

DESAFÍOS PARA LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL¹

Rosanna Costa

Presidenta Banco Central de Chile

3 de agosto de 2022

1. Muy buenos días, agradezco la invitación a presentar en este foro regional de la Cámara Regional del Comercio de Valparaíso. Afortunadamente hemos podido ir poco a poco retomando la costumbre de hacer estas reuniones de forma presencial, lo cual representa una gran oportunidad para el Banco de acercarse a las regiones y ver *in situ* lo que ocurre en ellas. Para nosotros es de gran relevancia poder comprender de la mejor forma posible lo que sucede en las distintas zonas del país, pues la diversidad de situaciones por las que atraviesan es una fuente importante de información a la hora de analizar y entender lo que ocurre en nuestra economía.
2. A lo largo de los años, el Banco ha hecho múltiples esfuerzos para mejorar y ampliar este conocimiento. Mantenemos un despliegue constante de nuestros Informes en distintos foros regionales. Tanto el Consejo como el *staff* de profesionales del Banco se reúne regularmente con centros académicos y gremiales para compartir experiencias y conocimientos. Desde hace casi una década que publicamos el Informe de Percepciones de Negocios, el que se alimenta tanto de encuestas como de entrevistas que levantamos con empresas a lo largo de todo el país.
3. En lo más reciente, hemos sumado una nueva pieza de información, la que se enmarca en el proceso de mejora de nuestras estadísticas económicas. Es así como a partir del 23 de junio pasado comenzamos a publicar el producto interno bruto regional y consumo de hogares con frecuencia trimestral. Este es un avance que aporta información valiosa tanto para el análisis económico como para las decisiones de políticas públicas, ya que aumenta los datos, frecuencia y oportunidad con que podremos conocer el estado de la economía regional, información que antes solo existía en una medición anual. Estas series tendrán un rezago de 83 días para los tres primeros trimestres del año y 113 días para el cierre del año. Esto implica, por ejemplo, que la próxima publicación de datos se realizará el 23 de septiembre, con cifras para el segundo trimestre.
4. Como referencia, los datos del primer trimestre de 2022 nos indican que la actividad en la región de Valparaíso tuvo un crecimiento de 10,7% anual en ese período. La principal contribución provino de los sectores de servicios —que aumentaron 16% anual en dicho lapso—, replicando la

^{1/} Presentación realizada en el 26 Re-Encuentro Empresarial: Construyendo Futuro, organizado por la Cámara Regional de Comercio de Valparaíso.

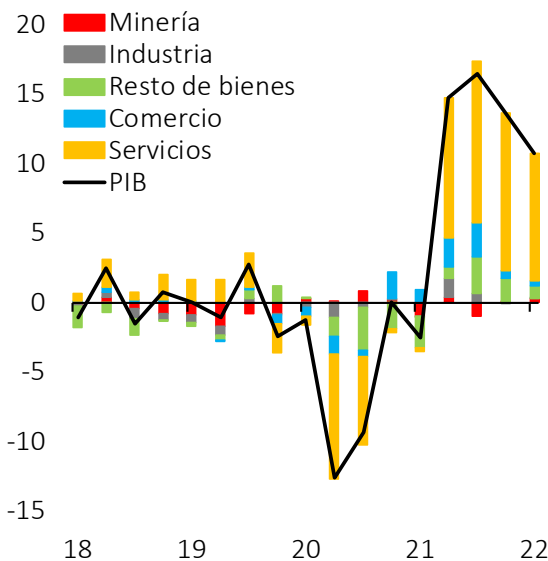
tendencia a nivel nacional. Rubros como en el comercio y la industria manufacturera muestran una desaceleración más marcada en la región, siguiendo también las tendencias a nivel país.

5. Por el lado del consumo de los hogares, se observa que el gasto en servicios en la región se expandió 15,9% anual en el primer trimestre, seguido por el de bienes no durables, que creció 12% anual. El consumo de bienes durables exhibió un crecimiento más acotado (1,8% anual), en el marco de un proceso de normalización del gasto luego del boom del año anterior. Al igual que en la actividad, esta dinámica del consumo privado se ubicó en línea con lo ocurrido en el país (gráfico 1).

Gráfico 1

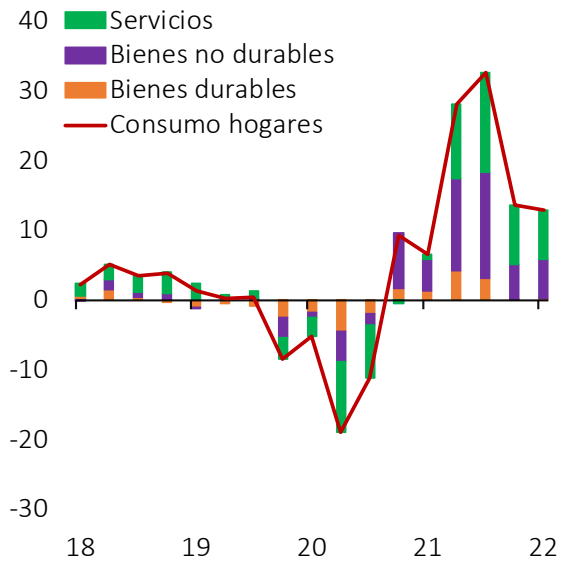
PIB regional por actividad

(variación anual, porcentaje)



Consumo regional por componentes

(variación anual, porcentaje)



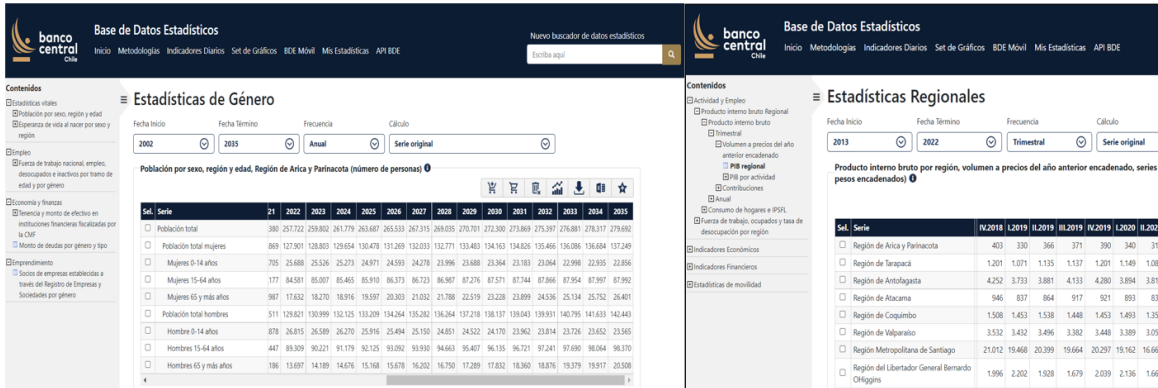
Fuente: Banco Central de Chile

6. Este esfuerzo del Banco por mejorar las fuentes de información disponibles se complementó con la puesta a disposición del público de una compilación de estadísticas de carácter regional y también por género, elaboradas por otras instituciones. Esta información está disponible desde el pasado viernes 29 de julio en nuestro sitio web^{2/} y su objetivo es disponer en un solo lugar información de interés, utilizando la plataforma de la Base de Datos Estadísticos del Banco Central. Agradecemos a las instituciones que las elaboran por su contribución y disposición para facilitar al usuario su acceso en una base de datos más amplia. En una primera etapa, se incluyen las

^{2/} Disponible en <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/estadisticas-regionales-y-en> <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/estadisticas-de-genero>

estadísticas de actividad, empleo, sectoriales, financieras, demográficas y de movilidad, entre otras (gráfico 2).

