

INFORME DE POLITICA MONETARIA

DICIEMBRE 2021

ROSANNA COSTA - CONSEJERA



OJOS DEL CABURGUA
Región de la Araucanía

¿Qué nos dice este IPoM?



- La economía se ha mantenido en una senda de fuerte expansión liderada por el consumo privado. Con esto, el crecimiento del 2021 cerrará el año con niveles de actividad significativamente superiores a los previos a la crisis, así como a su potencial, lo cual no es sostenible en el tiempo.



- La inflación ha seguido aumentando ubicándose sobre 6,5% anual, fundamentalmente por una extraordinaria expansión de la demanda interna y la depreciación del peso causada por factores idiosincráticos. Ello se agrega a fenómenos globales como la mayor demanda mundial, interrupciones en las cadenas de valor internacional y alzas de precios de materias primas.



- 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. Su contención requerirá el retiro de estímulos a la demanda interna y una política monetaria restrictiva.



- Por esta razón, el Banco Central ha estado subiendo la tasa de interés. Mantener una economía sana es muy importante para que el país pueda crecer de manera sostenible, generar empleos y mantener la inflación baja y estable.



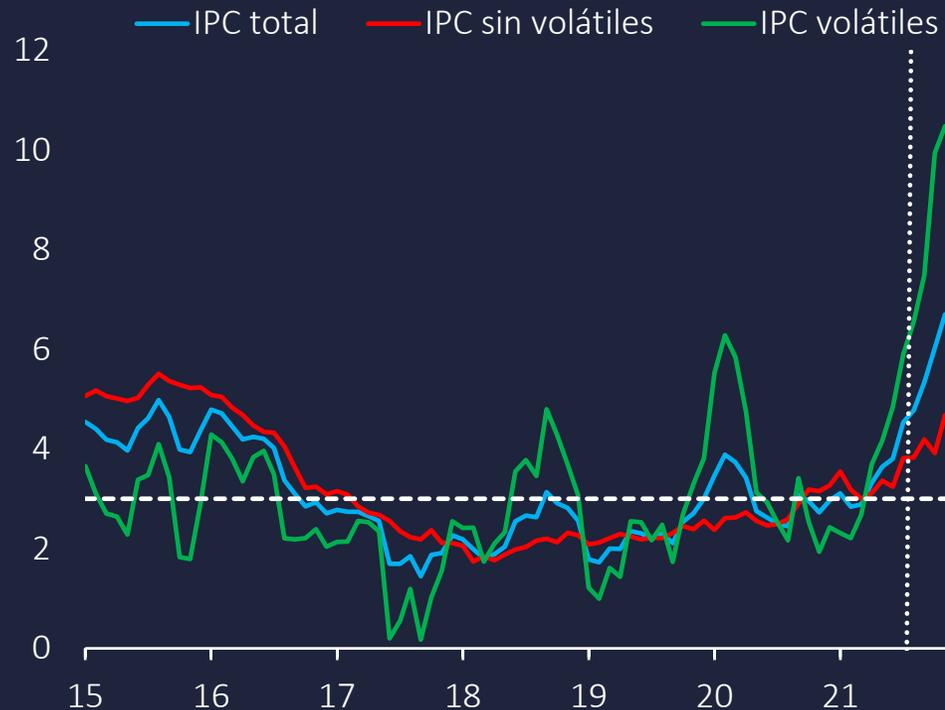
Evolución reciente de la economía

La inflación anual sorprende al alza, alcanzando un 6,7% en noviembre. Si bien el alza ha sido visible en todos sus componentes, las sorpresas están mayormente en el componente volátil. La inflación subyacente alcanzó un 4,7%, su nivel más alto de los últimos seis años.



Indicadores de inflación (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



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

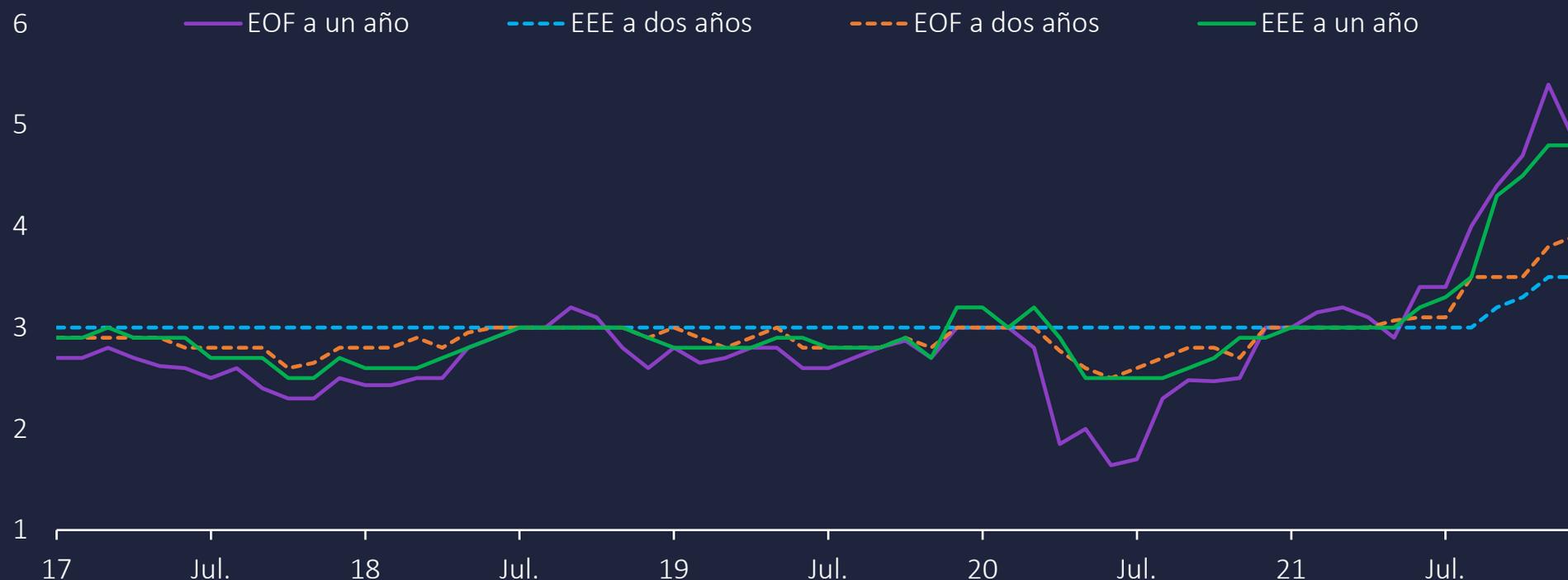
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Junto con el aumento de la inflación, se ha observado una significativa alza de las expectativas, las que convergen más allá del horizonte de dos años. No hay evidencia de que esto esté influyendo sobre la dinámica de la inflación.

Expectativas de inflación en las encuestas (*)

(variación anual, porcentaje)

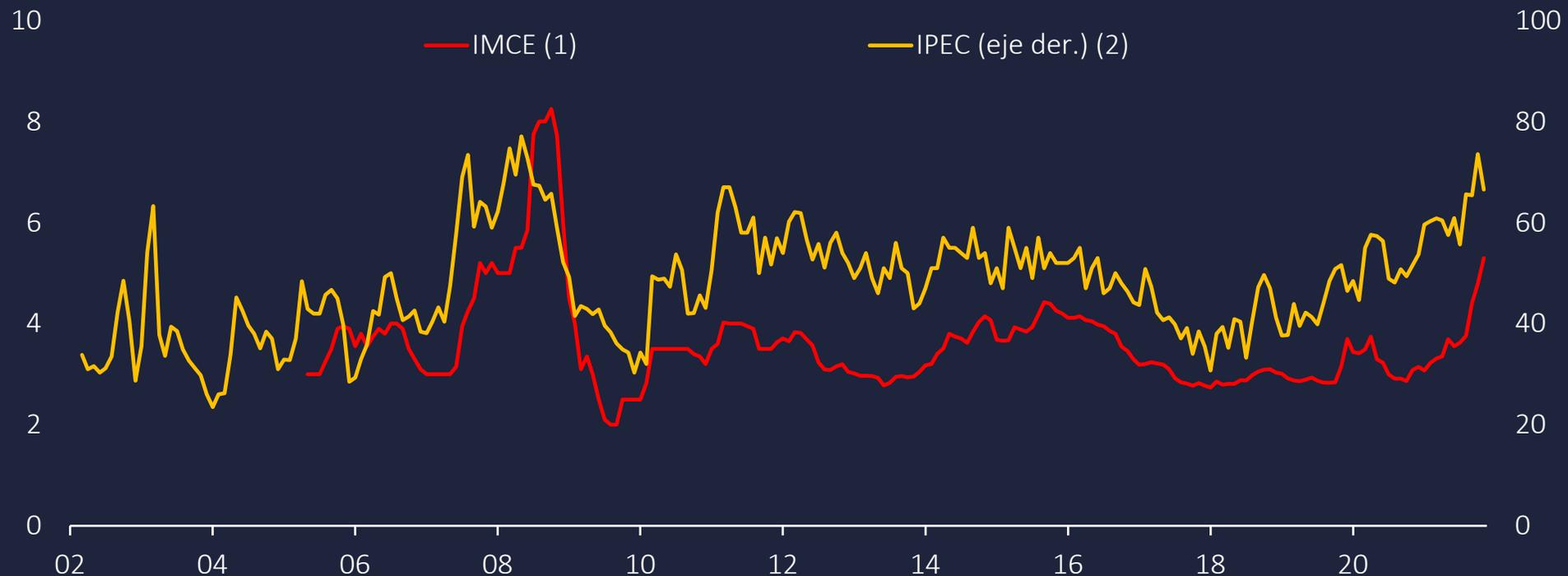


(*) En el caso de la EOF, considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de diciembre. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta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

El aumento de los precios es también recogido en las expectativas de inflación de hogares y empresas a un año.



