La Inflación y el Banco Central

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile

21 de octubre de 2022

La inflación y la política monetaria del Banco Central

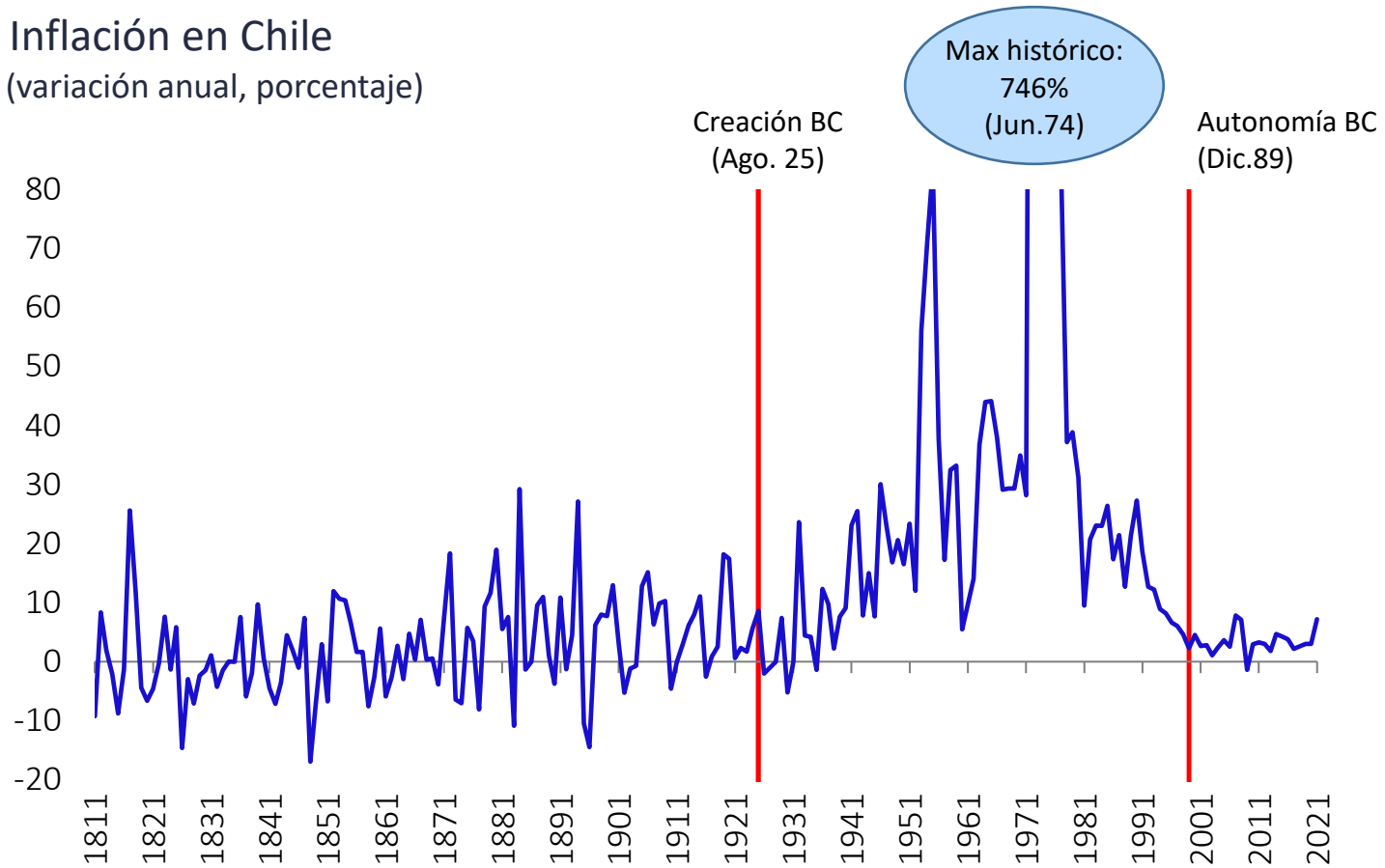
- El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía.
- Para preservar ese rol, la política monetaria debe proteger el valor de la moneda nacional, el peso, buscando que la inflación sea baja y estable.
- Lograr esto promueve el bienestar de las personas, al cuidar 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%.
- La Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco para lograr la meta de inflación.

¿Qué es la Inflación?

- La inflación es el aumento sostenido en el tiempo de los precios de bienes y servicios de una economía.
- Cuando la inflación se eleva más allá de lo razonable o cuando es demasiado baja genera problemas. Una inflación muy alta conlleva pérdida del poder adquisitivo del dinero, empobreciendo a quienes lo poseen. Una muy baja deja poco espacio para el ajuste de precios relativos dificultando el ajuste de la economía.
- Por ello, cuando la inflación es alta y volátil, hogares y empresas deben invertir recursos y tiempo en tratar de proteger su capacidad de compra y el valor real de sus recursos. Sin embargo, la posibilidad de protegerse es menor para quienes tienen ingresos más bajos.
- De ahí que la inflación es un fenómeno que afecta con especial fuerza a los de menores recursos, disminuyendo su poder de compra.
- Una inflación baja y estable permite generar un clima propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad, demanda por activos monetarios y desarrollo financiero. A su vez, estos factores estimulan el crecimiento económico y favorecen la diversificación del riesgo.
- Controlar la inflación es por tanto nuestra contribución al bienestar.

La larga historia inflacionaria chilena

Durante décadas Chile tuvo un largo historial de altas y volátiles tasas de inflación.



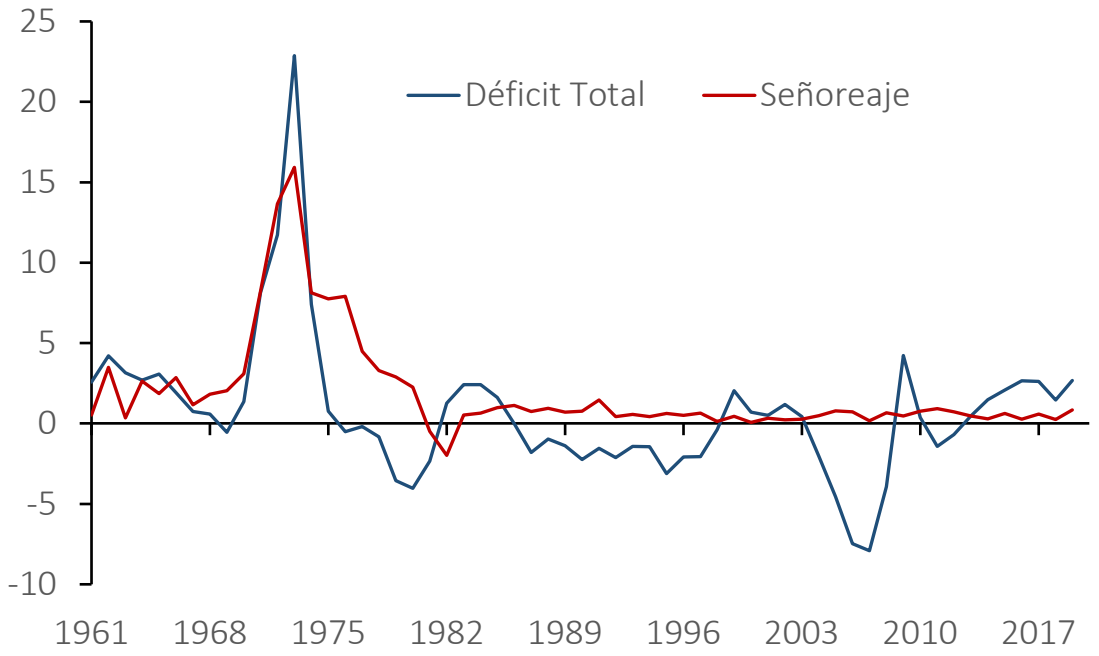
Fuentes: Banco Central de Chile, Díaz, J., R. Lüders, y G. Wagner, Chile 1810–2010. La República en Cifras. Historical Statistics, 2016 e INE.

- Previo a la creación del Banco Central, la inflación mostró una elevada volatilidad.
- Tras la creación del BC en 1925, el problema inflacionario se asocia al uso constante de financiamiento monetario para cubrir los déficits fiscales.
- Por largos períodos de tiempo, la inflación fue elevada y muy inestable con períodos de muy alta inflación. En la primera parte de los setentas se alcanzaron cifras de tres dígitos.
- El objetivo de la autonomía del Banco Central es poner el foco en el control de la inflación y la estabilidad de los pagos.

La subordinación de la política monetaria a las necesidades de financiamiento fiscal explicó, en gran medida, las dinámicas de la inflación hasta la mitad de los setenta.

- El Banco Central financiaba a un Fisco que sostenidamente tenía gastos mayores a sus ingresos, ante la falta de soluciones estructurales al problema del financiamiento fiscal y el fracaso de diversos programas de estabilización.