Gráfico 2
Estadísticas de Género y Regionales



7. Quisiera también contarles que prontamente comenzaremos a publicar estadísticas experimentales en varias áreas de interés, lo que se ha hecho posible dado el acceso a nueva información y las oportunidades que genera la tecnología. Aunque estas series no cuentan con el mismo estándar de las estadísticas tradicionales, son lo suficientemente oportunas y confiables para ser consideradas en el análisis económico. Creemos que su utilidad es mayor que sus potenciales desventajas, aun cuando pueden tener una precisión algo menor y estar sujetas a revisiones más periódicas. Así, a partir de este viernes 5 de agosto pondremos a disposición del público un índice de ventas diarias del comercio minorista, indicador que adelanta la actividad de una parte del sector comercio. Este indicador se suma al de movilidad diaria por región, que se está difundiendo desde el viernes 29 y que está construido usando el número de boletas electrónicas emitidas por una muestra de estaciones de servicios.

8. Permítanme ahora pasar a un tema de carácter más global, como es la evolución de la economía y los desafíos que enfrenta Chile en este complejo escenario.

El alza de la inflación en Chile y el mundo

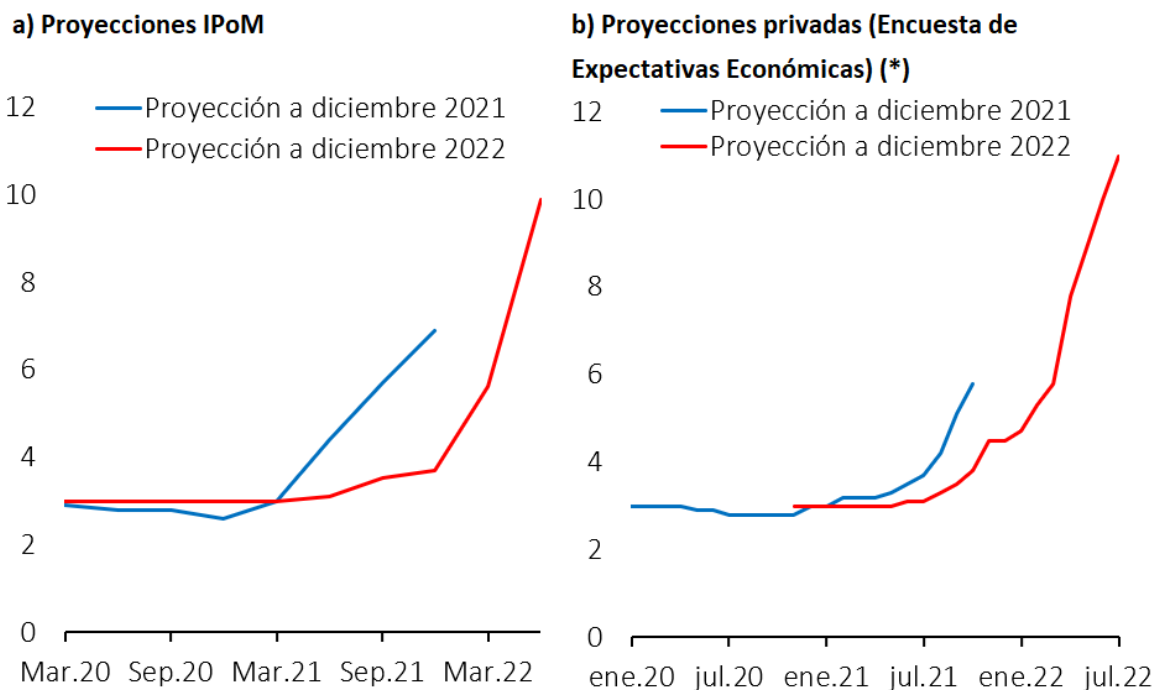
9. La inflación ha escalado a niveles impensados. En junio, el incremento anual del IPC llegó a 12,5%, ubicándose en los valores más altos de este siglo. Tanto nuestras proyecciones —las que damos a conocer en el Informe de Política Monetaria, el IPOM— como las perspectivas privadas fueron viéndose continuamente sorprendidas al alza. Por ejemplo, en septiembre del año pasado estimábamos que el IPC culminaría 2022 en torno a 3,5%, cifra que se ubicó en 9,9% en nuestro Informe de junio de este año, y que estimamos volverá a aumentar en el próximo IPOM. Las

perspectivas de mercado, medidas en la Encuesta de Expectativas Económicas que levanta el Banco Central mes a mes, muestran una trayectoria similar (gráfico 3).

Gráfico 3

Proyecciones de inflación

(variación anual, porcentaje)



(*) La encuesta con la proyección a diciembre 2021 solo tiene datos hasta octubre 2021.

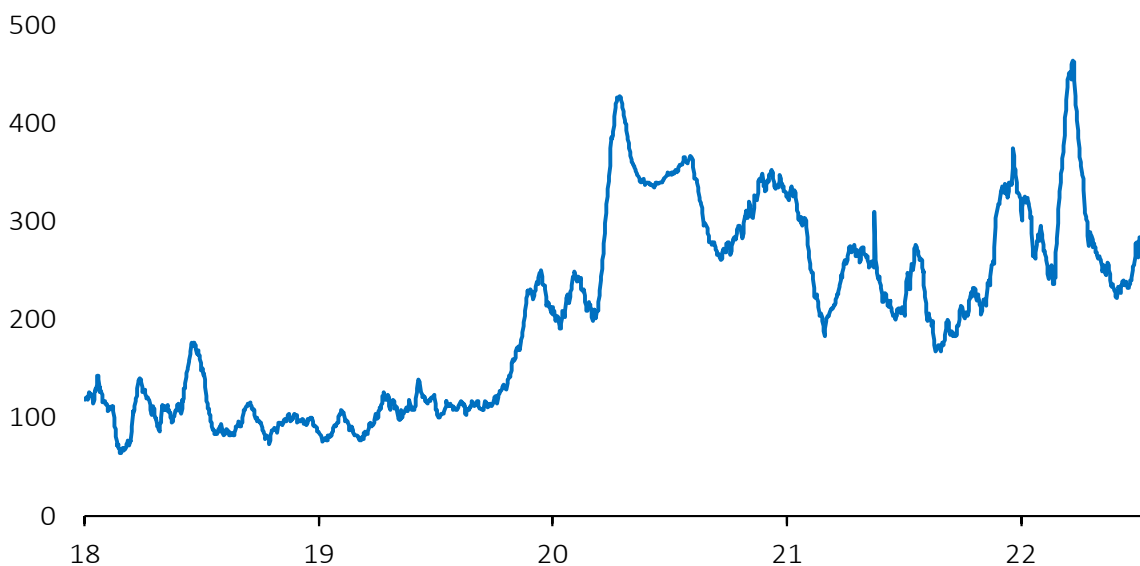
Fuente: Banco Central de Chile.