Expectativas de inflación a doce meses (porcentaje)



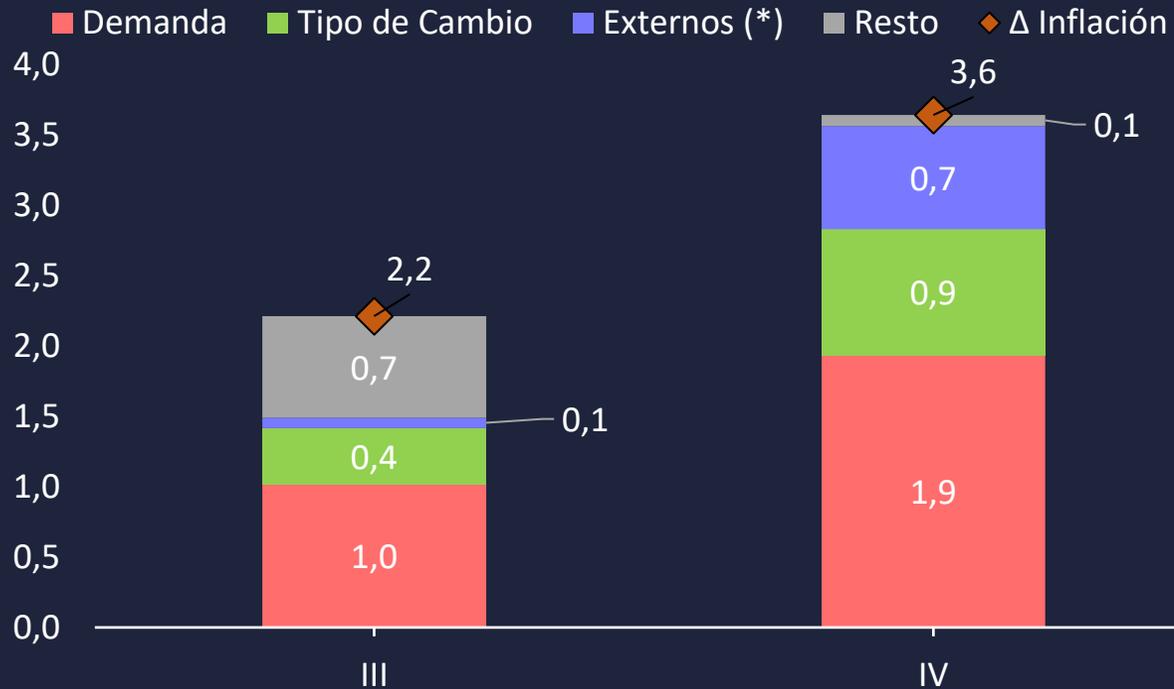
(1) Promedio simple entre las expectativas de inflación a doce meses del comercio y de la industria. (2) Porcentaje de encuestados que responden “Mucho” a la pregunta “¿Cuánto cree usted que subirán los precios de las cosas dentro de los próximos 12 meses?”. Fuentes: UAI/ICARE y Gfk/Adimark.

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



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

(datos trimestrales, puntos porcentuales)



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

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

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

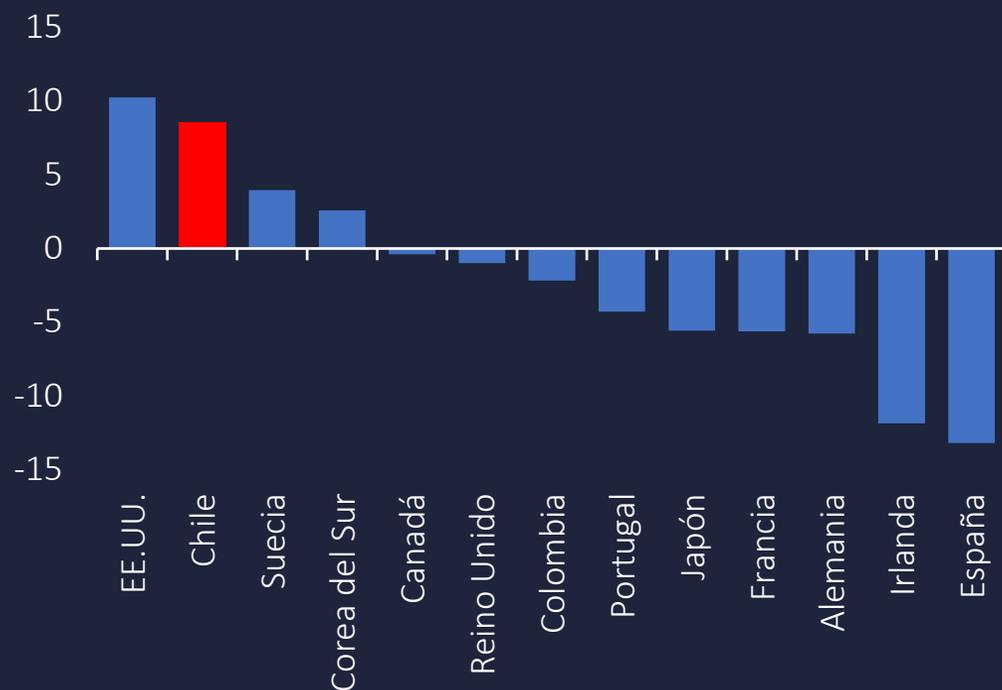
Fuente: Banco Central de Chile.

De hecho, Chile es uno de los países en donde más crece el consumo y la inflación.



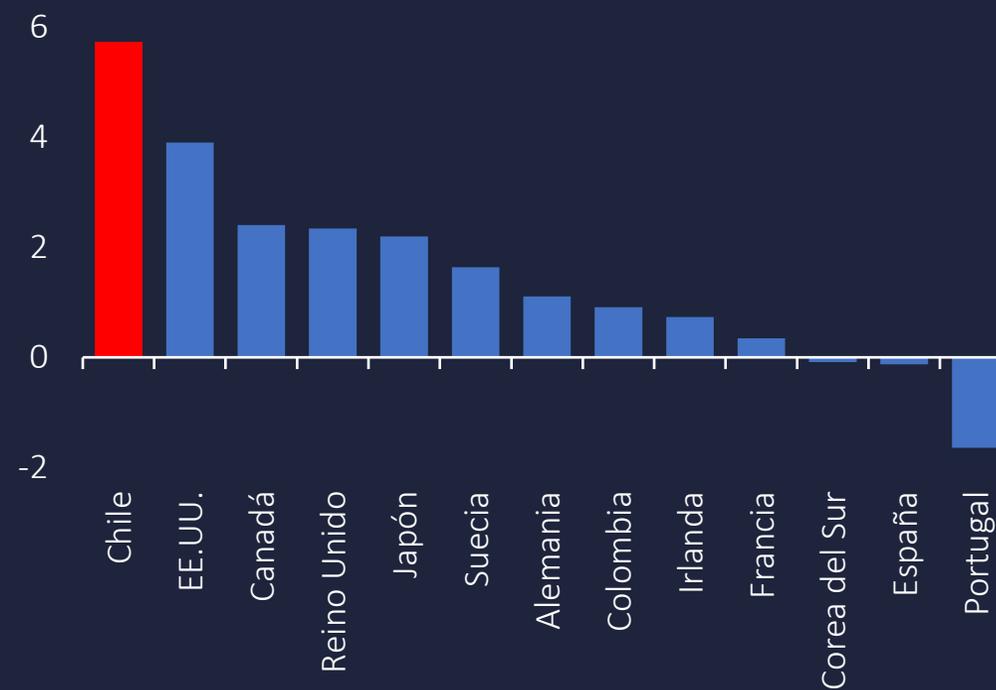
Consumo de bienes durables (1)

(puntos porcentuales)



Inflación subyacente de bienes (2)

(puntos porcentuales)



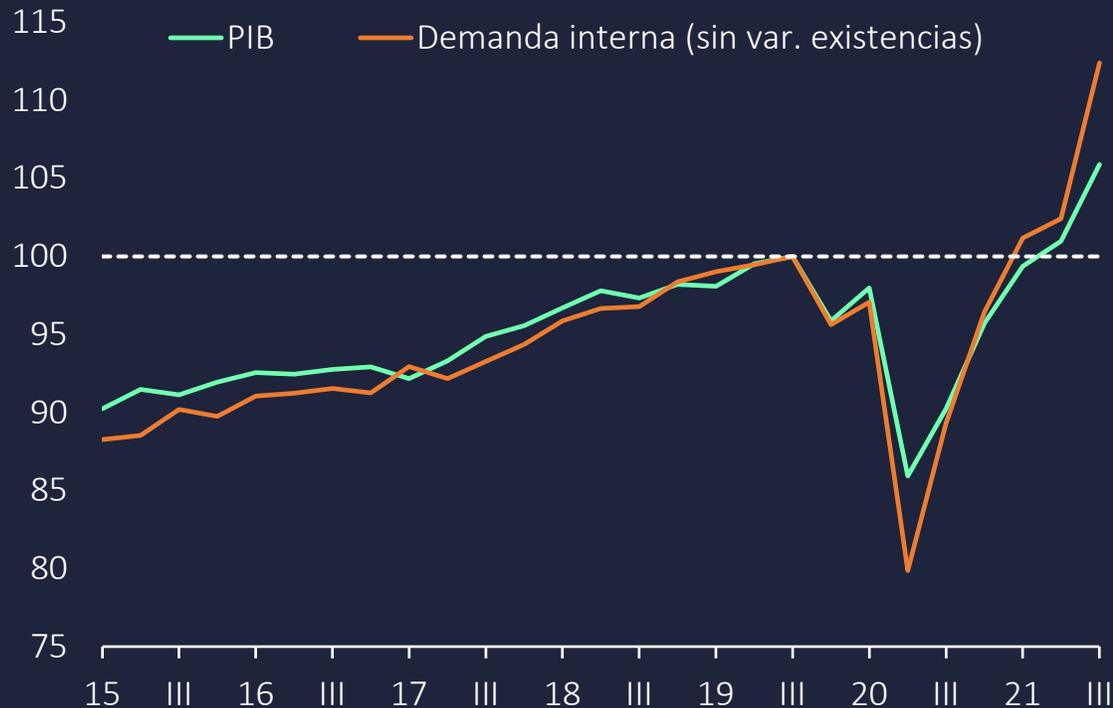
(1) Muestra el desvío del crecimiento anual del consumo entre el primer semestre del 2019 y del 2021 respecto del crecimiento anual promedio entre 1998 y 2021. (2) En base a Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk (2021). El gráfico muestra el desvío del crecimiento anual de precios entre el tercer trimestre del 2019 y del 2021 respecto del crecimiento anual promedio entre 1998 y 2021. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, DANE y OCDE data ilibrary.