Déficit fiscal total y señoreaje
(porcentaje del PIB)

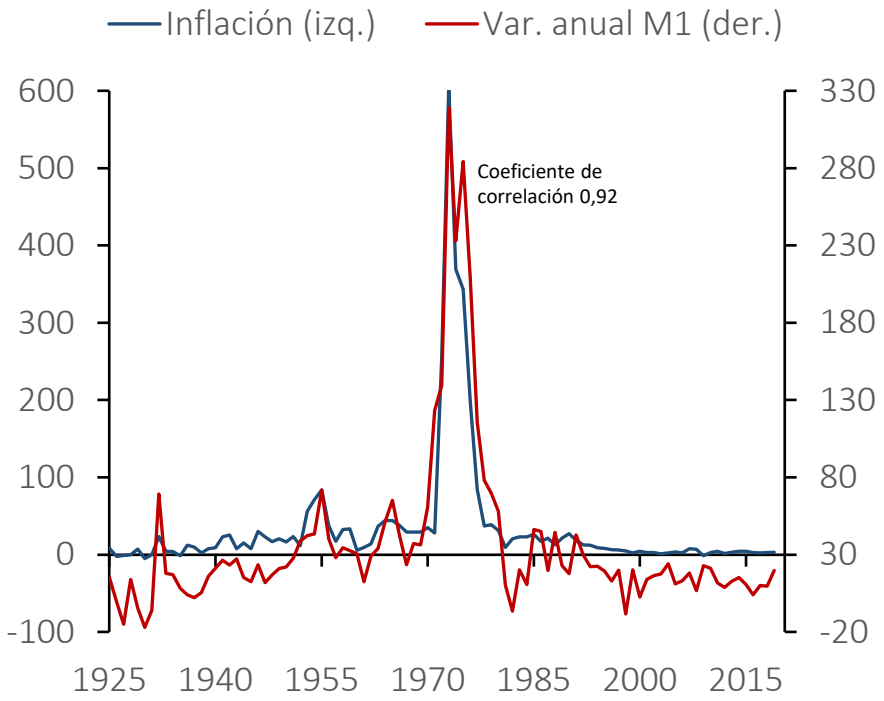


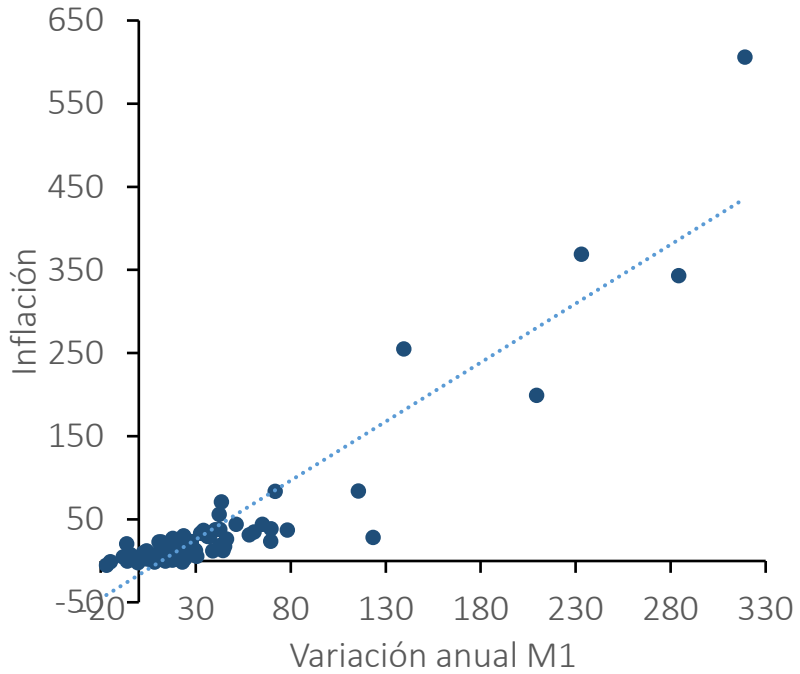
Fuente: Caputo, R. y D. Saravia (2019). "The Monetary and Fiscal History of Chile: 1960-2016." Becker Friedman Institute for Economics Working Paper, University of Chicago.

De hecho, resulta evidente la correlación entre el crecimiento del dinero y la inflación.

Inflación y crecimiento del dinero

(variación anual promedio, porcentaje)





Fuentes: EH Cliolab; Banco Central de Chile e INE.

La autonomía del Banco Central y la estabilidad de la moneda

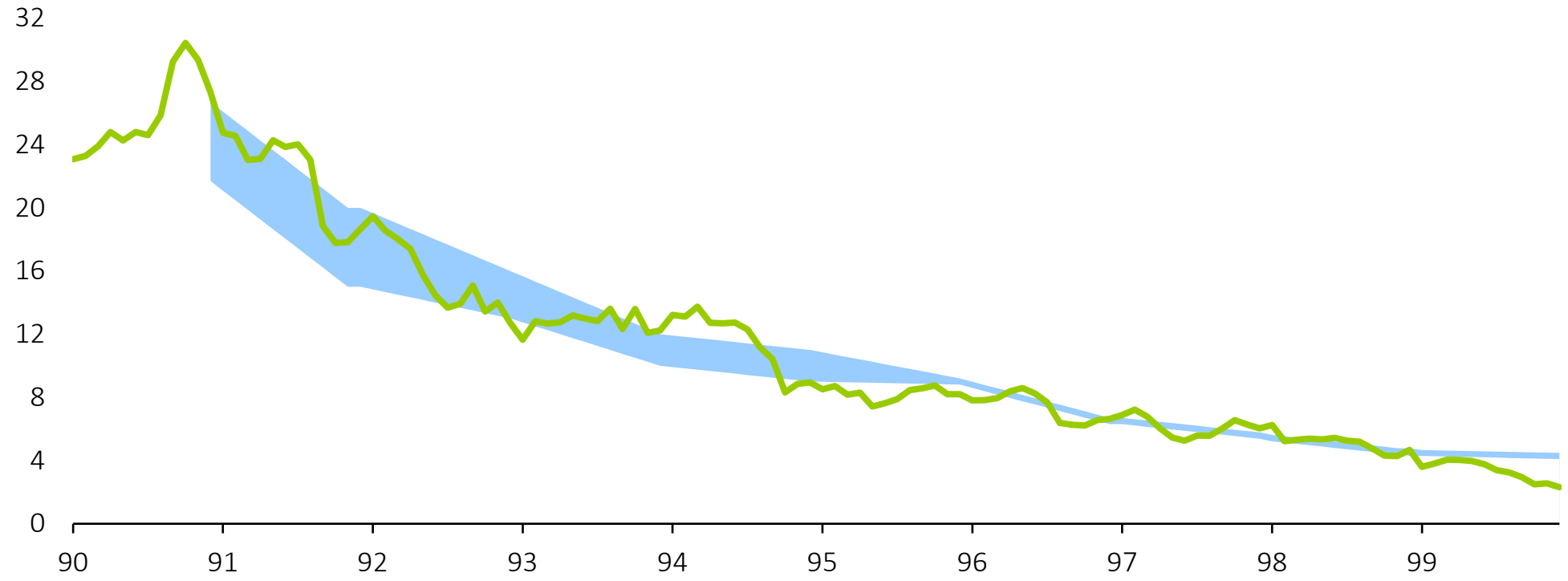
La autonomía del Banco a fines de los ochenta fue un paso fundamental en la reducción de la inflación.

- La autonomía legal conferida al Banco Central en 1989 dio marco institucional con dos elementos fundamentales:
  - Mandato de velar por la estabilidad de los precios de la economía
  - Prohibición del financiamiento directo del Fisco.
- Entre 1990 y 1999 el trabajo del Banco consideró un proceso gradual de reducción de la inflación ante la necesidad de construir confianza y credibilidad.
- Para 1991 se estableció una meta de inflación anual, que se reducía cada año.
- Durante esta década, el objetivo inflacionario convivió con una banda cambiaria, que causó tensión hacia fines de los noventa.
- La política monetaria sufre cambios en su implementación, pasando de la fijación de una tasa en UF a 90 días, a una tasa a 1 día.

A fines de la década de los noventa, la meta de inflación se convierte en un ancla nominal para las expectativas, con una inflación que se reduce desde 30 a 3% anual.

Meta e inflación efectiva

(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas

A comienzos de los dos mil se inicia una nueva etapa, con una meta de inflación de mediano plazo.

- A partir de 2000, el proceso de reducción y estabilización de la inflación se completa con la adopción formal y completa de un esquema de metas de inflación de mediano plazo.

- Se define una meta permanente de 3% en un horizonte de 2 años, adoptándose un conjunto de medidas que apuntan a una mayor transparencia y comunicación, como la Reunión de Política Monetaria y el Informe de Política Monetaria.

- La política fiscal asume un rol acíclico (cuando parte la regla fiscal) y el tipo de cambio cumple el rol de amortiguar los shocks externos, dándole más espacio a la política monetaria.

- El esquema de metas de inflación se complementa con el establecimiento de un régimen de flotación cambiaria.

¿Qué es la TPM y cómo opera en la economía?

¿Qué es la Tasa de Política Monetaria (TPM) y cómo opera en la economía?

Banco Central de Chile

La TPM es el principal instrumento de política monetaria.

En la práctica, es la tasa a la cual el Banco Central le presta a los bancos comerciales, pero que también incide en todas las tasas del sistema financiero.

Banco Central de Chile

¿Y cómo opera la TPM?.

- Supongamos un shock que lleva a que la economía crezca a un ritmo que no es sostenible.
- Esto puede provocar que la inflación suba y amenace su convergencia a 3% en el horizonte de dos años.

Banco Central de Chile

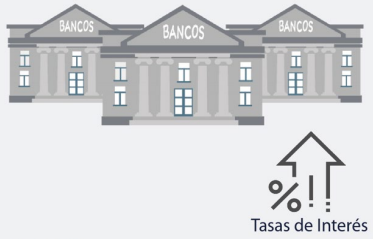
En respuesta, el Banco Central aumentará la TPM…

…lo que elevará el costo de endeudamiento para los bancos comerciales...

3%...

Banco Central de Chile

...que ofrecerán una tasa de interés más alta para los créditos de corto plazo, y pagarán más por los ahorros depositados.



Tasas de Interés

Banco Central de Chile

Esto incentivará el ahorro y moderará el gasto de personas y empresas…

Banco Central de Chile

…lo que hará que la economía vuelva a crecer sosteniblemente y permitirá que la inflación regrese a la meta de 3%.