10. Se ha discutido largamente acerca de las causas de este fenómeno inflacionario. Sin embargo, estimo que es importante establecer algunos puntos. Primero, la economía chilena está siendo afectada por un sucesivo conjunto de *shocks* muy singular. En los últimos trimestres, se ha sumado (i) el significativo impulso a la demanda interna que se dio a partir de las medidas de apoyo a los ingresos de los hogares, entre ellos los tres retiros de fondos previsionales; (ii) una oferta que aún no ha logrado recuperarse completamente de los efectos de la pandemia, lo que ha implicado que las cadenas de valor global todavía no consiguen reestablecerse por completo; (iii) la invasión de Rusia a Ucrania, cuyos impactos humanos son muy importantes, y también ha afectado con fuerza diversos mercados financieros y de bienes. Segundo, este conjunto de *shocks* se produjo sobre una economía chilena que mantenía elevados niveles de incertidumbre, los que aumentaron de forma relevante tras el estallido social de octubre de 2019 y no han logrado retornar a los niveles previos a ese evento (gráfico 4).

Gráfico 4

Incertidumbre económica y política (*)

(índice, 1 enero 2012 = 100)



(*) Media móvil a 30 días. Desde diciembre del 2021, el índice incluye una actualización al diccionario de palabras utilizado para su construcción, como una forma de incorporar nuevos elementos que influyen en la coyuntura local.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Becerra y Sagner (2020).

11. Todo esto ha llevado a que nuestra economía hoy esté lejos de lo que podríamos llamar una situación “normal” o de equilibrio. La inflación, como ya mencioné, es la más alta en años. La diferencia entre el crecimiento efectivo y potencial —la llamada brecha de actividad— es elevada. Aunque su medición carece de la precisión de una estadística, pues se estima considerando una variable no observable como el producto potencial, nuestros cálculos indican que esta brecha promedia del orden de 5 puntos porcentuales entre mediados de 2021 y mediados de este año, lo que es un valor extremadamente alto en comparación histórica. Otra variable que refleja los desequilibrios que muestra la economía chilena es el déficit de la cuenta corriente. Al primer trimestre, éste acumuló un saldo negativo equivalente a 7,3% del PIB, el valor más alto desde fines de los noventa. Se suma una demanda interna con una compleja configuración, donde el peso del ajuste del gasto que hemos visto hasta ahora ha recaído principalmente sobre la inversión, pues el consumo privado sigue mostrándose resiliente.

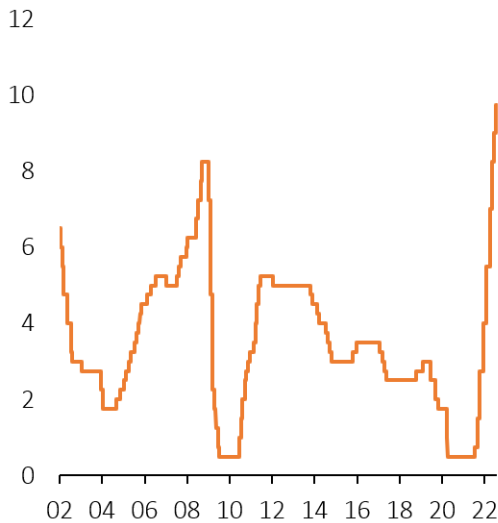
12. En este panorama, el Banco Central inició tempranamente un proceso de alza de la Tasa de Política Monetaria (TPM). En julio de 2021, cuando la tasa se ubicaba en su mínimo técnico de 0,5%, el Consejo realizó el primer ajuste de la TPM. La evolución del escenario macroeconómico y sus impactos en la inflación y sus perspectivas de mediano plazo llevaron a que el Banco fuera aumentando la magnitud de las alzas, hasta ubicarla en el 9,75% que tenemos hoy. Sin duda, este es un nivel de tasas elevado tanto en perspectiva histórica como respecto de lo que se observa en

otras economías comparables a la chilena. De hecho, descontada la inflación esperada a un año plazo, la TPM medida en términos reales está entre las más altas dentro de un grupo importante de economías (gráfico 5).

Gráfico 5

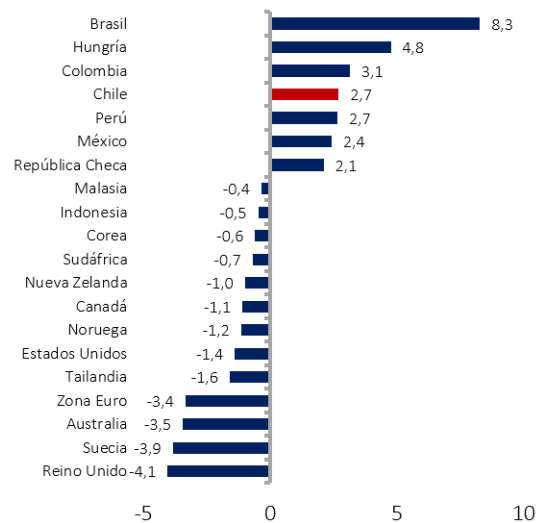
Tasa de política monetaria (TPM)

(porcentaje)



TPM real mundial (*)

(porcentaje)



(*) La TPM real se obtiene al restar de la TPM las expectativas de inflación al 2do trimestre de 2023. Para Chile, se utilizan las expectativas de inflación de la EEE de julio 2022.

