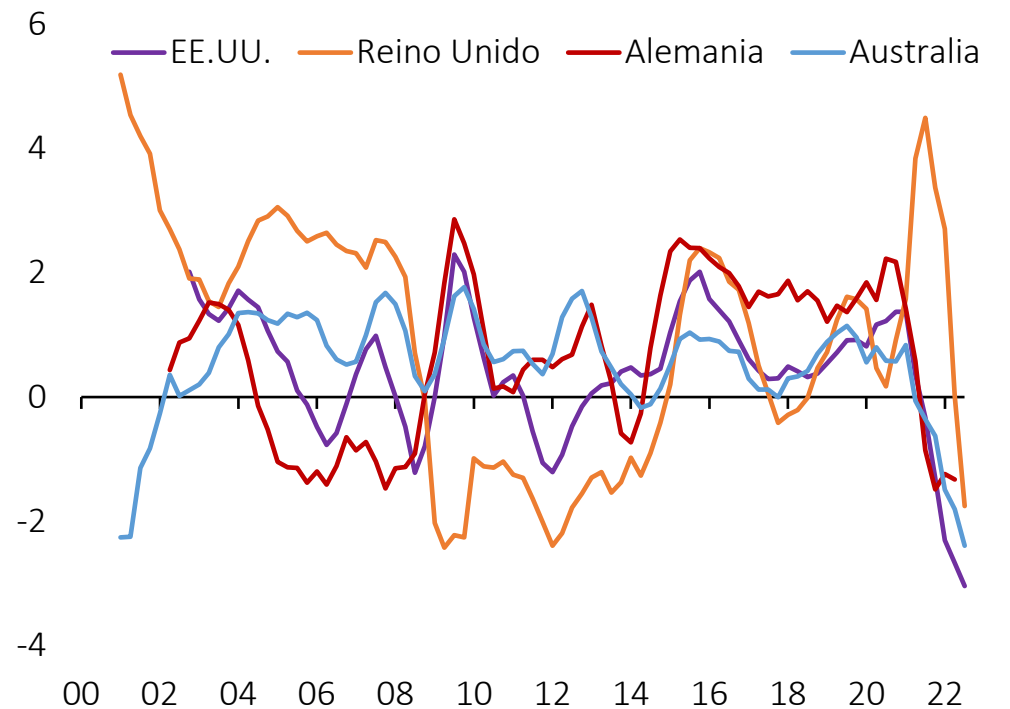
Vacantes por desempleado

(desvío respecto a promedio 1T.15 – 4T.19)



Salarios reales (*)

(variación anual, porcentaje)



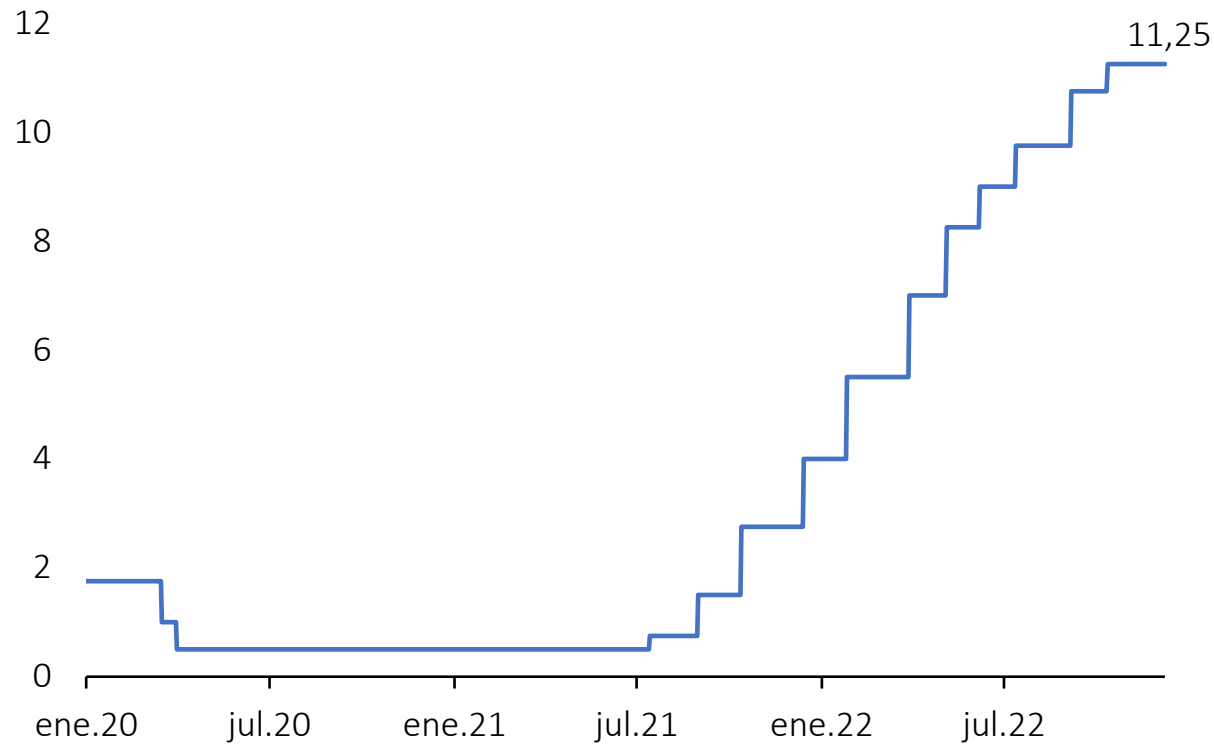
(*) Promedio móvil de cuatro trimestres. Salarios reales construidos con salarios nominales deflactados por el IPC.