Banco Central de Chile

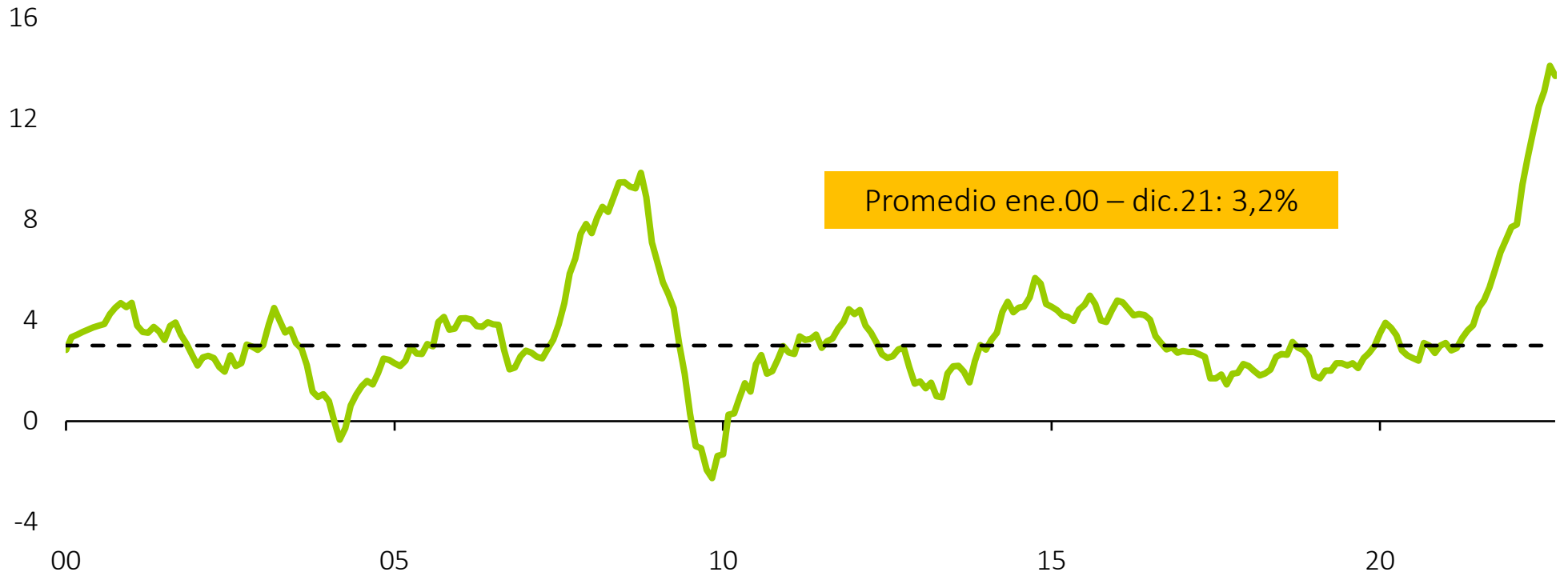
Mantener una economía sana es clave para que el país pueda crecer de manera sostenible, generar empleos y mantener la inflación bajo control.

Banco Central de Chile

La inflación anual ha promediado del orden de 3% durante este siglo, aunque en lo más reciente se aleja claramente de ese valor.

Meta e inflación efectiva

(variación anual, porcentaje)

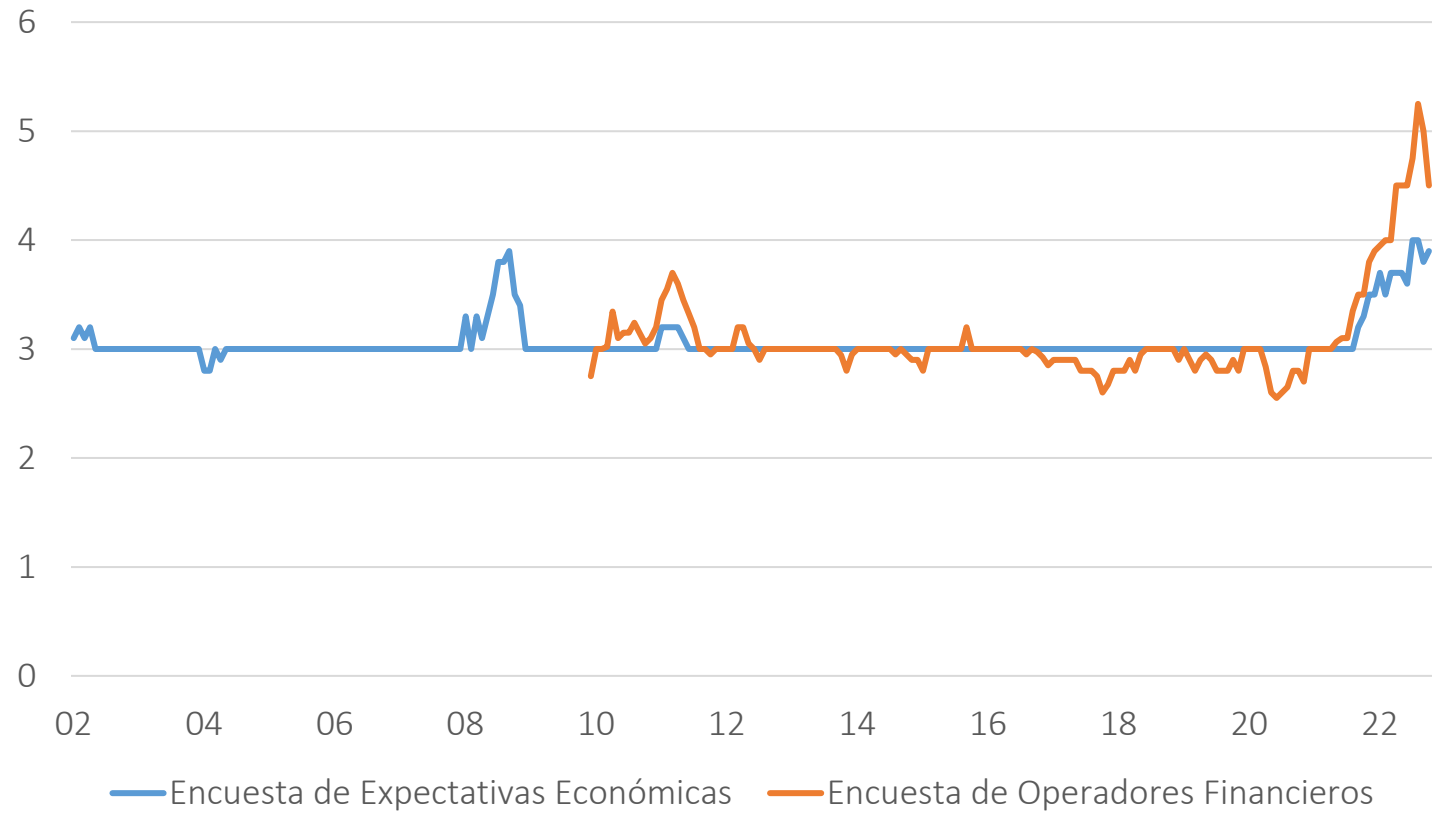


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas

En este período, la meta de inflación logra convertirse en un ancla para las expectativas de inflación. Su evolución reciente es materia de preocupación.

Expectativas de inflación a dos años

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Mantener las expectativas de inflación ancladas reduce los costos de la inflación, pues disminuye su persistencia y permite una mejor formación de precios.

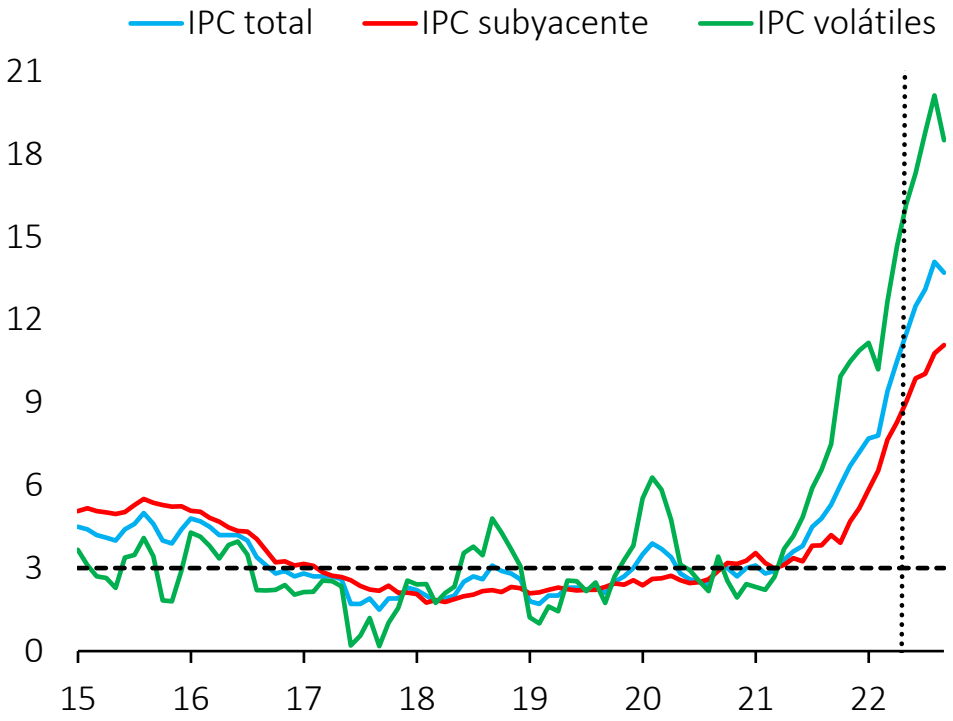
Además, aminora los costos de planificación, ya que todos los agentes incluyen la misma variable en su toma de decisiones.