En el plano interno, la actividad ha seguido mostrando un gran dinamismo, con nuevas sorpresas al alza en la demanda.



PIB y demanda interna

(niveles desestacionalizados, 2019.III=100)



Fuente: Banco Central de Chile.



El consumo privado ha seguido siendo el componente más dinámico del gasto, ubicándose casi 20% por encima de los niveles previos a la pandemia.

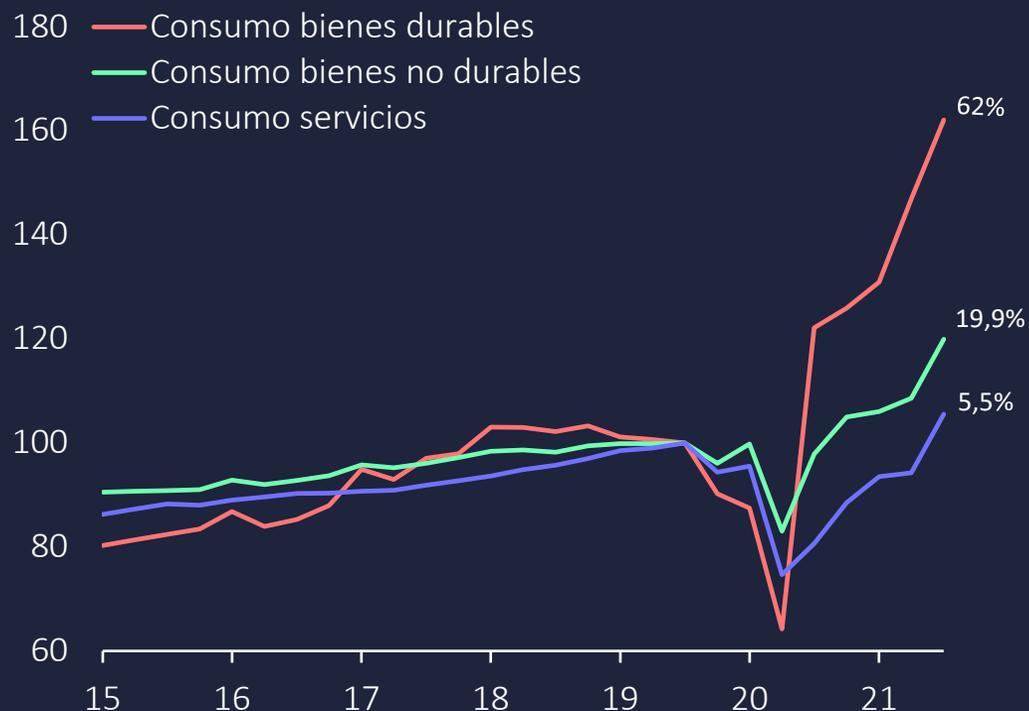
Por su parte, la inversión se sitúa cerca de 10% por sobre dichos niveles.

La liquidez acumulada en los hogares ha llevado a un fuerte crecimiento del consumo. Este Informe asume un nuevo adelanto en el consumo y un nuevo ajuste al alza en la propensión marginal.



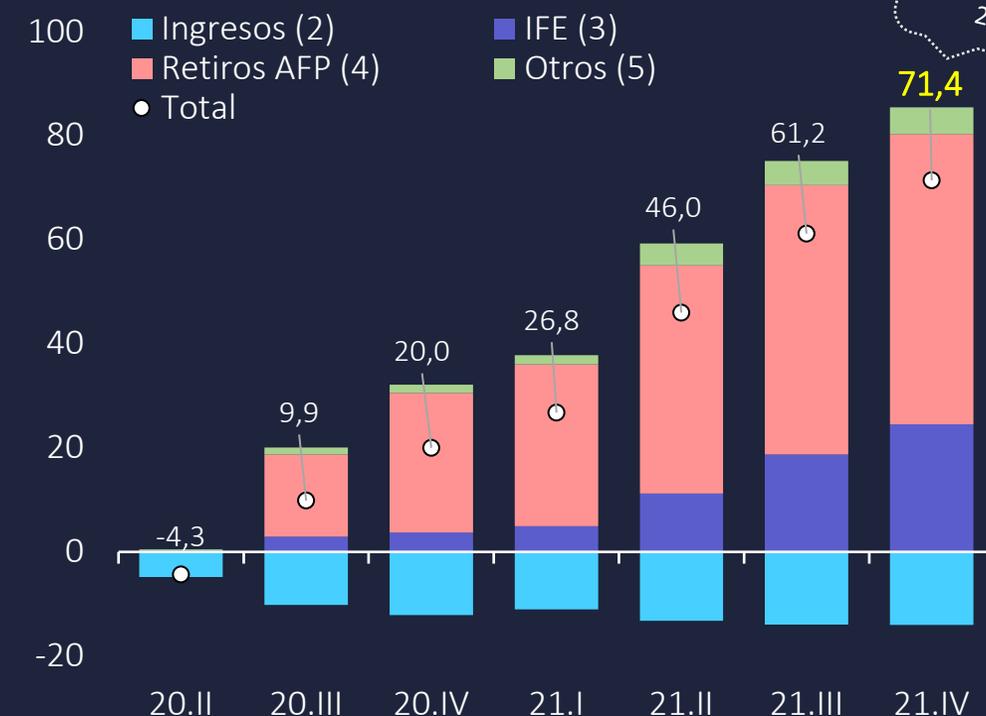
Consumo privado

(índice tercer trimestre 2019 = 100, serie desestacionalizada)



Acumulación de ingresos e inyecciones de liquidez a los hogares (1)

(miles de millones de dólares)



(1) Las estimaciones del aumento de liquidez de los hogares y medidas de apoyo del 21.III al 21.IV están basadas en proyecciones coherentes con el escenario central de este IPoM. (2) Suma entre los ingresos del trabajo y otros ingresos (rentas de la producción y de la propiedad coherentes con CNSI hogares e IPSFL). Valores trimestrales son las diferencias respecto de los mismos trimestres del 2019. (3) El IFE ha crecido en montos y cobertura, desde más de 6 millones de beneficiarios promedio entre mayo 2020 y marzo 2021 hasta más de 16,5 millones en octubre 2021. Montos per cápita han aumentado desde \$US 70 en sus inicios hasta \$US 200 per cápita en octubre 2021. Para noviembre se agrega expansión de IFE Universal (\$US 3.200 millones). (4) Retiros de AFP corresponden a montos pagados según fichas estadísticas de la SP al 22-10-2021. Para 21.III y 21.IV se pondera diferencia entre montos totales estimados a retirar y lo efectivamente pagado al 22-10-2021. (5) Otros corresponde a Bono Covid-19, Bono Clase Media, Bono 3er Retiro de AFP, Uso Adicional Seguro de Cesantía e IFE Laboral. Fuentes: Banco Central de Chile, Ministerio de Hacienda y Superintendencia de Pensiones.

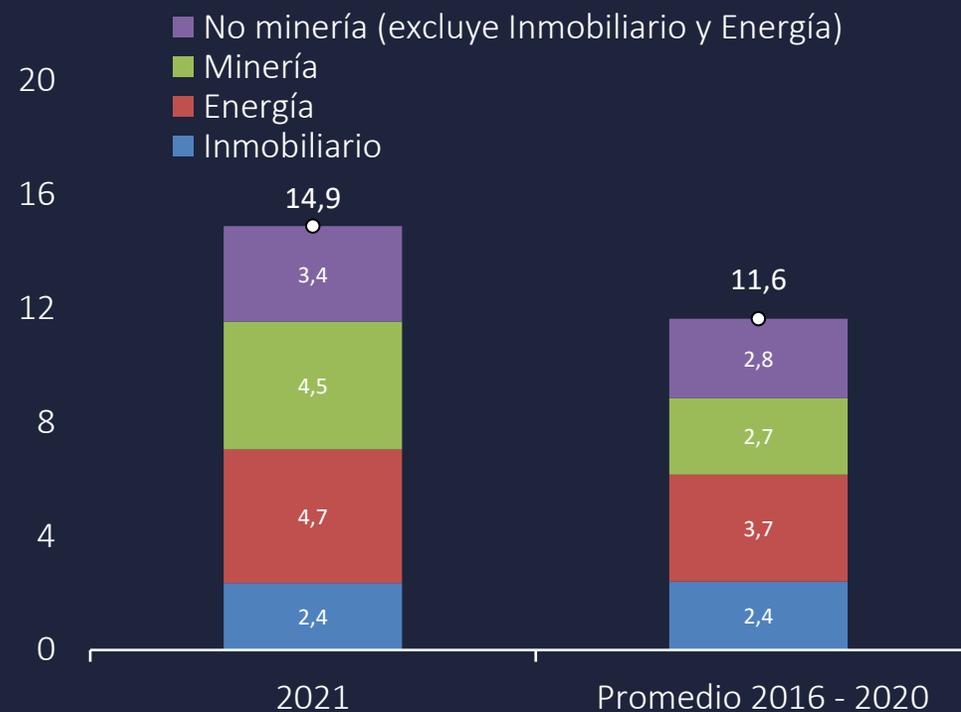
La inversión continuó recuperándose, con un dinamismo importante en todas sus líneas.