Fuentes: Bloomberg, Oficinas de Estadísticas Nacionales y Eurostat.

Considerando todo lo mencionado, en su Reunión de diciembre el Consejo señaló que mantendrá la TPM en el nivel actual (11,25%) hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación hacia la meta se ha consolidado.



Tasa de política monetaria (TPM)
(porcentaje)

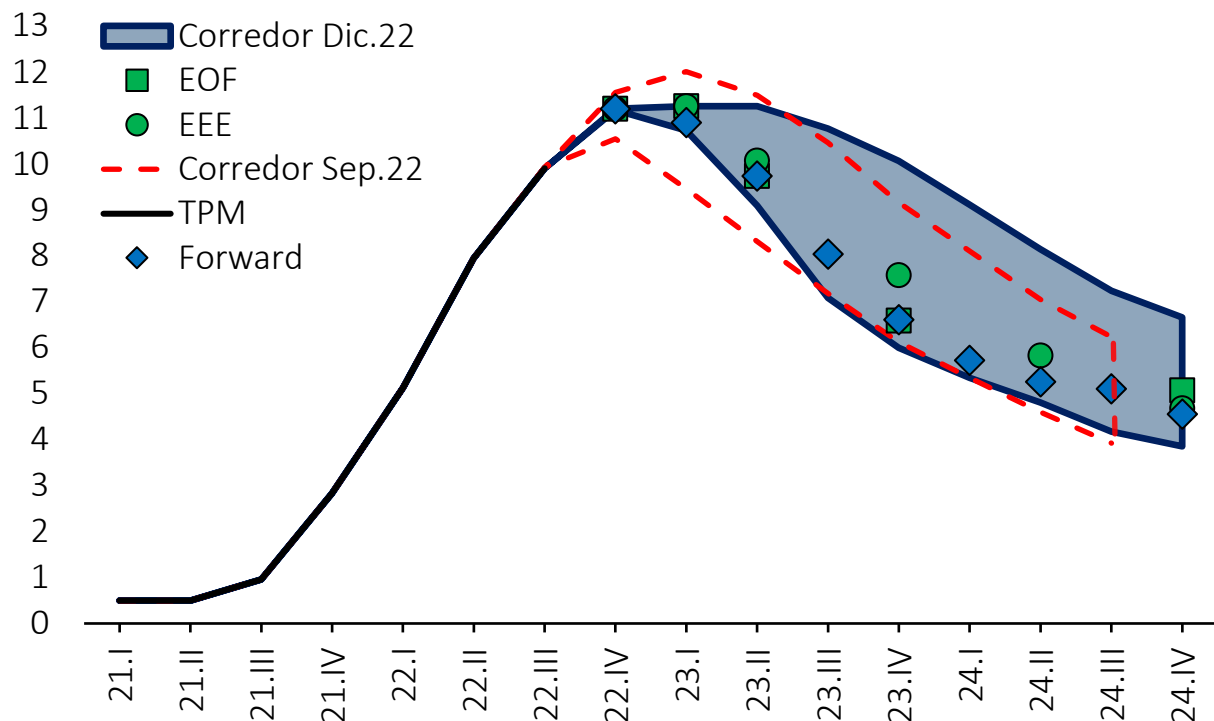


- En su Reunión de política monetaria (RPM) de diciembre, el Consejo mantuvo la TPM en 11,25%.
- La política monetaria ha hecho un ajuste significativo y está propiciando la resolución de los desequilibrios presentes en la economía.
- No obstante, la inflación sigue siendo muy elevada y la convergencia a la meta de 3% aún está sujeta a riesgos.