La inflación hoy

La inflación ha seguido aumentando, llegando a niveles que no se observaban hace décadas, impulsada por el elevado nivel del gasto en 2021, la fuerte depreciación del peso y la suma de varios factores externos que ha aumentado la presiones inflacionarias.

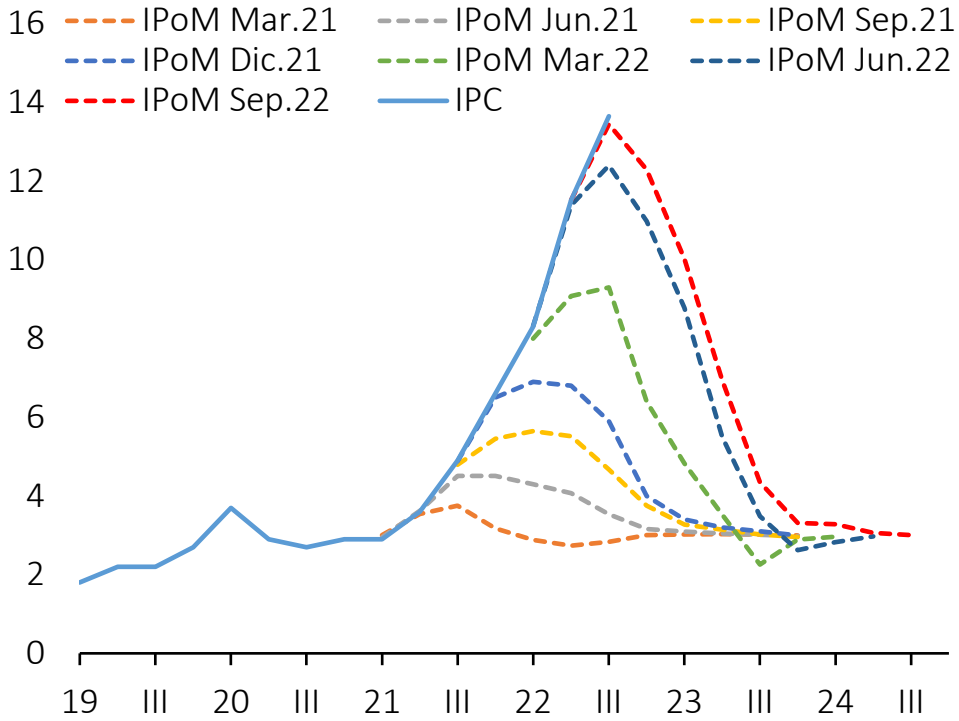
Indicadores de inflación (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



Proyecciones de inflación (3)

(variación anual, porcentaje)



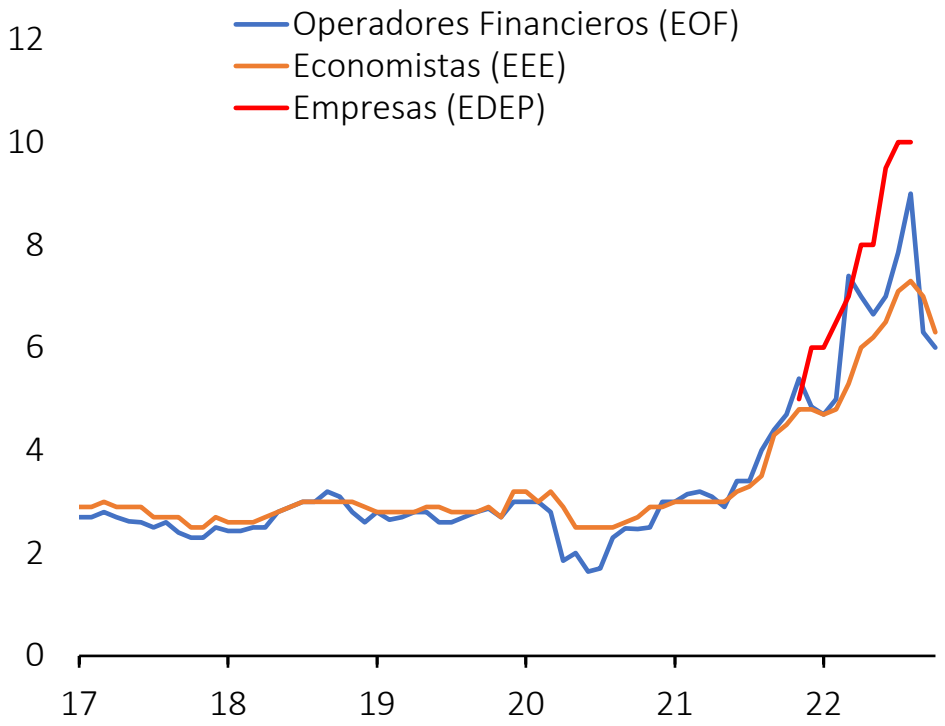
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2022. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019, Carlomagno y Sansone (2019) y Glosario económico; (3) Corresponde a la proyección del escenario central de cada IPoM. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Mientras que las expectativas de los expertos y empresas han aumentado, lo que también ha influido en la mayor persistencia que ha tenido la inflación.

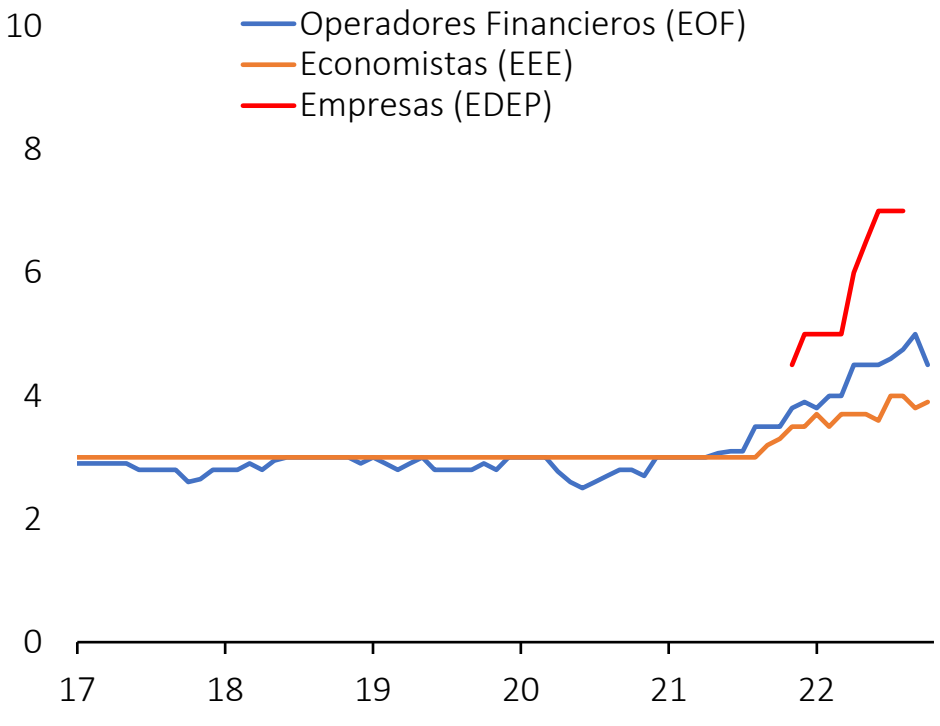
Expectativas de inflación

(variación anual, porcentaje)

A un año (1) (2)



A dos años (1) (2)

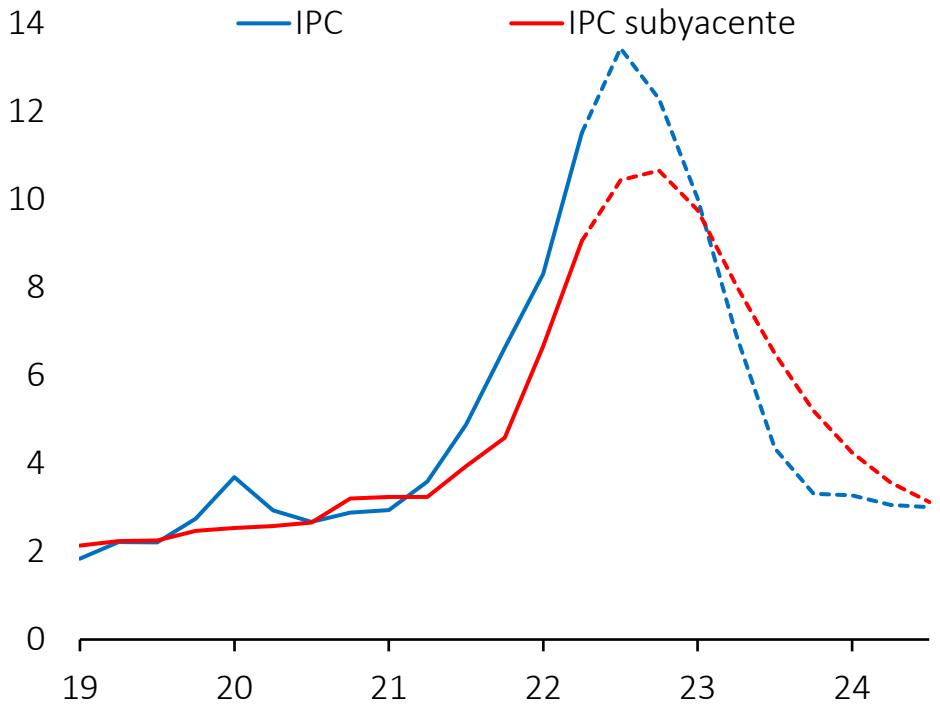


(1) Se muestran las medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de septiembre 2022. En los meses en los que no se publica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

En 2023 la inflación comenzará a bajar de forma más marcada, retornando a 3% dentro del plazo de dos años que guía la política monetaria. El ajuste de la economía es parte fundamental de esta proyección.