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



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

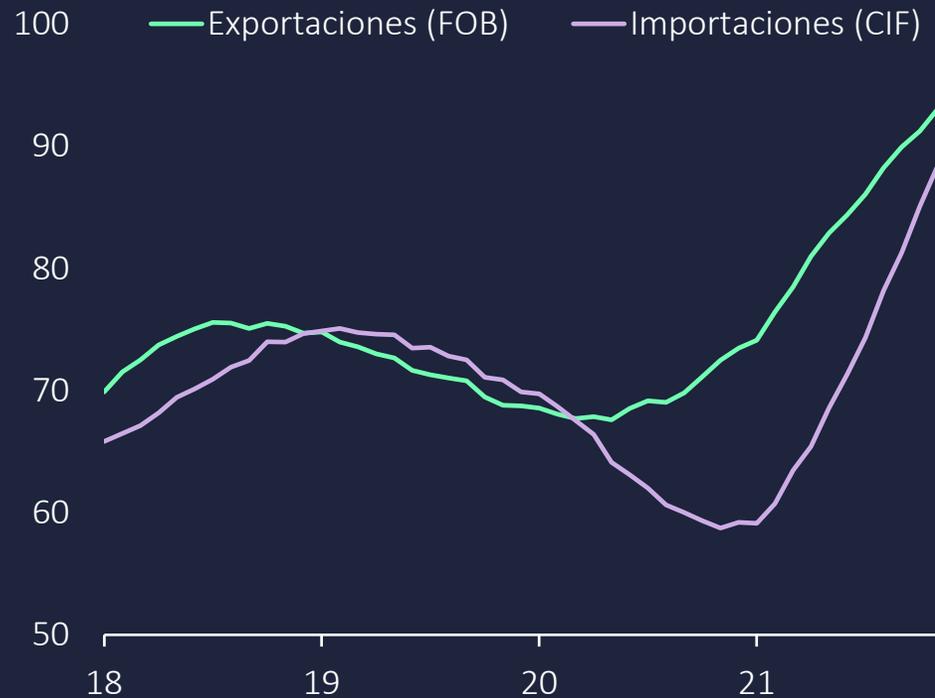


(*) Para el 2021 se considera la información del catastro de octubre de ese año. Para el promedio 2016 - 2020 se considera el último dato disponible para cada año.
Fuentes: Banco Central de Chile y Corporación de Bienes de Capital.

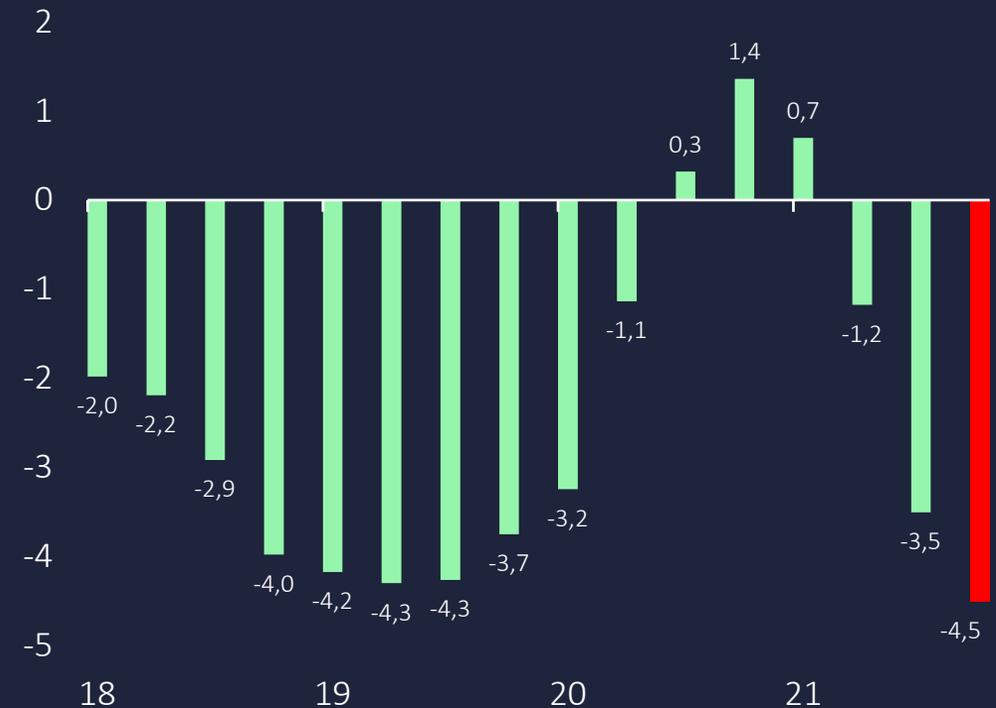
Un síntoma inequívoco del significativo aumento de la demanda es el rápido deterioro de la cuenta corriente de balanza de pagos. La proyección del déficit para 2021 pasa desde 2,2% en septiembre a 4,5% del PIB en diciembre.



Exportaciones e importaciones de bienes
(miles de millones de dólares, acumulado en doce meses)



Cuenta corriente (*)
(porcentaje del PIB, últimos 12 meses)



(*) Barra roja corresponde a la proyección para el cuarto trimestre del 2021 contenida en el IPoM de diciembre del mismo año.
Fuente: Banco Central de Chile.

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



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



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

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

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



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



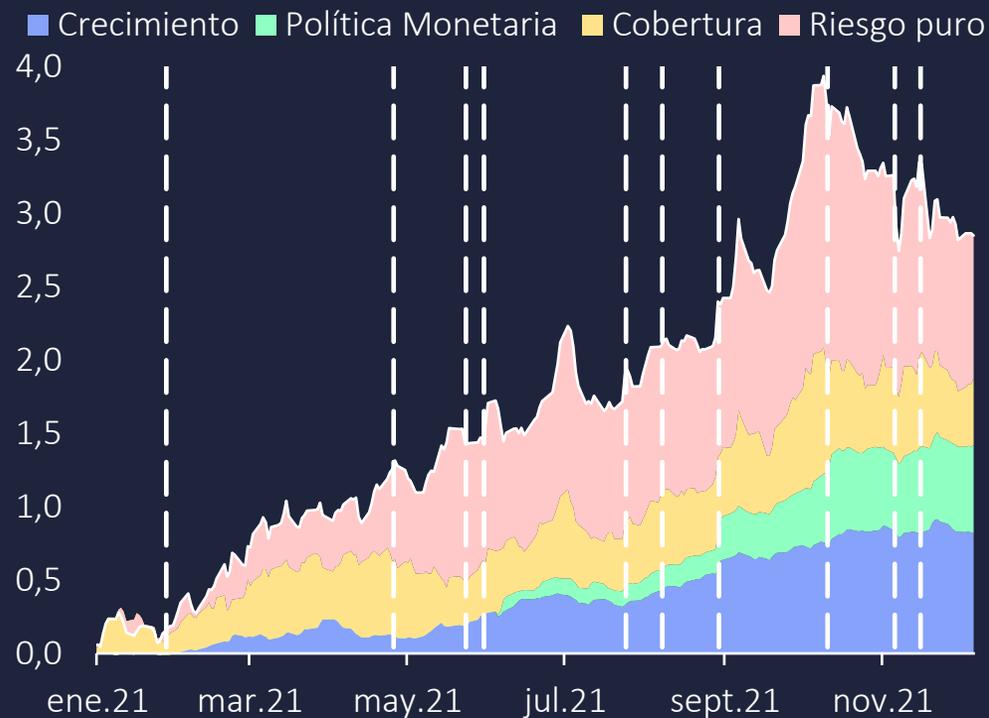
Tasa de interés a 10 años (1) (2)

(porcentaje)



Descomposición estructural de la tasa cero a 10 años (3) (4) (5)

(dif. respecto del 30 de diciembre del 2020, puntos porcentuales)



(1) Para todos los países se consideran las tasas de interés de bonos cero cupón, las cuales corrigen las tasas de mercado del pago de cupones de los bonos. (2) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con la tasa de interés de Chile. (3) Descomposición estructural en base a Cieslak y Pang (2021). (4) Descomposición basada en la tasa *Swap* Promedio Cámara (SPC) cero cupón a 10 años. (5) Líneas verticales de izquierda a derecha indican los eventos detallados en el Recuadro V.1. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y RiskAmerica.

Las condiciones financieras más estrechas se han traspasado a las tasas de mercado. La oferta de crédito se ha restringido y la demanda permanece contenida, a raíz del mayor costo de fondeo y la incertidumbre sobre la evolución de la economía.



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

(índice 2003-2021=100)



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



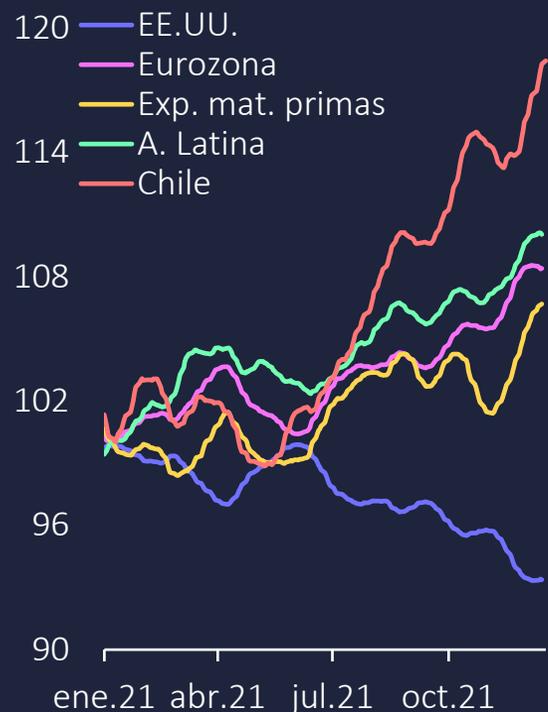
(1) Datos semanales, tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada período. Para vivienda corresponden a operaciones en UF. (2) Promedio móvil de cuatro semanas. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

El mayor riesgo local ha contribuido a un peso chileno más depreciado pese a los niveles del precio del cobre y el diferencial de tasas. El nivel de tipo de cambio real es muy superior a su promedio de los últimos 20 años.