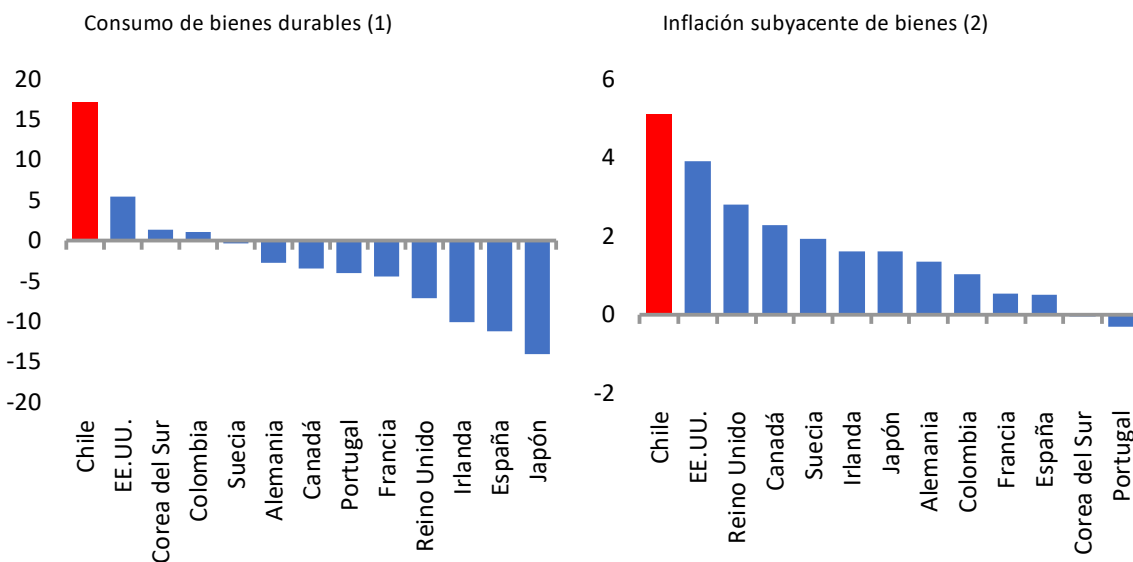
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

13. Una razón a destacar para que la TPM haya escalado hasta niveles tan elevados es la configuración de elementos locales detrás de la elevada inflación que hoy sufrimos. Ello se refiere al excesivo aumento del gasto en 2021 y a un componente idiosincrático que ha generado una parte muy significativa de la depreciación del peso, la que se acumula desde 2019, es decir a una configuración de riesgos exclusivamente local. Es importante tener presente que, en 2021, Chile fue una de las economías del mundo donde el consumo de bienes durables mostró la mayor diferencia respecto de sus promedios históricos (gráfico 6). Se suma que el coeficiente de traspaso a los precios finales de una depreciación del peso originada en factores locales es mayor que cuando esta responde a fenómenos globales. Ello se debe a que dicho tipo de depreciación carece del efecto mitigador que proporciona la caída de precios externos que normalmente acompañan las depreciaciones con detonante global.

Gráfico 6

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 tercer trimestre 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 cuarto 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 .

14. En la medida que la inflación ha ido escalando, las expectativas de inflación también se han visto afectadas. Esto ha ocurrido en un contexto donde los *shocks* ya mencionados se han ido sumando uno encima de otro, sin que el ajuste de las políticas económicas haya podido todavía lograr re-balancear la economía. Los canales de indexación también están jugando un rol relevante, pues, sumado al aumento de las expectativas de inflación, agregan persistencia al fenómeno inflacionario, elemento que estamos incorporando en nuestras proyecciones desde hace un tiempo. Por su parte, la incertidumbre local también ha jugado un rol en este proceso al elevar el tipo de cambio real, lo que ha restado fuerza al canal cambiario que una política monetaria más contractiva debería aportar.

15. Pese a lo complejo del escenario, el Banco Central ha reiterado una y otra vez su compromiso con la convergencia de la inflación en el plazo de dos años. El costo de mantener una inflación alta es doble. Una inflación elevada quita capacidad de compra a los hogares, castigando especialmente a los de menores ingresos; y segundo, en tanto se mantenga alta y no se actúe conforme a lo requerido, suma persistencia y hará más costoso su proceso de ajuste.

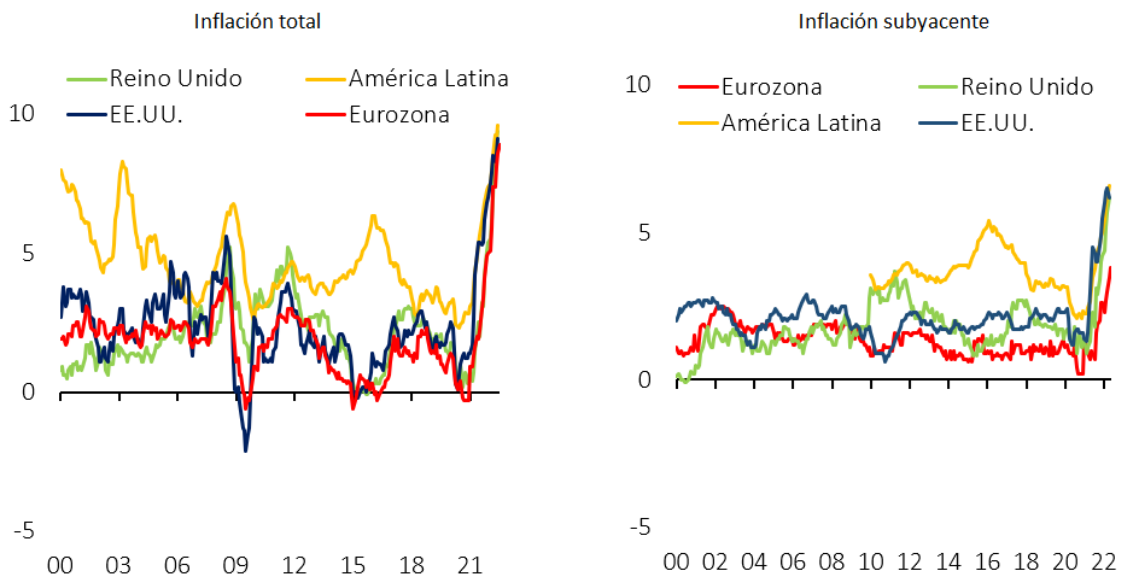
El aumento de la inflación como la principal preocupación económica global

16. La inflación se ha transformado en un problema global muy significativo. Si bien la incidencia específica varía país a país, hay un conjunto de factores comunes que explican el alza de los precios. Entre ellos varios de los que ya mencioné para nuestro caso, como son los efectos de la pandemia sobre la oferta de bienes y el impacto de la invasión a Ucrania. Es así como muchos países desarrollados y emergentes están enfrentado un alza significativa de la inflación total y subyacente y, al igual que en Chile, las tasas de variación anual de los precios se ubican en los máximos niveles de varias décadas (gráfico 7).