Proyección de inflación IPC e IPC subyacente (sin volátiles) (1)

(variación anual, porcentaje)



Proyecciones de crecimiento del PIB (2)(3)

(variación anual, porcentaje)

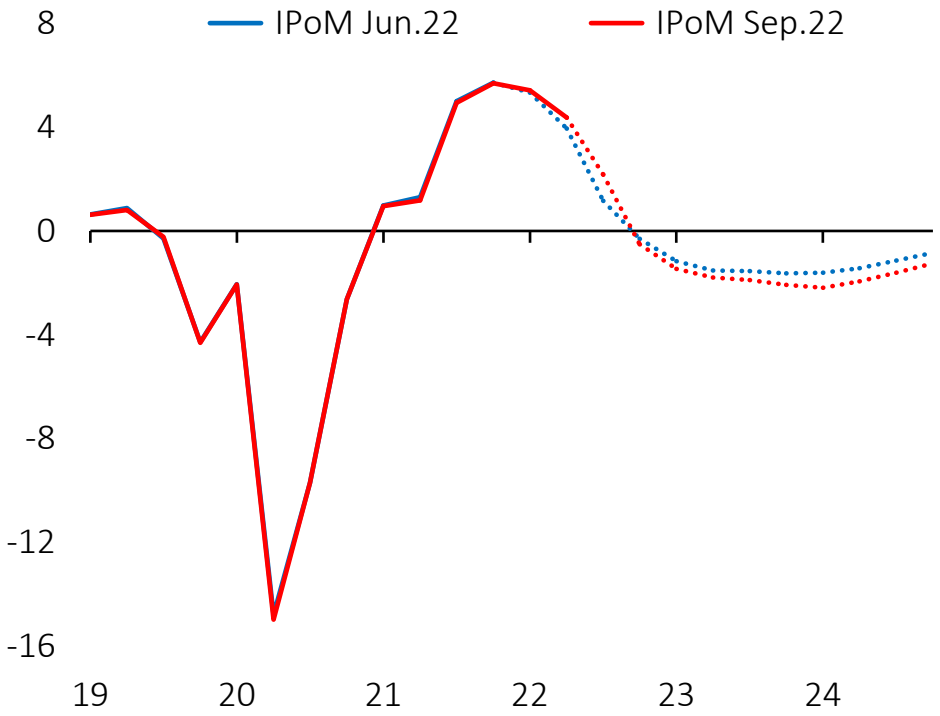
2022	Junio 2022	2,25 %	1,5 %	Septiembre 2022	2,25 % / 1,75 % ↑
2023	Junio 2022	0,0 %	-1,0 %	Septiembre 2022	-0,5 % / -1,5 % ↓
2024	Junio 2022	3,25 %	2,25 %	Septiembre 2022	3,25 % / 2,25 %

(1) A partir del tercer trimestre del 2022, corresponde a la proyección (líneas segmentadas). (2) Proyecciones contenidas en cada IPoM. Flechas indican cambio respecto de proyección de junio del 2022. (3) Las proyecciones consideran el punto medio de los rangos de crecimiento publicados en este IPoM. (f) Proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Un factor clave para que la inflación disminuya es que la economía siga con el proceso de ajuste que comenzó este año, luego de los desequilibrios que acumuló en 2021.

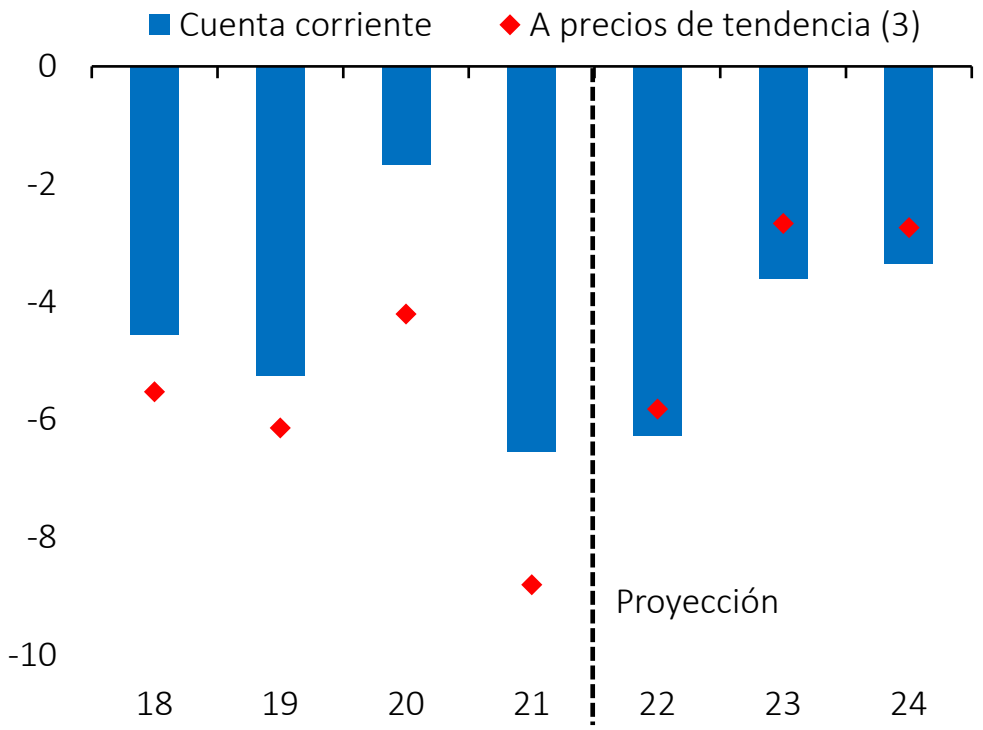
Brecha de actividad (1) (2)

(nivel, puntos porcentuales)



Cuenta corriente de la balanza de pagos

(porcentaje del PIB últimos doce meses)

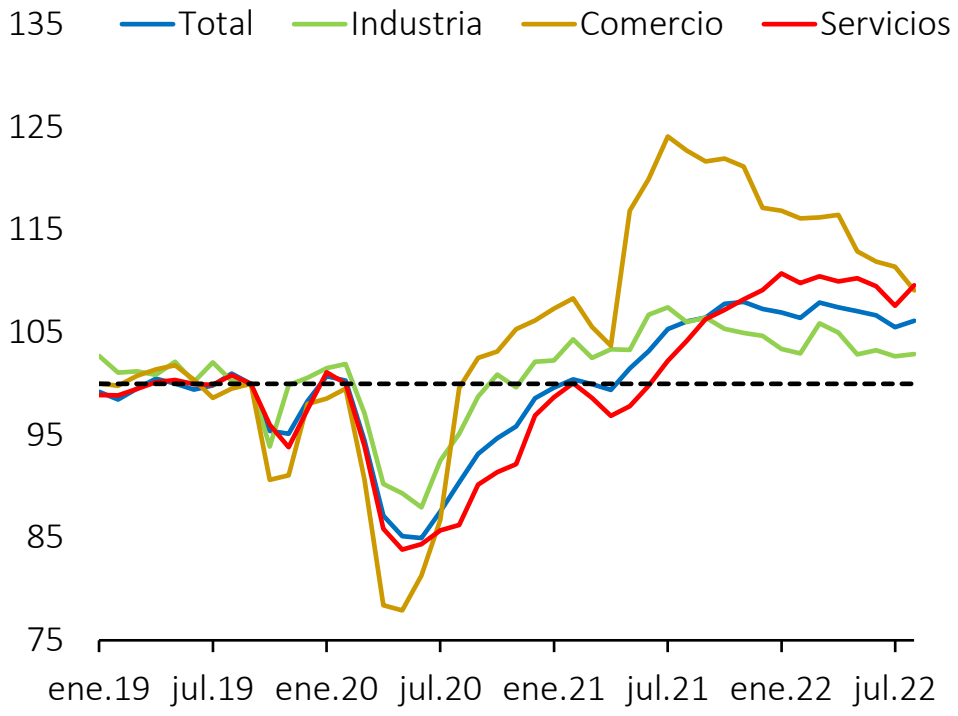


(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Junio 2021 (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial. (3) Para mayor detalle, ver Glosario económico. Fuente: Banco Central de Chile.

Parte de ese ajuste ya comenzó, y se evidencia en cifras de actividad y consumo que han ido perdiendo fuerza en los últimos meses.