Monedas (1)

(índice 4 de enero 2021=100)



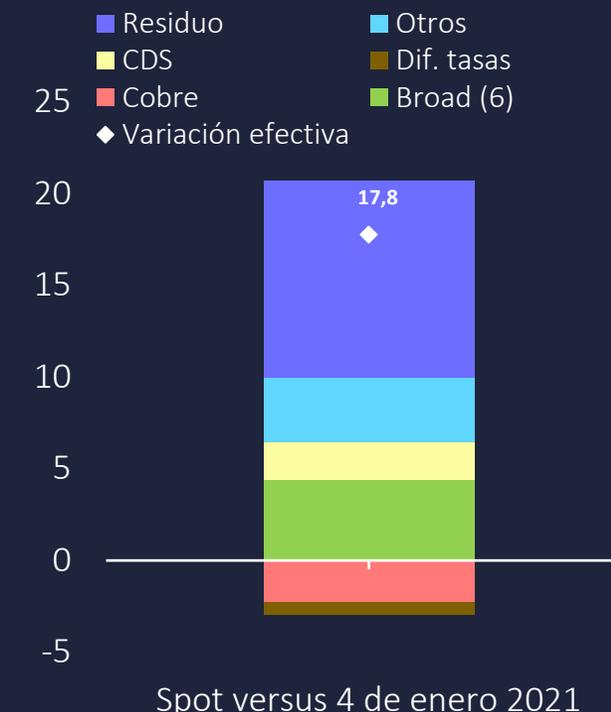
Tipo de cambio real (TCR) (2)(3)

(índice promedio 1986=100)



Contribución a la variación acumulada del tipo de cambio nominal (4) (5)

(índice promedio 1986=100)



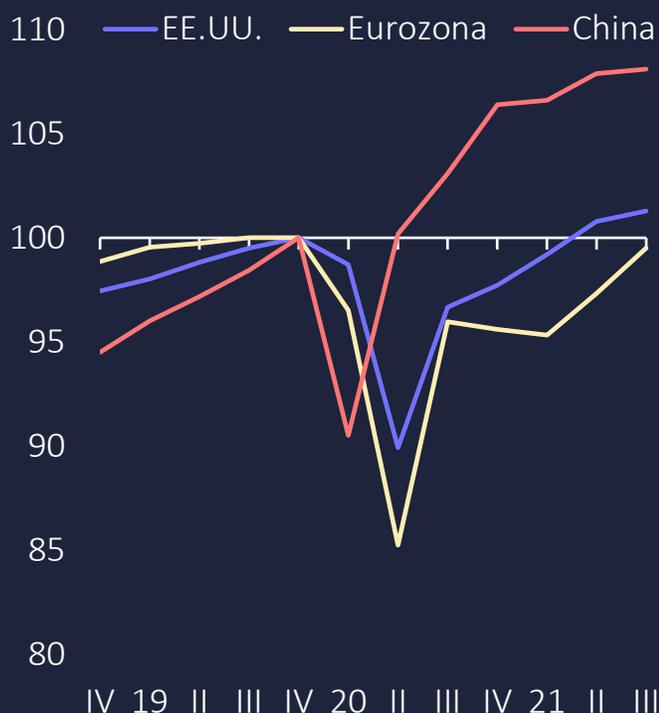
(1) Promedios de 15 días móviles para cada serie. Para América Latina considera el promedio simple entre los índices de Brasil, Colombia, México y Perú, mientras que, para exportadores de materias primas, el promedio simple entre los índices de Australia y Nueva Zelanda. (2) Datos de TCR para noviembre y diciembre del 2021 corresponden al promedio preliminar del mes y de los datos disponibles al día 17 de diciembre, respectivamente. (3) Promedios de los últimos 15 y 20 años consideran los períodos dic.06-nov.21 y dic.01-nov.21, respectivamente. (4) Dato *spot* corresponde al cierre estadístico. (5) Estimación en base a un modelo de alta frecuencia del tipo de cambio nominal, que captura el movimiento o tendencia que este debiera seguir acorde con sus fundamentos, como el precio del cobre, nivel de precios doméstico, entre otros. Para mayor detalle, ver "Uso de Modelos Macroeconómicos en el Banco Central de Chile" (2020). (6) Corresponde a la paridad entre el dólar y una canasta de países latinoamericanos y exportadores de materias primas. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y RiskAmerica.



En lo externo, las cifras del tercer trimestre dieron cuenta de una ralentización de la recuperación en las principales economías. No obstante, las perspectivas de las empresas (PMI) siguen ubicándose en terreno expansivo.

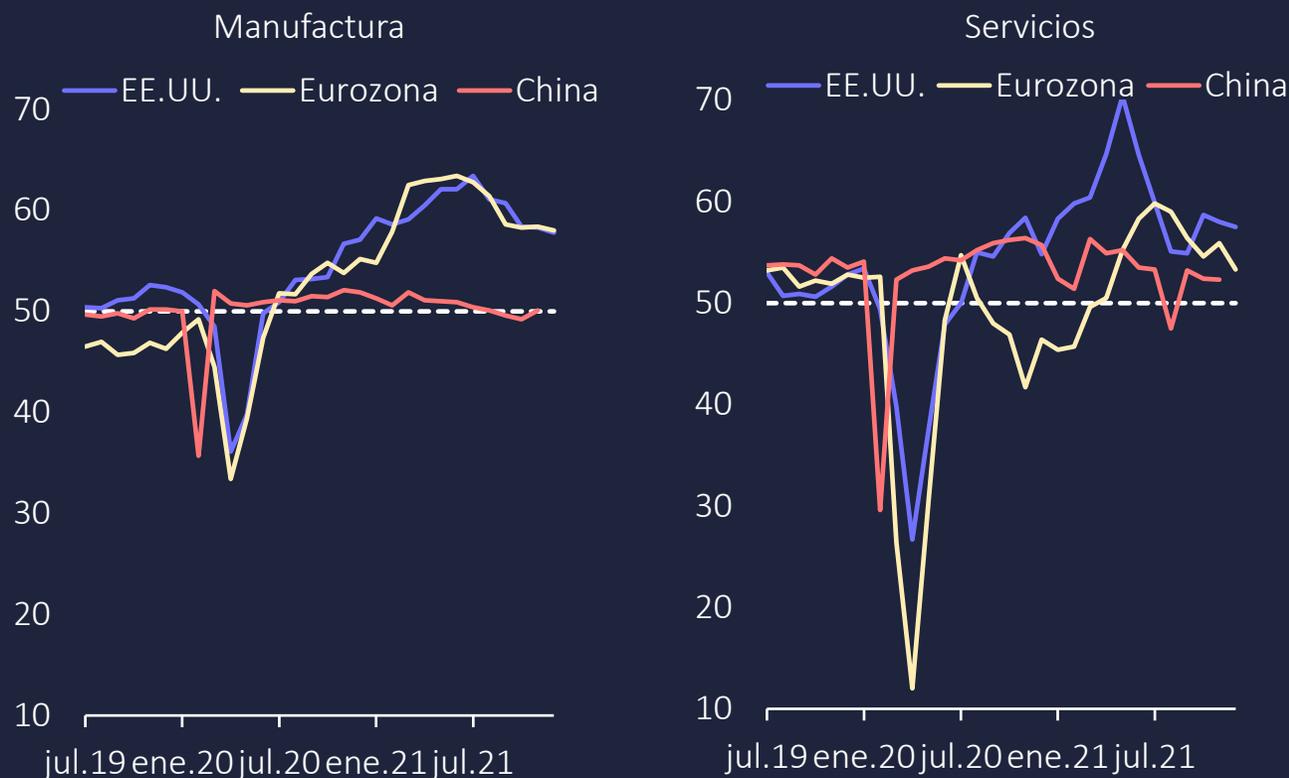
Actividad mundial

(índice IV.19=100, series desestacionalizadas)



Perspectivas de empresas (PMI) (*)

(índice de difusión)



(*) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo).

Fuente: Bloomberg.

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



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



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



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

Precio del cobre:



+3%
desde
IPoM.Sep.21

Precio del petróleo
(prom. Brent-WTI):



+6%
Desde
IPoM Sep.21

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

Fuentes: Bloomberg, IHS Markit y JP Morgan.