Gráfico 7

Inflación mundial (*)

(variación anual, porcentaje)



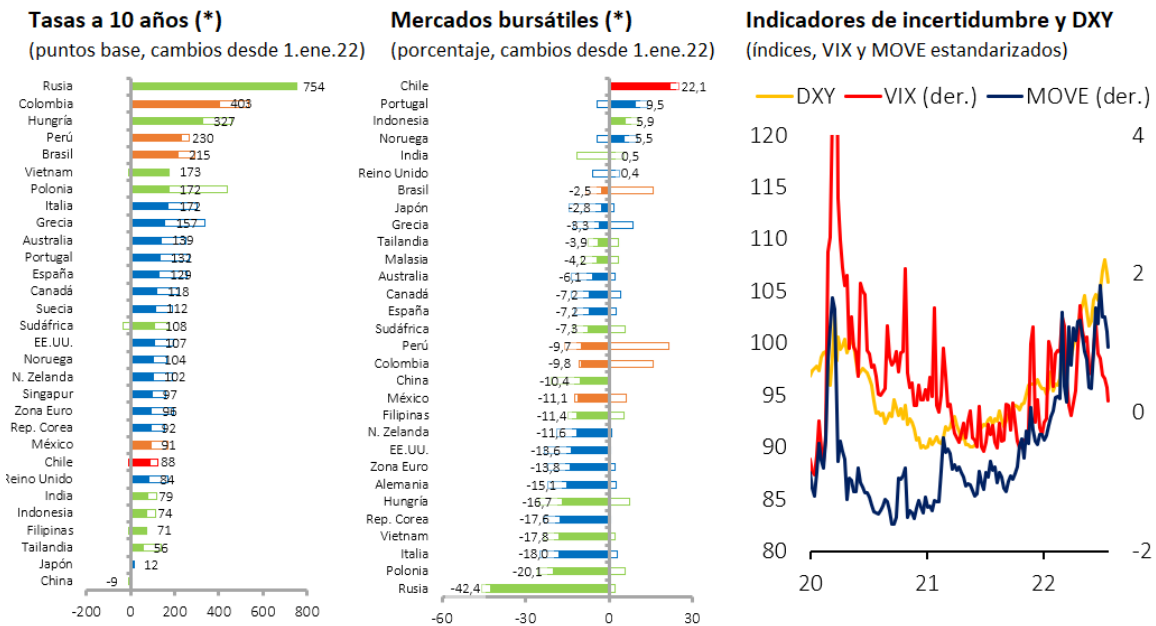
(*) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, México, Perú y Colombia.

Fuente: Oficinas estadísticas de cada país.

17. Los bancos centrales han comenzado a reaccionar con fuerza a este fenómeno inflacionario, y hoy se aprecia a un número significativo de ellos subiendo sus tasas de interés y reafirmando su compromiso con la estabilidad de precios, indicando que harán lo necesario para que la inflación retorne a niveles coherentes con sus objetivos. Destaca el caso de Estados Unidos y la Eurozona. Ambos bancos centrales han actuado con mayor rezago en el proceso de alza de tasas, lo que especialmente en el caso de la Fed ha tensionado a los mercados por el riesgo que significa esto para la convergencia de la inflación.

declaraciones de las autoridades, y el dólar se ha fortalecido en la medida que la incertidumbre crece (gráfico 9). El peso chileno ha tenido una caída importante en este contexto. Si bien su valor se redujo respecto de los máximos por sobre mil pesos de hace algunas semanas, su valor actual sigue estando por sobre lo que observamos al momento que publicamos el IPoM de junio, cuando oscilaba en torno a 820 pesos por dólar. Me detendré más adelante en las implicancias de corto y mediano plazo de estos cambios, lo mismo que en la intervención cambiaria que estamos efectuando.

Gráfico 9



(*) Comprende cambios entre el 1 de agosto y el 1 de enero de 2022. Barras verdes corresponden a emergentes, naranjas a Latam y azules a desarrollados. Barras sólidas corresponden a variación durante el período y las transparentes a cambios máximos y mínimos. Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

Los desafíos de la coyuntura actual

21.No cabe duda de que el Banco Central está enfrentando importantes desafíos en materia de control de la inflación. Esta se ha transformado en la principal preocupación económica de las familias y las empresas, pues sus negativos efectos están siendo percibidos por todos nosotros. Como indiqué hace unos momentos, el Banco inició un proceso de alza de la tasa de interés bastante temprano, por lo cual hoy la TPM se sitúa en un nivel que ya es elevado y que no está tan lejano de lo que estimamos necesario para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación.

22.De todos modos, la comunicación sobre qué sucederá con la TPM en los próximos trimestres es algo que haremos con mayor precisión en nuestro IPoM de septiembre. Para ello hay que tener presente varios aspectos.

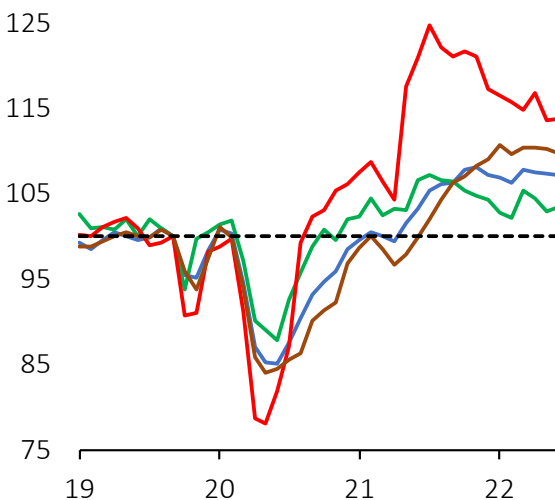
23. Primero, en lo grueso, los datos de actividad e inflación que hemos conocido en los últimos meses se han enmarcado dentro de las proyecciones de nuestro IPoM de junio. Con el dato de actividad que conocimos a comienzos de esta semana se configuró un segundo trimestre en donde el PIB no minero revela algo más de inercia de la esperada, con algo de mayor fortaleza en los servicios. A nivel de demanda sigue siendo el caso que el ajuste se ha concentrado mayormente en la inversión, toda vez que el consumo continúa mostrándose más resiliente. La inflación sigue aumentando, impulsada en los últimos meses por los precios volátiles, principalmente alimentos y energía, pero en un contexto donde no se han repetido sorpresas de la magnitud que tuvimos en la primera parte del año. El mercado laboral ha seguido perdiendo fuerza. El crecimiento del empleo se ha ralentizado y el poder de compra de los salarios está siendo afectado por la inflación. Las condiciones financieras se han estrechado tanto para personas como para empresas, percibiéndose tanto una oferta como una demanda de crédito más contenida (gráfico 10).