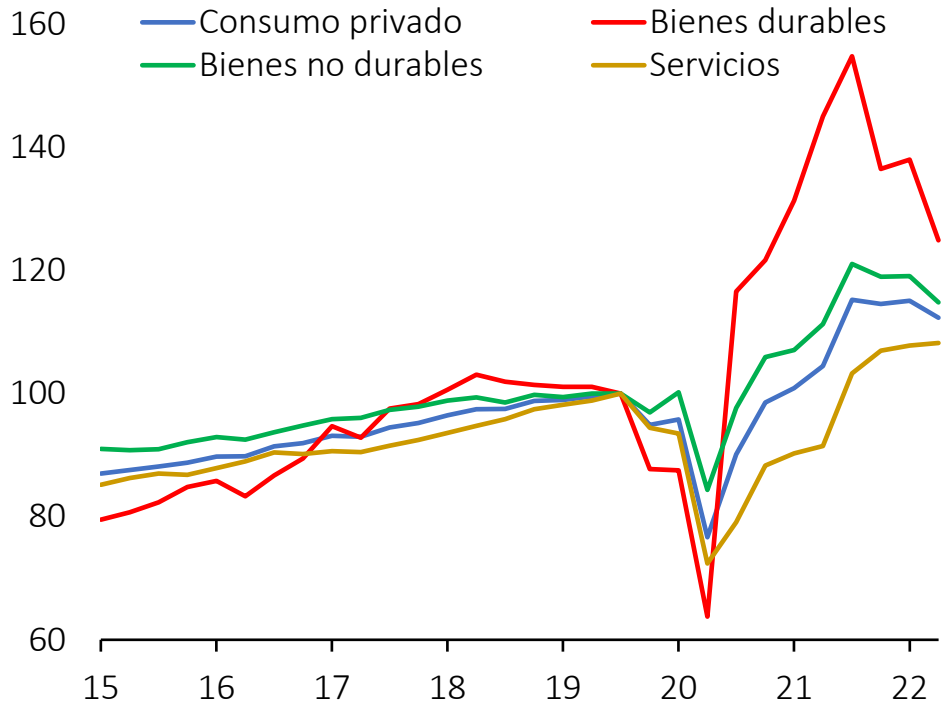
Indicador mensual de actividad económica (IMACEC)

(índice septiembre 2019 = 100, serie desestacionalizada)



Consumo privado

(índice tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)

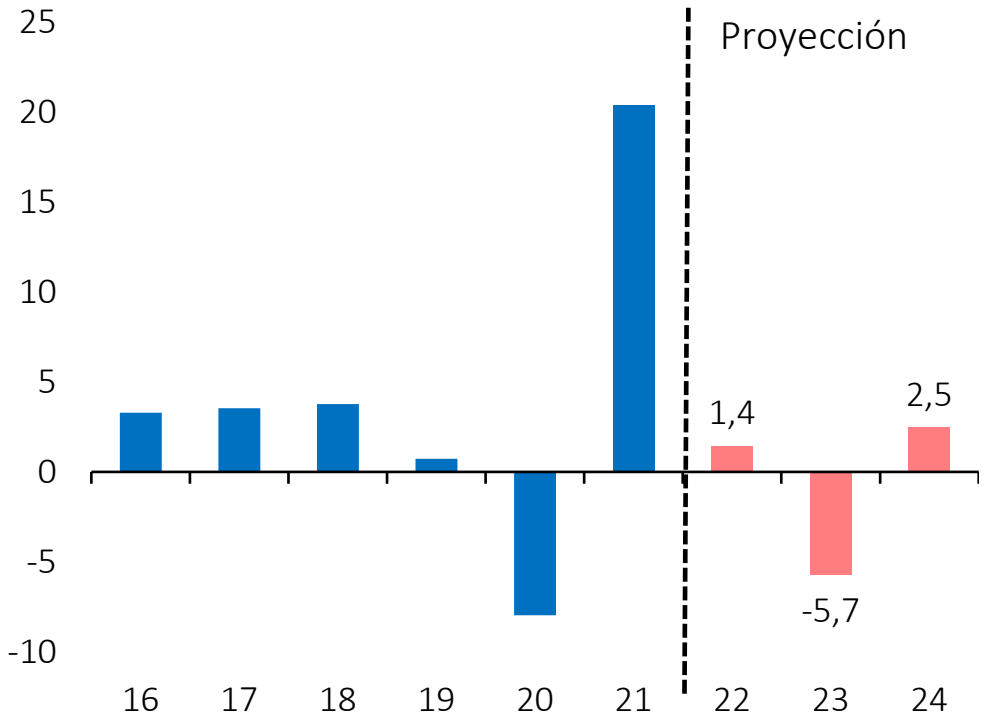


Fuente: Banco Central de Chile.

La caída de la actividad se reflejará en una demanda que también se ajustará, proyectándose bajas importantes del consumo y la inversión.

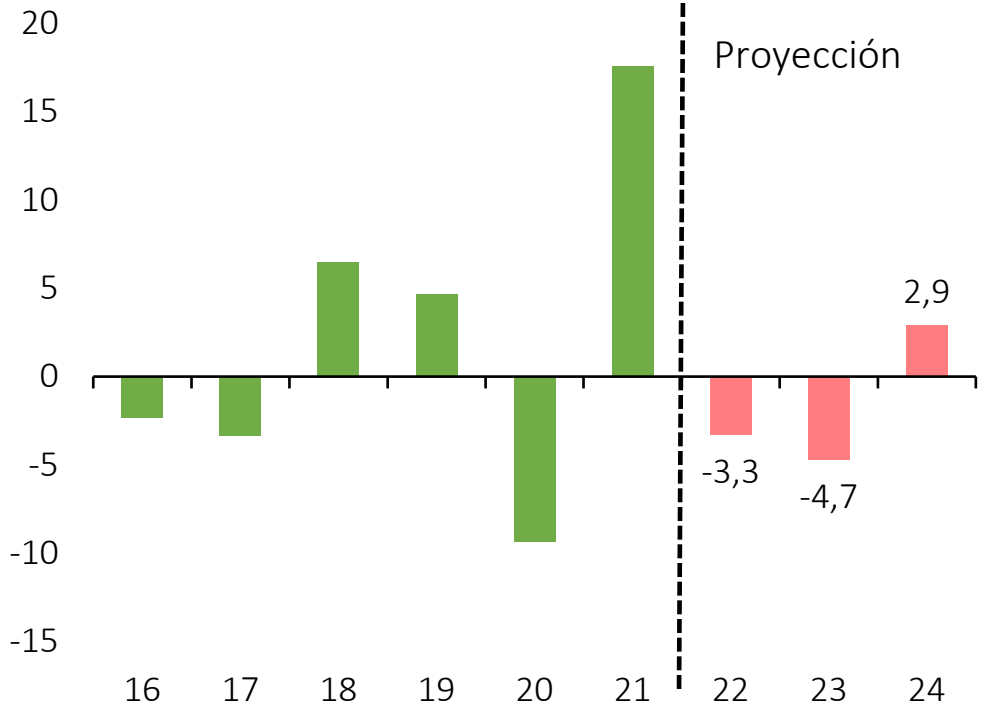
Consumo privado

(variación real anual, porcentaje)



Formación bruta de capital fijo (FBCF)

(variación real anual, porcentaje)

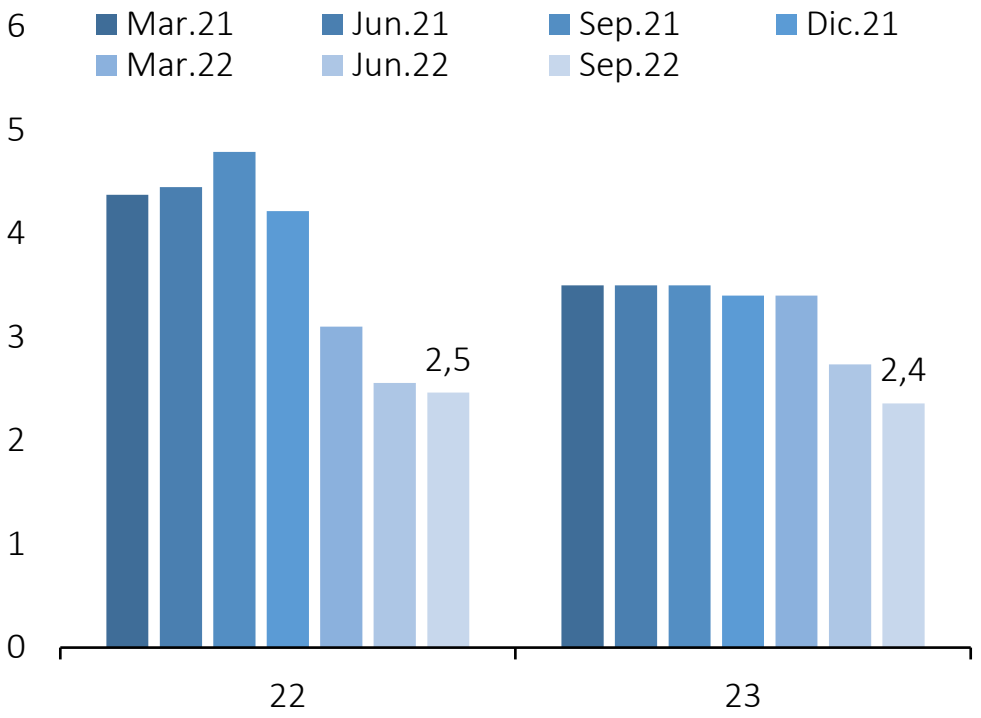


Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario internacional que enfrentará Chile es muy desafiante. Desde el IPoM, las perspectivas de crecimiento mundial y las condiciones financieras internacionales se han deteriorado, aumentando los riesgos.