Se considera el promedio de 10 días hábiles previo a la publicación de setiembre y 10 días hábiles al 17/12/2021

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



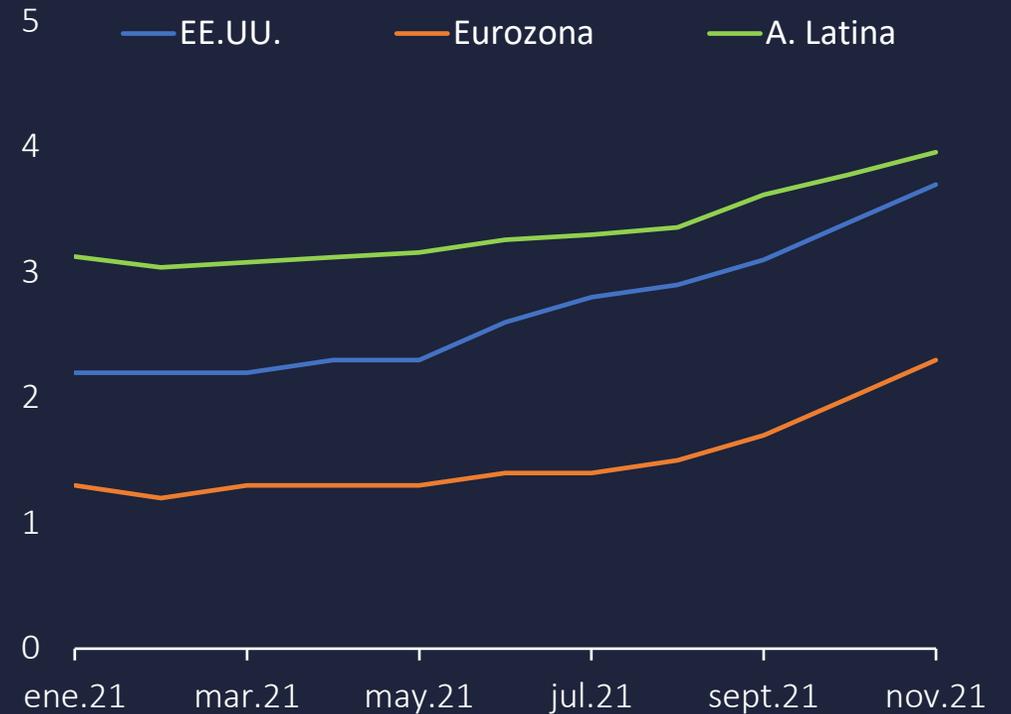
Inflación mundial (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



Expectativas de inflación de mercado para 2022 (3)

(variación promedio anual, porcentaje)



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

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



Proyecciones

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	279,9	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.

Entre el 2022 y el 2023 las tasas de expansión anual de la economía tendrán una importante reducción, coherente con el cambio previsto en el impulso macroeconómico y el cierre de la brecha de actividad.



Proyecciones de crecimiento del PIB
(variación anual, porcentaje)

2021

Septiembre
2021

11,5 %
10,5 %

Diciembre
2021

12,0 %
11,5 %



2022

Septiembre
2021

2,5 %
1,5 %

Diciembre
2021

2,5 %
1,5 %



2023

Septiembre
2021

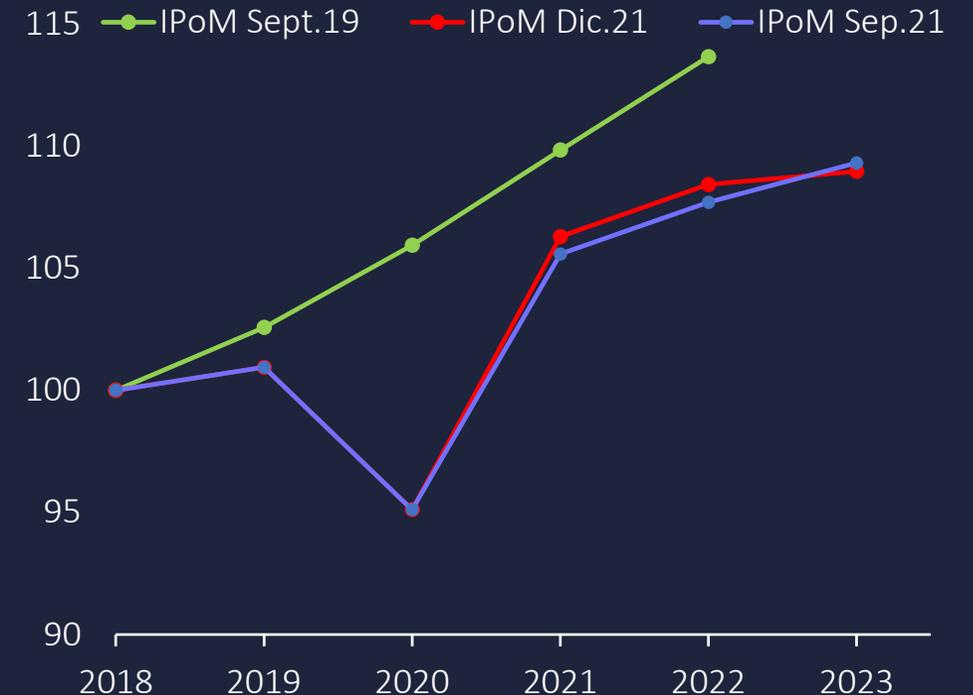
2,0 %
1,0 %

Diciembre
2021

1,0 %
0,0 %



Proyecciones PIB (*)
(índice 2018=100)



(f) Proyección. (*) Considera como crecimiento de cada año el punto medio del rango del IPoM respectivo.

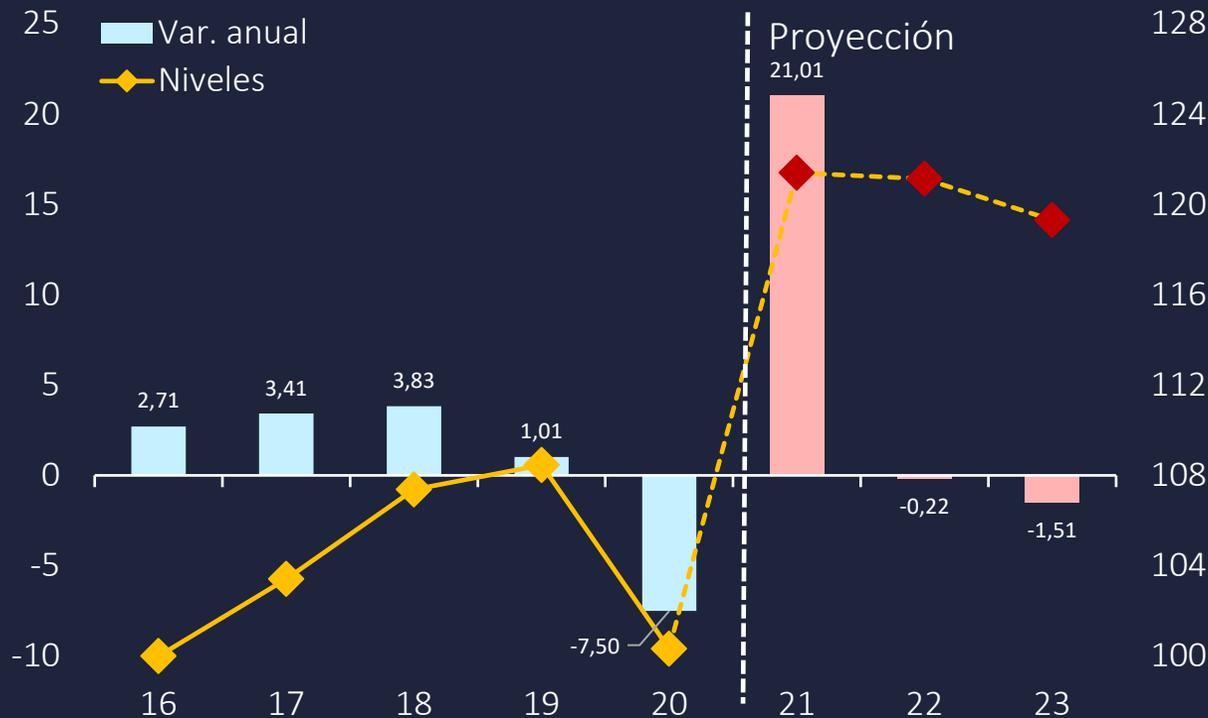
Fuente: Banco Central de Chile.

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



Consumo privado (*)

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



Esta proyección considera:

- ➔ Elevada base de comparación
- ➔ Extinción del IFE universal y agotamiento de la liquidez acumulada por los hogares
- ➔ Mayor estrechez de las condiciones financieras

M1 y sus componentes (promedios)

(índice enero 2008=100)



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

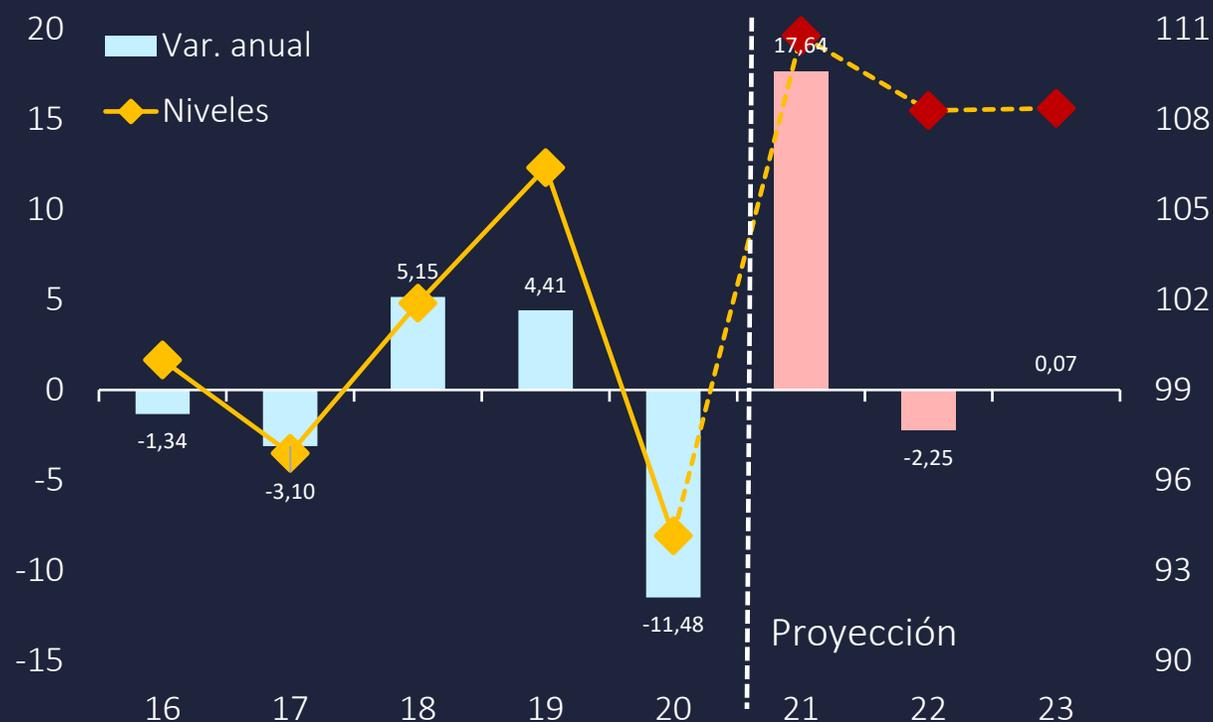
Fuente: Banco Central de Chile.