Los bordes del corredor de TPM reflejan escenarios donde la velocidad en que la inflación irá regresando a la meta es algo distinta, lo que daría paso a ajustes más tempranos o tardíos de la tasa de interés respecto de lo considerado en el 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 diciembre 2022). Fuente: Banco Central de Chile.

La persistencia de la inflación: Por el tamaño y sentido de posibles nuevas diferencias entre las cifras de inflación efectivas y las proyectadas en este IPoM. También por cómo se vayan ajustando las expectativas de inflación.

➔ Escenarios donde estas variables apunten a una menor (o mayor) permanencia de la inflación podrían llevar a un proceso de reducción de la TPM más rápido (o lento) que lo previsto.

Velocidad de ajuste de la economía:

➔ El escenario internacional ha empeorado continuamente y las expectativas de hogares y empresas siguen en niveles pesimistas. No podría descartarse que un ajuste más rápido de la economía chilena lleve a una reducción más temprana de la TPM.

➔ Tampoco puede descartarse lo contrario. En lo más reciente la demanda, en particular la inversión, ha sido más dinámica que lo esperado.

El Consejo estima que el borde inferior y superior del corredor de TPM, respectivamente, capturan las trayectorias alternativas para la TPM que está asociada a estos eventos.

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



Escenarios de riesgo



El escenario externo se ha transformado en una fuente relevante de preocupación. No se pueden descartar situaciones que podrían deteriorar bruscamente las condiciones financieras y del impulso externo relevante para la economía chilena.

→ El fortalecimiento del dólar a nivel mundial provocaría un aumento del valor del dólar en el resto de las economías, entre ellas la chilena. Esto aumentaría la inflación en nuestro país en el corto plazo. Sin embargo, lo anterior sería moderado por el mayor crecimiento a más largo plazo, pues el mayor valor del dólar incentivaría al sector exportador chileno.

Medidas que no permitan que el gasto interno se ajuste según lo previsto, y den un nuevo impulso a la inflación, darían paso a aumentos de la tasa de interés de política monetaria para asegurar que la inflación pueda regresar a la meta.



La actividad económica ha comenzado a reducirse en los últimos meses, lo que es parte del necesario ajuste que debe hacer la economía para resolver los desequilibrios entre el ahorro y el gasto, ocasionados por el inusual aumento de este último el año pasado. Con ello, se darán las condiciones adecuadas para que la inflación baje y vuelva a ubicarse en la meta de 3%.

La inflación sigue siendo muy elevada pese a su reciente descenso. Su variación anual llegó a un máximo de 14,1% en agosto. A partir de ese mes se ha ido reduciendo. Se prevé que continuará bajando en 2023, volviendo a la meta de 3% durante el año 2024. El ajuste de la economía local y la reducción de las altas presiones de costos seguirán contribuyendo a la disminución de la inflación.



Sin embargo, aún hay muchos riesgos. Los principales están asociados a lo que pase en el resto del mundo. Se espera que lo que pase internacionalmente no sea una ayuda relevante para el crecimiento de la nuestra economía en 2023. Esto, por las recesiones esperadas en 2023 para EE.UU. y Europa, así como el bajo crecimiento que mantendrá China. También por el aumento de las tasas de interés en muchas economías, debido a que también están sufriendo los costos de inflaciones elevadas.

El Banco Central seguirá haciendo todo lo necesario para bajar la inflación. La inflación continúa siendo muy alta y está afectando a todos los hogares y empresas. El Banco ya ha hecho aumentos importantes de la tasa de interés, que son suficientes para lograr que la inflación regrese a 3% en 2024. En la medida que se vayan resolviendo los desequilibrios que aún presenta la economía, la inflación seguirá descendiendo. Ello permitirá ir reduciendo las tasas de interés, aunque aún falta tiempo para eso.





INFORME DE POLITICA MONETARIA
DICIEMBRE 2022

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