Proyecciones de crecimiento mundial

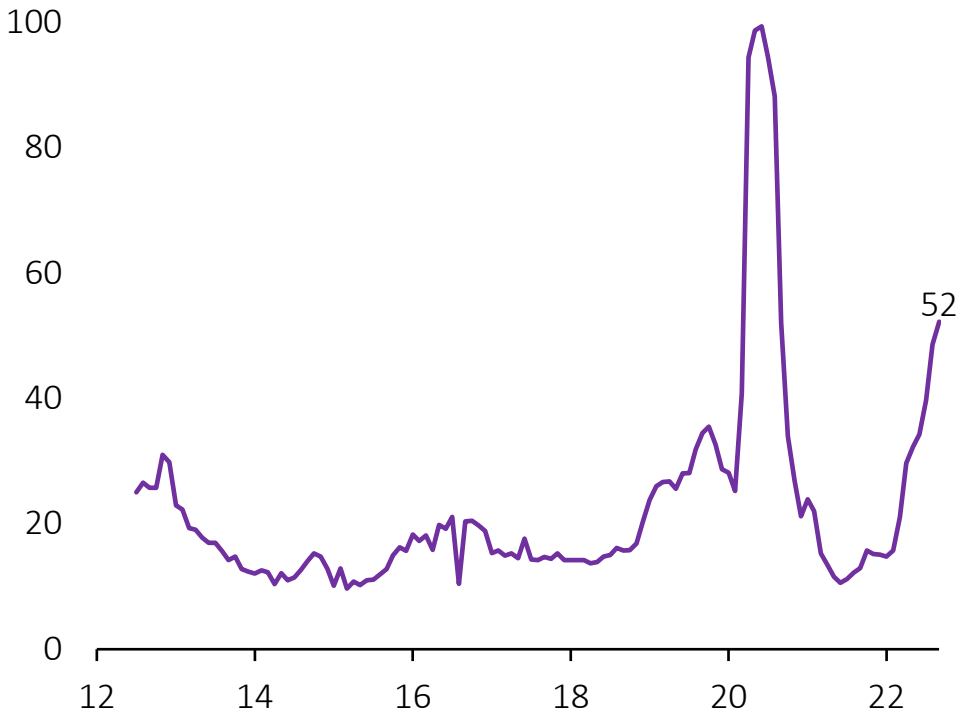
(variación anual, porcentaje)



(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 y Bloomberg.

Probabilidad de recesión a doce meses en economías desarrolladas (*)

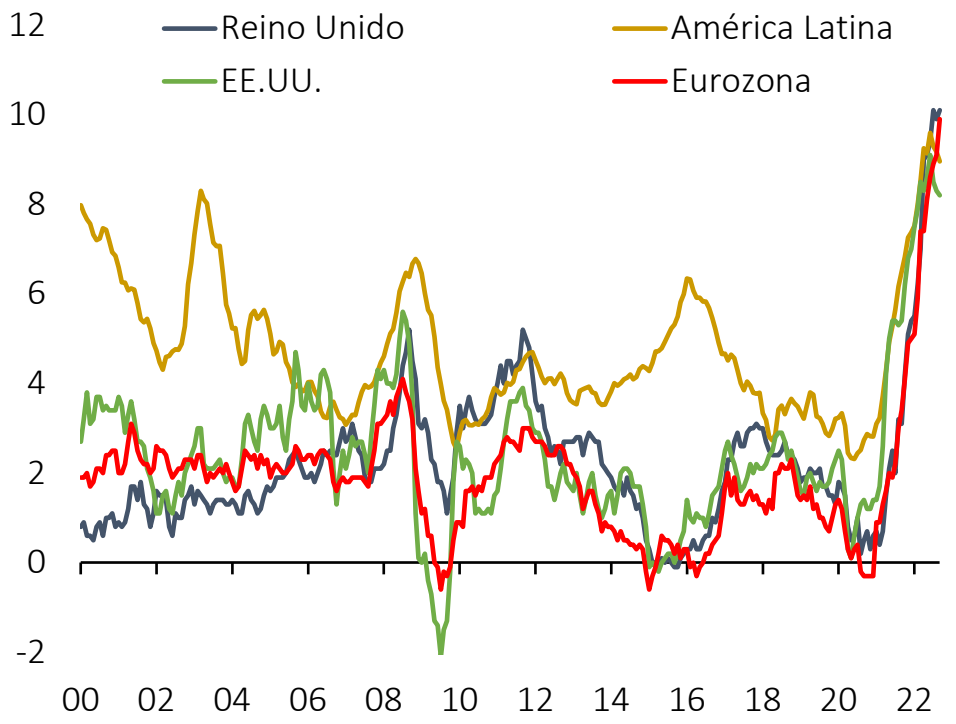
(porcentaje)



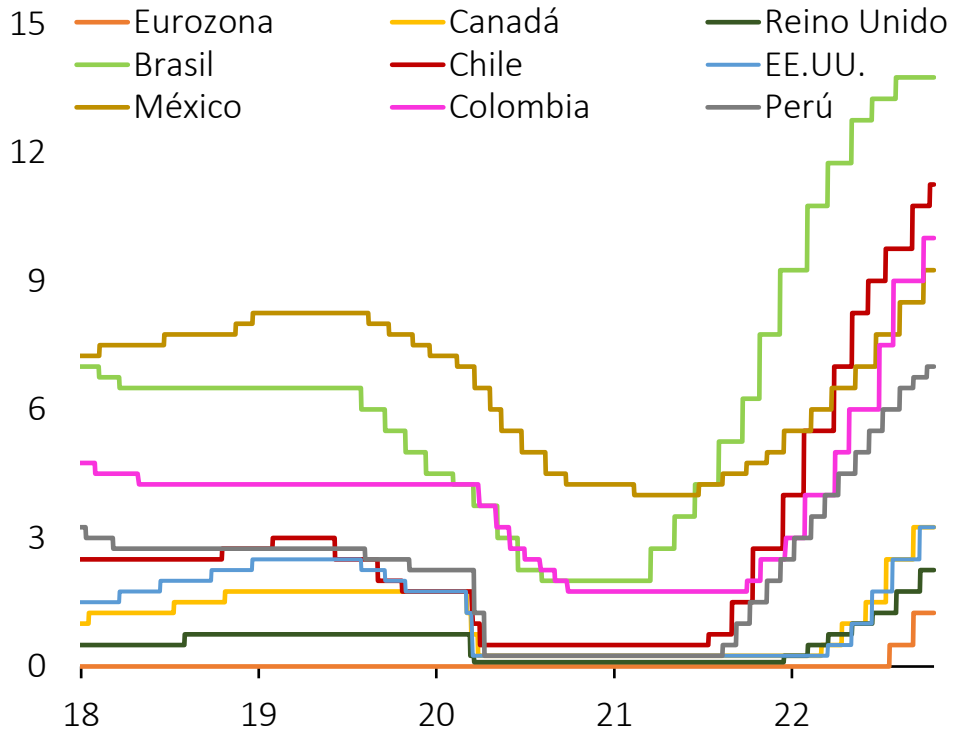
(*) Incluye a EE.UU., Reino Unido, Alemania, Francia y Japón. Calculada como el promedio de las respuestas de las encuestas para estos países. Fuentes: Bloomberg, Consensus Forecast y FMI

La inflación mundial ha seguido dando señales de mayor persistencia, los bancos centrales han continuado elevando sus tasas de referencia y las expectativas de mercado apuntan a un prolongado ajuste monetario en las economías desarrolladas.

Inflación mundial (*)
(variación anual, porcentaje)



Tasas de política monetaria (TPM)
(porcentaje)

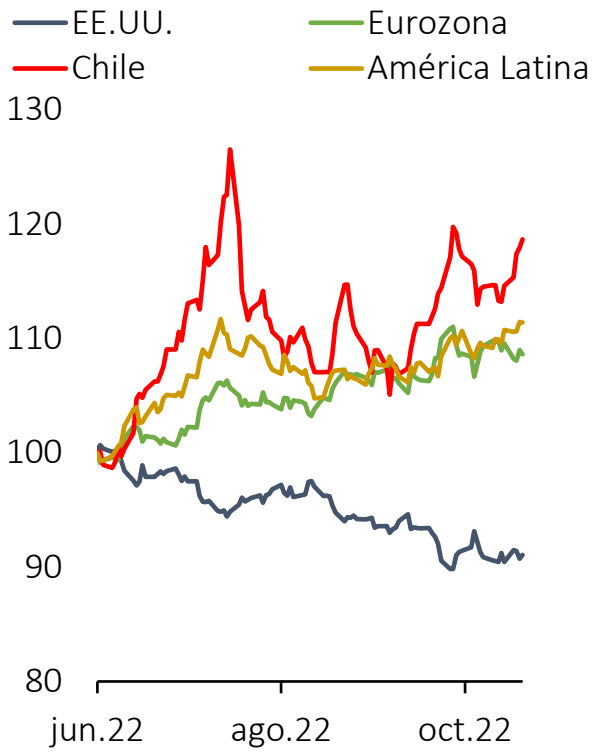


(*) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, México, Perú y Colombia. Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecast.

El dólar ha continuado fortaleciéndose a nivel mundial, los mercados bursátiles han disminuido y las tasas de interés de largo plazo han aumentado. El mercado financiero nacional se ha acoplado a las tendencias globales recientes.