La inversión tendrá un débil desempeño los próximos dos años. Juegan un rol fundamental: condiciones financieras más estrechas del mercado de capitales, la persistencia de la incertidumbre, la depreciación del peso, el magro desempeño de la bolsa y el menor crecimiento esperado en el próximo bienio.



Formación bruta de capital fijo (*)

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



Esta proyección considera:

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

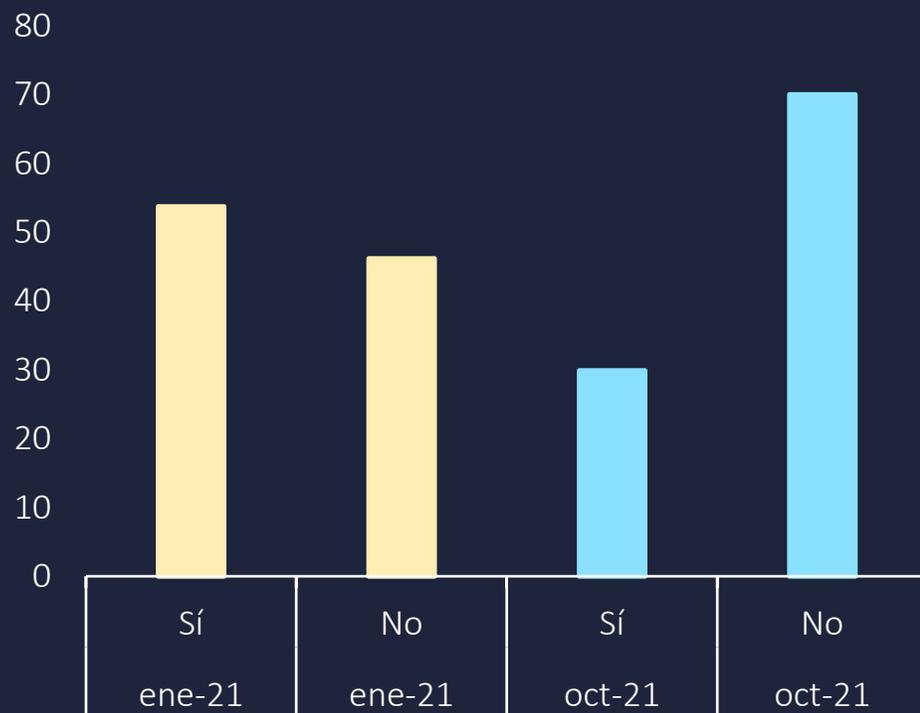
(*) Rombos y barras rojas corresponden a la proyección del IPoM de diciembre 2021.
Fuente: Banco Central de Chile.

Algunos antecedentes preliminares ya apuntan en esta dirección.



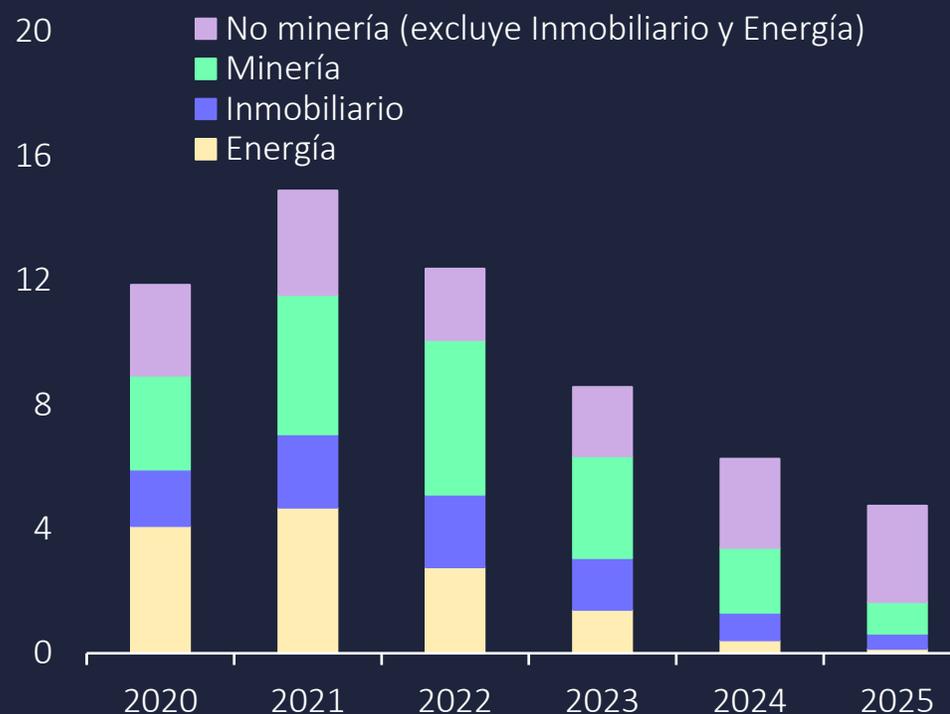
IPN: en los planes de negocios que tiene actualmente, ¿cree que su empresa realizará inversiones durante el 2022?

(porcentaje)



CBC: Inversión total

(miles de millones de dólares)



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

Escenario interno



Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2020	2021 (f)		2022 (f)		2023 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Sep.21	Dic.21	Sep.21	Dic.21	Sep.21	Dic.21
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.

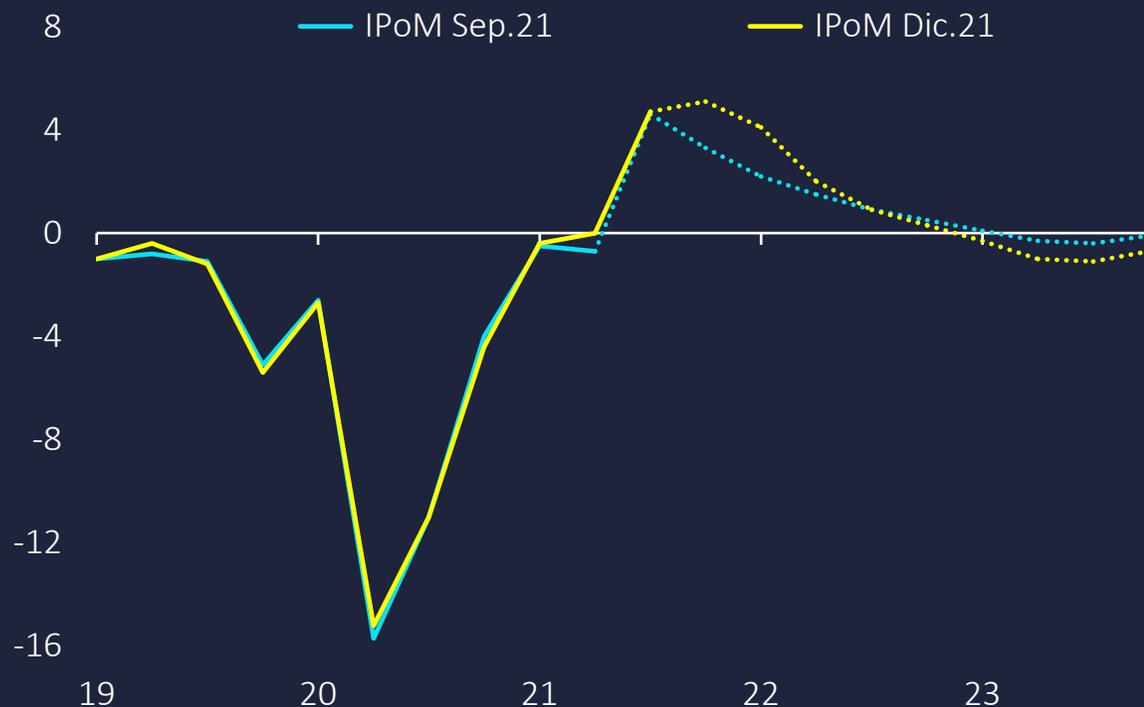
Fuente: Banco Central de Chile.



El escenario central considera que la brecha de actividad en la última parte del año será aún más positiva que en el tercer trimestre y que lo previsto en el IPoM de septiembre. Esta se cierra solo hacia fines de 2022, comienzos de 2023.

Brechas de actividad (1) (2)

(nivel, puntos porcentuales)



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

Esta proyección considera:

→ Fin de los programas masivos de transferencias del Fisco y retiros de fondos de pensiones

→ Política monetaria más restrictiva y retorno de las expectativas de inflación a dos años a 3%

→ Incertidumbre sigue elevada e incide sobre inversión y empleos

Al igual que en el IPoM anterior, esto considera un crecimiento del PIB potencial en torno a 2,1% en el periodo 2021-2023.