Gráfico 10

Indicador mensual de actividad económica (IMACEC)

(índice septiembre 2019 = 100, serie desestacionalizada)

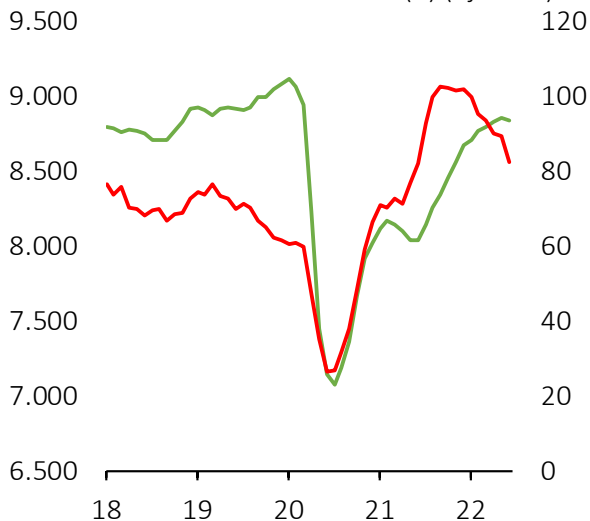
135 — Total — Industria
— Comercio — Servicios



Empleo e Índice de Avisos Laborales de Internet

(miles de personas, índice ene.15 = 100)

— Empleo (*) — Índice de Avisos Laborales (*) (eje der.)



(*) Promedio móvil trimestral.

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

24. Segundo, el escenario externo ha sufrido un fuerte deterioro que tiene impactos relevantes para Chile. Por un lado, ha ayudado a una depreciación adicional del peso. Como mencioné hace unos momentos, la magnitud del alza del tipo de cambio ha bajado respecto de unos días atrás. No obstante, las expectativas de inflación han aumentado respecto de unas semanas atrás. Datos de más corto plazo, como los seguros de inflación para fines de año muestran que la inflación esperada en los precios financieros supera el 13% anual. En el último IPoM, el Banco proyectó una

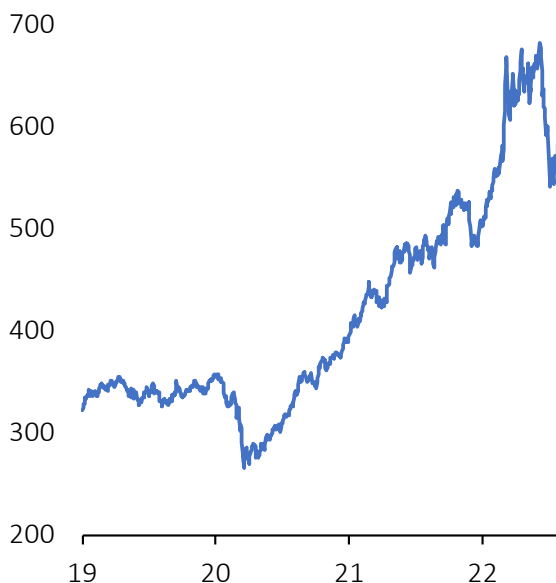
inflación de 9,9% para diciembre. En el Informe de septiembre publicaremos una actualización de esa cifra.

25. Por otro lado, el deterioro del escenario externo también mitiga una parte de los factores que han hecho aumentar la inflación. Por ejemplo, se ha observado un descenso importante en los precios de algunos alimentos y materias primas, destacando lo que ha ocurrido con el trigo y, en menor medida, el petróleo. Sin duda, un menor valor internacional de estos productos ayudará a compensar las presiones acumuladas y el alza del tipo de cambio. Sin embargo, al mismo tiempo, el precio del cobre ha tenido un descenso bastante marcado, acumulando una caída importante respecto de sus niveles de inicios de año (gráfico 11).

Gráfico 11

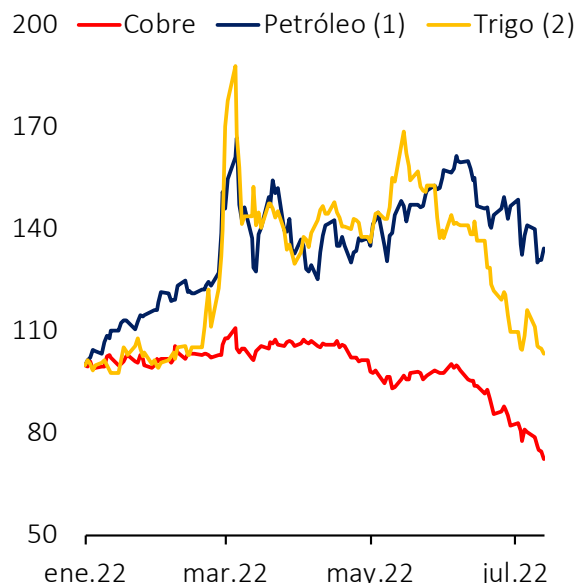
Bloomberg Commodity Index

(índice)



Precio de materias primas

(índice 3 de enero 2022 = 100)



(1) Promedio WTI-Brent. (2) Futuros a 1 mes.

Fuente: Bloomberg.

26. Esta configuración de precios externos no es inocua para la economía chilena, pues implica un deterioro de los términos de intercambio nacionales. En otras palabras, que lo que recibiremos por nuestras exportaciones será menor a lo que pagaremos por nuestras importaciones. Esto provoca una pérdida de ingresos para la economía, que sin duda afectará negativamente su desempeño en los trimestres venideros. Al mismo tiempo, ello ocurre en un contexto donde la demanda externa —el crecimiento mundial— se está reduciendo, lo que también pone una presión sobre el volumen de nuestras exportaciones. La magnitud de estos efectos y sus implicancias para las perspectivas de inflación de mediano plazo es algo que estamos evaluando cuidadosamente.

27. En este punto, quisiera detenerme para explicar la lógica de nuestra intervención cambiaria y despejar algunas dudas que se han levantado respecto del accionar del Banco en esta materia. En primer lugar, es importante recordar que el Banco Central mantiene desde septiembre de 1999 una política de flotación cambiaria. Esto significa que el Banco no persigue ningún nivel específico de tipo de cambio, muy por el contrario, permite que las fuerzas de oferta y demanda determinen libremente su valor. Esto, sin embargo, no significa que no revisemos constantemente la evolución del mercado cambiario. De hecho, estamos atentos a que no se produzcan alteraciones de ese mercado que puedan afectar el normal funcionamiento del resto de los mercados financieros nacionales. Por esta razón, el Banco ha señalado de forma clara que puede intervenir en el mercado cambiario en situaciones excepcionales relacionadas con el normal funcionamiento de los mercados financieros y existen riesgos para el resto del sistema. Desde que entró en funcionamiento la flotación cambiaria en 1999, el Banco Central ha intervenido en seis oportunidades.

28. La evidencia internacional, y lo que hemos aprendido de nuestra propia experiencia, nos indica que las intervenciones cambiarias tienen un efecto en dos situaciones, cuando “señalizan” (adelantan) movimientos futuros en la tasa de interés y cuando reducen tensiones que están afectando o pueden tener un impacto significativo en el funcionamiento de los mercados financieros.