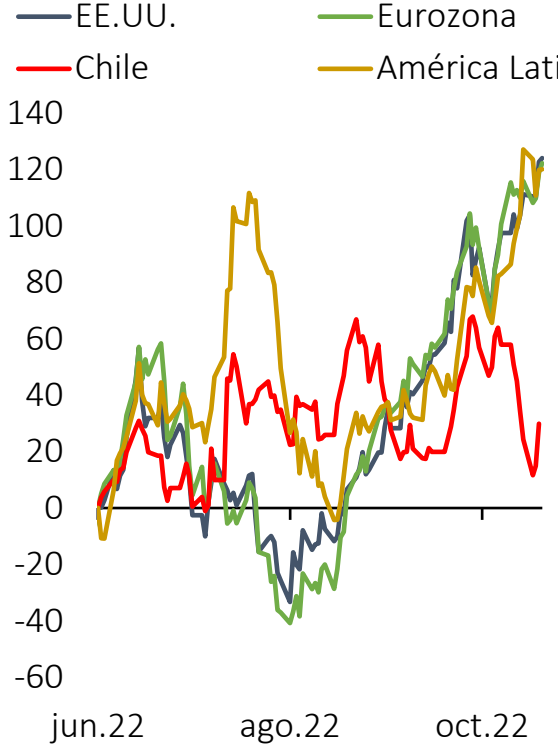
Monedas (*)

(índice 01.jun.22=100)



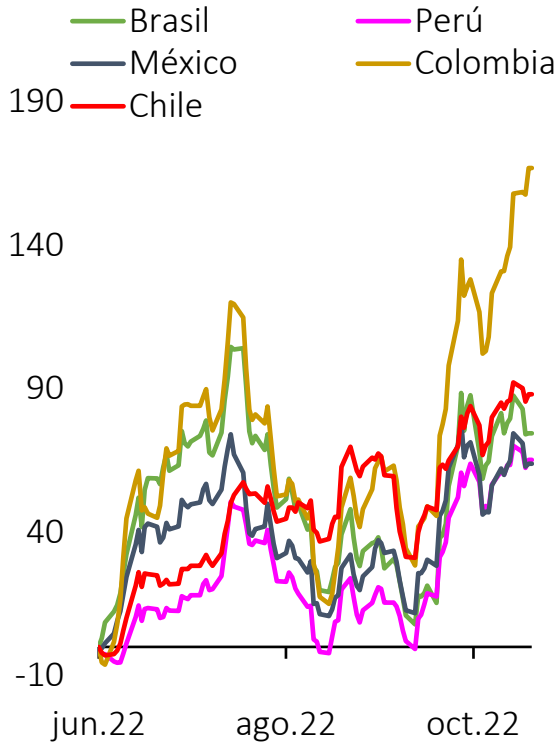
Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (*)

(diferencia respecto del 01.jun.22, puntos base)



Premios por riesgo país (CDS a 5 años)

(diferencia respecto del 01.jun.22, puntos base)

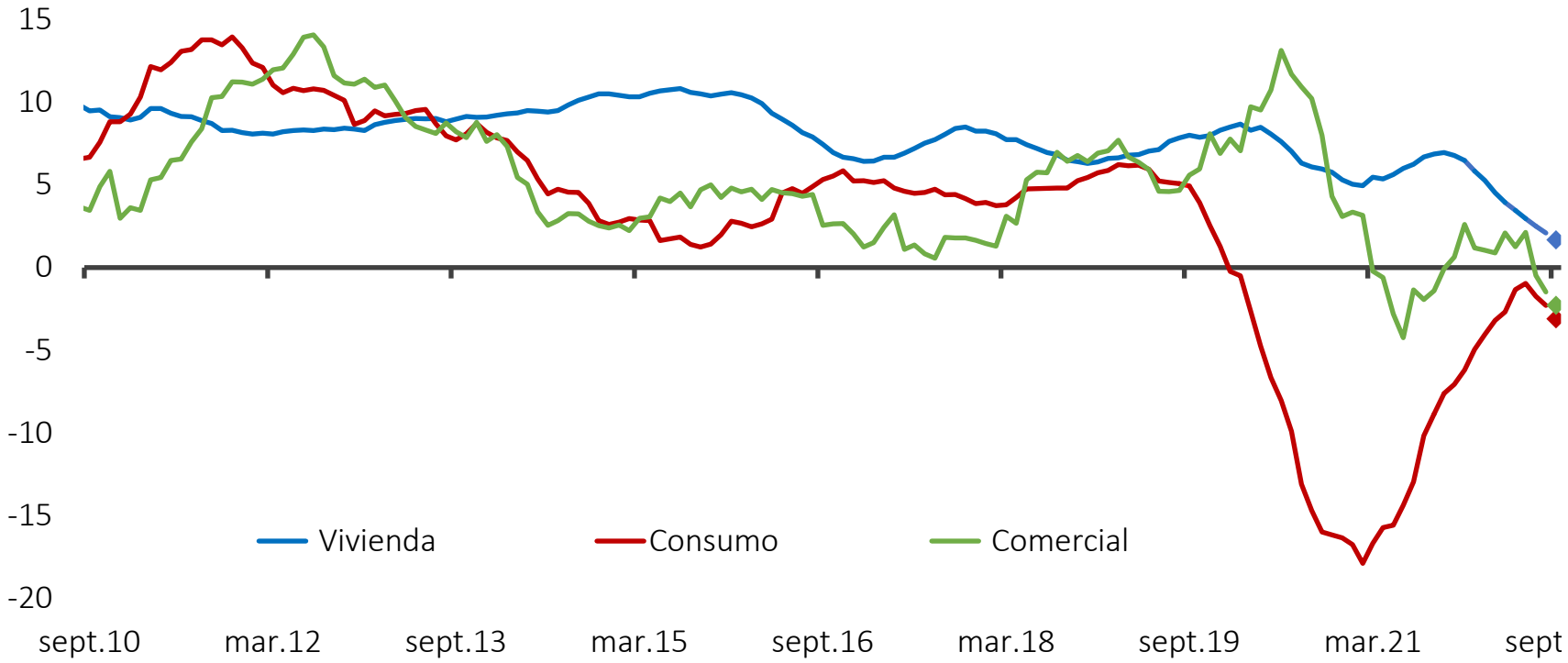


(*) Para América Latina considera el promedio simple de Brasil, México, Colombia y Perú.
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El crédito bancario sigue desacelerándose, en medio de condiciones de oferta que permanecen restrictivas y una demanda que se percibe debilitada para todos los segmentos.

Colocaciones bancarias

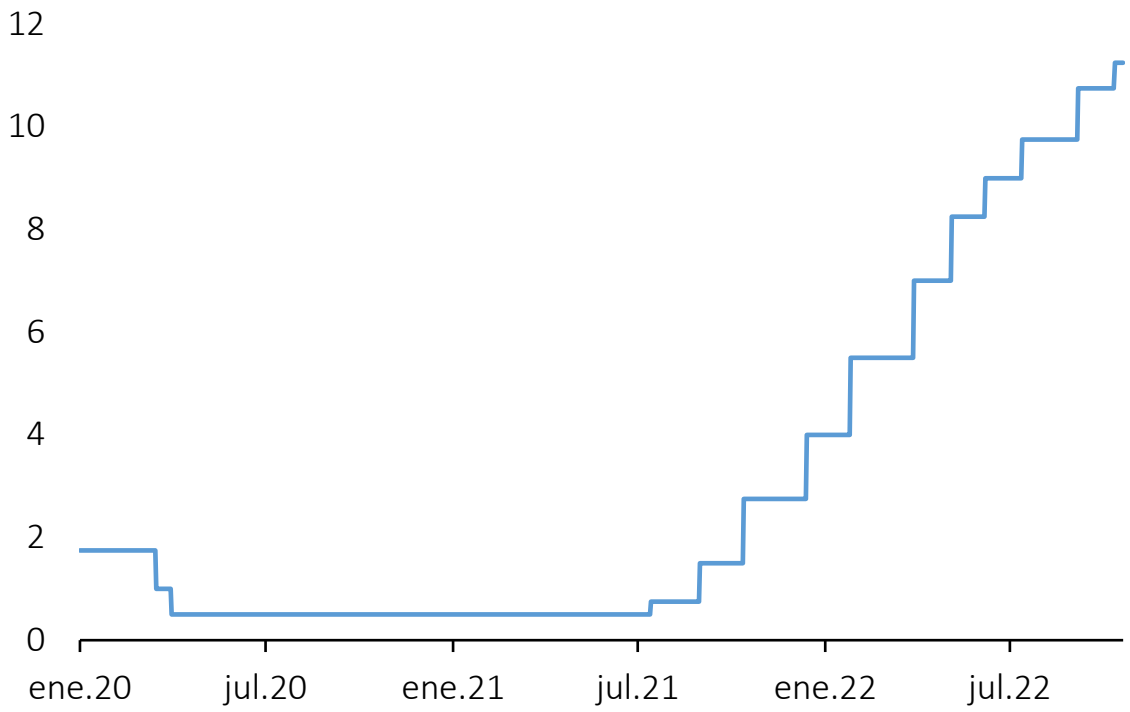
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El Banco Central ha respondido a este escenario de inflación con un alza significativa de la Tasa de Política Monetaria (TPM), que hoy se ubica en 11,25%.

Tasa de política monetaria (TPM)
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

- El Consejo estima que la TPM ha llegado al nivel máximo del ciclo iniciado en julio de 2021 y que se mantendrá en este valor por el tiempo necesario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política de dos años.
- Los riesgos del escenario macroeconómico son elevados y sus implicancias de corto y mediano plazo deben ser evaluadas cuidadosamente.
- El Consejo permanecerá atento al desarrollo de estos eventos y reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

Conclusiones

- El Banco Central está mandatado a velar por la estabilidad de la moneda, esto es, mantener una inflación baja y estable en el tiempo.
- Una inflación baja y estable permite generar un clima propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad, demanda por activos monetarios y desarrollo financiero.
- Hoy Chile enfrenta un problema inflacionario serio. Por lo mismo, hemos realizado un aumento muy significativo de la tasa de interés, pasando de 0,5% en junio de 2021 a 11,25% al día de hoy.
- La convergencia de la inflación a 3% en dos años plazo requiere restablecer los equilibrios macroeconómicos.
- Reducir la inflación es doloroso cuando nos encontramos en una situación como la actual, y se vuelve más costoso aún si postergamos el ajuste. Por lo mismo, una condición importante para ser más eficientes en este desafío es que todas las políticas apunten en la misma dirección.
- En el Banco Central estamos realizando nuestro mejor trabajo para que el ajuste sea corto, ordenado y lo menos costoso posible.

La Inflación y el Banco Central

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile

21 de octubre de 2022