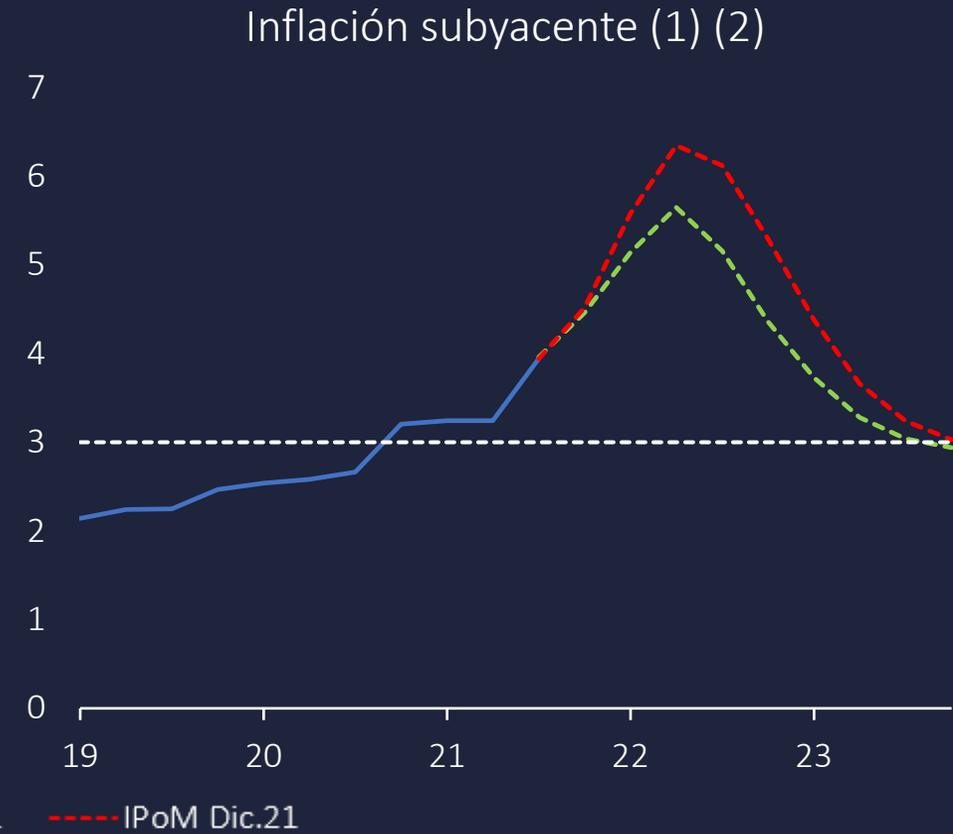
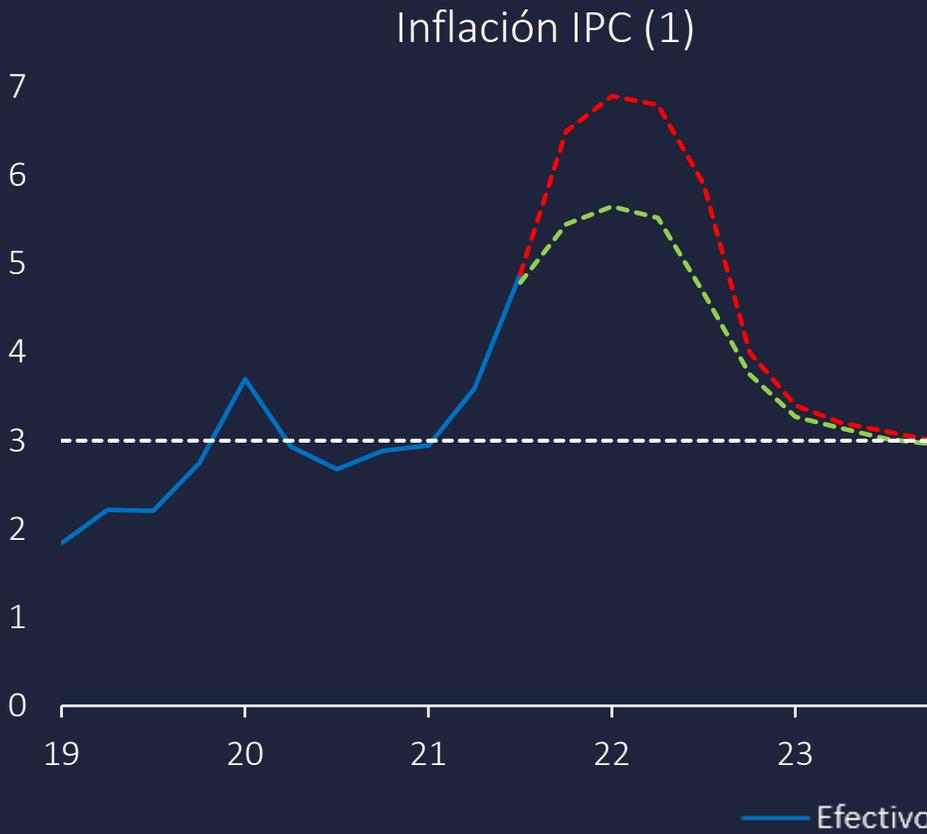
(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de junio 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario central, la inflación se mantendrá en torno a 7% en la primera mitad de 2022, para luego comenzar a converger al 3% dentro del horizonte de dos años. La inflación subyacente se verá afectada por los procesos de indexación habituales durante los primeros meses del año, elevándola a valores en torno a 6% en el segundo trimestre del 2022.



Proyección de inflación (variación anual, porcentaje)



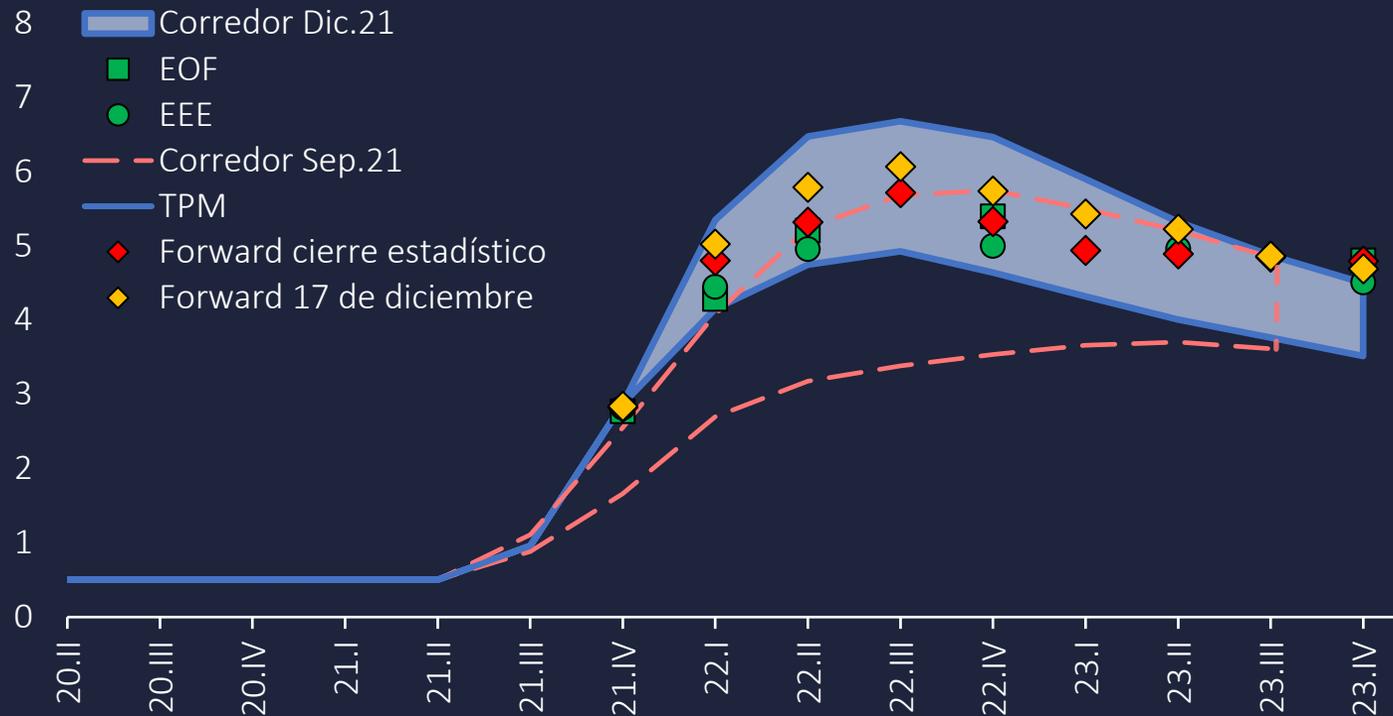
(1) Líneas segmentadas corresponden a la proyección en el respectivo IPoM. (2) Medida por el IPC sin volátiles.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

El Consejo aumentó la TPM en 250pb entre octubre y diciembre, llevándola hasta 4%. En el escenario central, el Consejo estima que la TPM seguirá aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su nivel neutral nominal durante gran parte del horizonte de política monetaria.



Corredor de TPM (*)

(porcentaje)



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

(*) Para mayor detalle, ver nota metodológica del gráfico V.1, IPoM diciembre 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



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



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

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

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

Escenarios de riesgo



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

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

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

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

COMENTARIOS FINALES



- El Consejo realizó un ajuste de la TPM más rápido que el previsto, 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, aumentando la brecha a niveles por sobre lo esperado en la segunda mitad de este año y principios del próximo. Por otro lado, los datos de inflación efectiva sorprendieron al alza en varios meses, principalmente en el componente volátil, con expectativas de mercado que han aumentado tanto a corto como a mediano plazo.
- 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 consideran que la economía requiere de un ajuste del gasto en el 2022 y el 2023 para deshacer los desequilibrios que se han incubado en los últimos trimestres.
- En el escenario central, el Consejo estima que la TPM seguirá aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su nivel neutral nominal 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.



INFORME DE POLITICA MONETARIA
DICIEMBRE 2021

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