29. La excepcionalidad de una intervención tiene una lógica. Un tipo de cambio flexible permite que la economía se ajuste a *shocks* precisamente con un menor costo en materia de actividad económica. Por ejemplo, frente a una caída en el precio del cobre, la economía requiere generar una depreciación cambiaria real. Un tipo de cambio flexible permite que ese proceso ocurra a través del tipo de cambio nominal. La alternativa sería tener que subir la tasa de interés y generar una caída en los precios internos con el consecuente costo en materia de actividad y empleo. La excepcionalidad es también relevante porque las intervenciones tienen un costo.

30. Ahora bien, hay situaciones en las que las dinámicas del mercado cambiario pueden afectar el funcionamiento de los mercados financieros y la transmisión de la política monetaria. En ese caso el Banco Central debe actuar. Y así lo hemos hecho en el pasado, incluyendo la más reciente intervención. También es relevante precisar que la decisión de intervenir no guarda relación con un objetivo inflacionario, pues el instrumento para controlar la inflación es la tasa de interés, no el tipo de cambio. De hecho, al momento de evaluar los movimientos cambiarios en el contexto de las decisiones de política monetaria, lo que se hace es evaluar sus implicancias para la inflación, no el impacto de un nivel u otro del tipo de cambio.

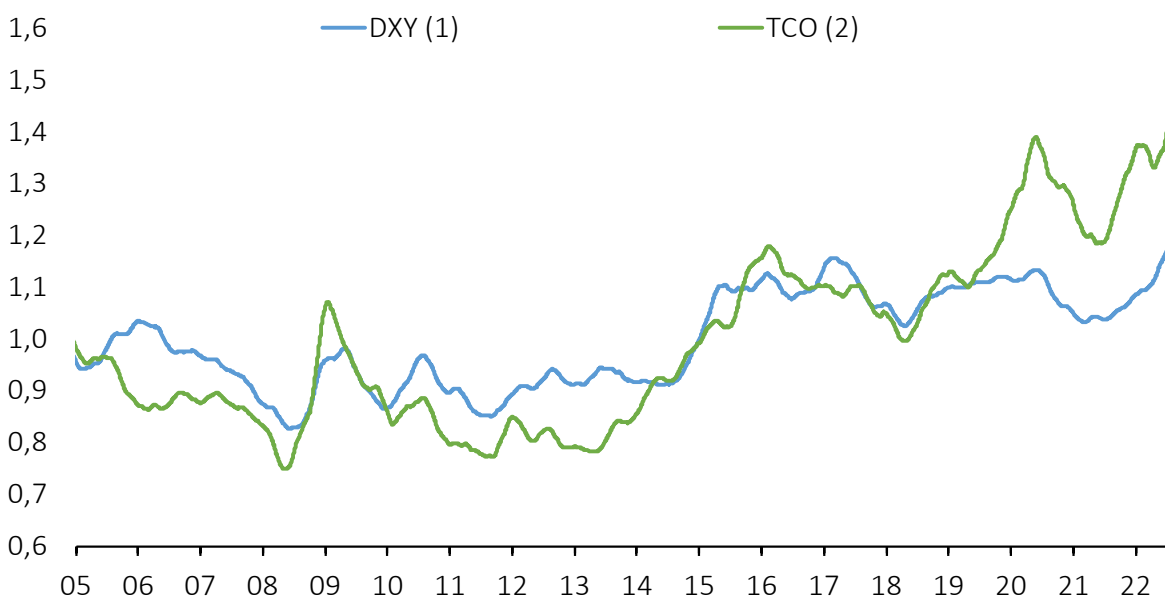
31. Volviendo a lo que ha ocurrido con la actual intervención, tal como lo explicó el Banco en el comunicado que publicó el lunes 11 de julio, lo que sucedió con el tipo de cambio durante la

primera quincena de julio fue un episodio en que las condiciones externas tuvieron un rápido deterioro, la volatilidad creció, el dólar se fortaleció a nivel global y el precio del cobre cayó, en un contexto donde la incertidumbre local sigue en niveles elevados. De hecho, un modelo que estima la evolución del tipo de cambio en base a fundamentales de corto plazo muestra que una parte de alza que tuvo en semanas recientes no puede ser explicada por la significativa apreciación del dólar y la prolongada y fuerte caída del precio del cobre, variables que evolucionaron con fuertes movimientos diarios y por varios días consecutivos (gráfico 12).

Gráfico 12

Tipo de cambio nominal y dólar global

(índice, promedio enero 2005-julio 2022=100; promedio móvil trimestral)



(1) En el caso del DXY, considera que el aumento indica apreciación. (2) En el caso del TCO, aumento indica depreciación.
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

32. Entre la publicación de ese comunicado y la decisión de intervenir, anunciada el jueves 14 de julio, el Banco evaluó que la depreciación del peso se estaba dando con una intensidad y volatilidad inusualmente altas, lo cual estaba tensionando la formación de precios del mercado cambiario (gráfico 13). Como se expresó en ese comunicado, la persistencia de ese escenario elevaba la probabilidad que se generaran distorsiones significativas en el funcionamiento del mercado financiero en general, lo que motivó el anuncio de intervención.

33. Las intervenciones han sido siempre un proceso complejo y en todos los casos el contexto invita a posiciones encontradas relativas a su pertinencia y oportunidad. El Consejo ha monitoreado de cerca todos estos eventos y solo ha actuado cuando confluyen los antecedentes suficientes y adquiere el pleno convencimiento de su necesidad. Esta vez no fue la excepción.

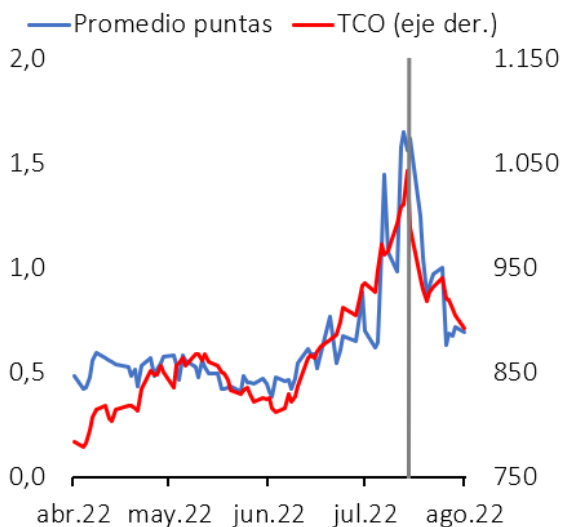
34. En esta oportunidad, el Banco ha definido un programa muy significativo, por hasta US\$ 20.000 millones. La mitad de ellos se destina al mercado spot, y por tanto ofreciendo dólares, y la mitad en el mercado *forward*, que no compromete reservas internacionales, pero resta presión en uno de los focos de tensión en el mercado. Pese a que no se han observado problemas de liquidez, se suma un programa preventivo de *swaps* por otros US\$ 5.000 millones.

35. En todo caso, es importante tener presente que tras el anuncio y el inicio de la intervención se han logrado mitigar las distorsiones que estaban afectando el mercado cambiario. Es así como diversos indicadores muestran que la conformación de precios y volatilidad ha mejorado en los últimos días (gráfico 13).

Gráfico 13

Promedio diario gap de puntas y tipo de cambio (1) (2) (4)

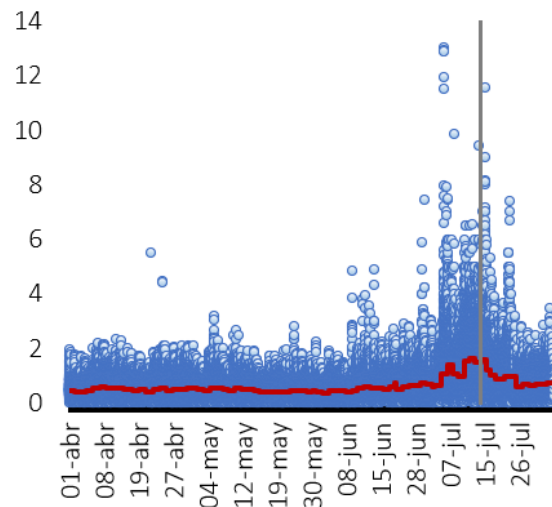
(pesos; pesos por dólar)



Gap de punta (1) (3)

(pesos)

○ Puntas — Prom. diario puntas



(1) Línea vertical corresponde a la reciente intervención cambiaria. (2) Se construye en base al diferencial de precios entre las mejores posturas de compra (demanda) y oferta (venta) registrados en la plataforma de negociación Datatec. Un diferencial acotado da cuenta de una mejor liquidez del mercado cambiario. (3) Se refiere al promedio diario del diferencial de precios entre las mejores posturas de compra (demanda) y oferta (venta) registrados en la plataforma de negociación Datatec. Un diferencial acotado da cuenta de una mejor liquidez del mercado cambiario. (4) Para el tipo de cambio se considera el promedio diario del tipo de cambio transado en la plataforma de negociaciones dólar-peso Datatec.

Fuentes: Bolsa Electrónica - Plataforma Datatec.

La política monetaria en lo que viene

36. El escenario macroeconómico está atravesando por importantes cambios, especialmente por el fuerte y rápido deterioro del escenario internacional. Aunque con vaivenes significativos, las

condiciones financieras globales se han estrechado, las proyecciones de crecimiento mundial se han ajustado a la baja, los precios de las materias primas han caído, todo esto en un contexto de elevados riesgos. En primer lugar, la evolución de la guerra entre Rusia y Ucrania ha ido volviéndose cada vez más incierta, tanto en su desenlace como en su duración. Europa está sufriendo las consecuencias económicas más severas de la guerra, con fuertes sanciones para Rusia, pero también con un acceso al gas ruso que se ha ido complicando. China, que jugó un rol mitigador muy importante para las economías emergentes en la Crisis Financiera Global de 2008-2009, hoy tiene problemas internos importantes que resolver y no parece que tenga la capacidad de asumir un rol de esas características en esta oportunidad. Se suma que tras años de bajas tasas de interés y la expansividad de las políticas adoptadas durante la pandemia, el endeudamiento soberano y corporativo se ha elevado de forma importante, lo que aumenta los riesgos ante un proceso de alzas de tasas más empinado en los mercados desarrollados.

37. En circunstancias normales, la política monetaria evaluaría estos cambios ponderando en mayor medida sus efectos de mediano plazo que el impacto inflacionario de corto plazo. Esto tiene como trasfondo que la meta de inflación del Banco Central tiene un horizonte de dos años, lo que nos permite acomodar *shocks*, evitando costos adicionales sobre la economía.

38. Lamentablemente, la situación por la que actualmente atraviesa la economía chilena es más compleja. Esta aún muestra desequilibrios importantes a nivel de brecha de actividad, cuenta corriente e, indudablemente, a nivel de la inflación. Además, más allá de la respuesta del Banco frente al fuerte fenómeno inflacionario, el consumo sigue mostrándose resiliente y las expectativas de inflación a distintos plazos se ubican por encima de la meta, dando cuenta de una visión de mayor persistencia inflacionaria. Se añade que, internamente, estamos atravesando un período de incertidumbre relevante lo que, junto con los cambios del escenario externo, ha contribuido a una elevada volatilidad del tipo de cambio. En estas circunstancias, evaluar las implicancias del escenario macro en las perspectivas de inflación se ha vuelto mucho más complejo.

39. De cualquier forma, es importante dejar claro que más allá de los vaivenes de los datos y la complejidad que esto impone a la evaluación del estado de la economía, las fuerzas y riesgos de corto plazo para la inflación apuntan casi exclusivamente al alza.

40. El Banco Central tiene un objetivo claro. La inflación debe bajar a niveles coherentes con la meta de inflación de 3% dentro del horizonte de política monetaria de dos años y haremos todo lo necesario para que ello ocurra. En nuestra última Reunión de Política Monetaria, la de julio, comunicamos que serían necesarias nuevas alzas de la TPM para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en dos años. Asimismo, indicamos que su magnitud dependería de las implicancias

de la evolución del escenario para el logro de la meta de inflación, situación que será analizada en el IPoM de septiembre.

41. Sin duda que la TPM ha alcanzado niveles elevados, que no son inocuos para la economía. Las proyecciones de nuestro último IPoM prevén que la actividad se contraerá por varios trimestres, lo que en parte es la respuesta necesaria para ajustar los excesos de gasto que se observaron el año pasado a niveles que sean sostenibles dado nuestro potencial productivo. No llevar a cabo este ajuste solo aumentaría los costos de la mayor inflación. Primero, porque seguirá estimulando el crecimiento del gasto más allá de lo que son las posibilidades de la economía, incrementando las presiones sobre la inflación. Segundo, porque podría dañar gravemente la confianza que las personas y las empresas tienen en el control de la inflación por parte de las autoridades, provocando que las decisiones y las expectativas de precios perdieran el ancla que han mantenido desde hace mucho tiempo.

42. Sobre esto último, quiero reiterar una vez más el compromiso del Banco Central con una inflación baja y estable. Como lo hemos expresado en múltiples ocasiones, esta es una condición ineludible para propiciar un ambiente que fomente el crecimiento y el empleo, proteja los ingresos de las familias y, en definitiva, ayude al bienestar de todos. Nuestro compromiso es que seguiremos realizando todas las acciones que sean necesarias para reducir la inflación a niveles compatibles con nuestra meta de 3% en un plazo de dos años. Ese es el mejor aporte que la política monetaria puede realizar al país.

43. Muchas gracias.