

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

DICIEMBRE 2021



OJOS DEL CABURGUA
Región de la Araucanía



Informe de Política Monetaria

DICIEMBRE 2021

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 del Banco Central de Chile 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 haciendo 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.

La meta de inflación y la Tasa de Política Monetaria

El Banco 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 del mundo que tienen, como Chile, flotación cambiaria, y se denomina esquema de metas de inflación.

La Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco para lograr la meta de inflación. Su nivel se decide en la Reunión de Política Monetaria, que se realiza ocho veces al año. En la práctica, la TPM es una tasa de interés de referencia para determinar el costo del dinero y otros precios financieros, como el tipo de cambio, las tasas de interés de más largo plazo, entre otros. 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.

Comunicación, transparencia y el Informe de Política Monetaria

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.

El IPoM se publica cuatro veces al año (marzo, junio, septiembre y diciembre) y en su preparación participa un equipo cercano a 60 personas.



Foto Portada: Ojos del Caburgua / Región de la Araucanía

Beltrán de Ramón Acevedo / Representante Legal

Gerencia de División de Asuntos Institucionales
BANCO CENTRAL DE CHILE
Agustinas 1180, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl
ISSN: 0716-2219

CONTENIDO*/

RESUMEN	3
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. CONDICIONES FINANCIERAS	21
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	35
IV. PRECIOS Y COSTOS	42
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	54
RECUADROS	
Conferencia Anual del Banco Central de Chile	10
Políticas de apoyo a las empresas durante la crisis del Covid-19	30
Relevancia de los factores globales y locales en la evolución reciente de la inflación	49
Impacto macroeconómico de alzas de tasas de interés de largo plazo	66

*/ El informe incluye la decisión de política monetaria del 14 de diciembre. Para la construcción del escenario central, se utilizó como cierre estadístico el 7 de diciembre.



RESUMEN

Desde el IPoM anterior, la economía se ha mantenido en una senda de fuerte expansión liderada por el consumo privado. Con esto, el crecimiento del 2021 superará lo previsto en septiembre, cerrando el año con niveles de actividad significativamente superiores a los previos a la crisis, así como a su potencial estimado. La inflación ha seguido aumentando, ubicándose por sobre 6,5% anual, explicada fundamentalmente por la extraordinaria expansión de la demanda interna y la depreciación del peso causada por factores idiosincráticos. Estos elementos se han agregado a fenómenos globales como el aumento de la demanda mundial, las disrupciones en las cadenas de valor internacional de bienes a causa de la pandemia y las alzas de los precios de las materias primas. Asimismo, 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. Los costos de la inflación sobre la economía ya son visibles, y se han transformado en una de las principales preocupaciones económicas de hogares y empresas.

La contención de las presiones inflacionarias requerirá el retiro de las medidas de estímulo a la demanda interna desplegadas durante la crisis. Por el lado fiscal, esto supone que el gasto público se ajustará al presupuesto aprobado para el 2022, iniciando una senda de convergencia hacia niveles de deuda sostenibles en el mediano plazo. Por el lado monetario, después de haber transitado desde su mínimo técnico hasta 4,0% en la segunda mitad del 2021, el Consejo estima que la TPM deberá seguir aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su valor neutral nominal —aquel que es coherente con la meta de inflación de 3%— durante gran parte del horizonte de política monetaria. Este ajuste de las políticas fiscal y monetaria contribuirá a que la brecha de actividad se cierre gradualmente, colaborando a que la dinámica inflacionaria reciente no tenga un impacto persistente sobre el proceso de formación de precios.

El Consejo prevé que los riesgos en torno a este escenario son relevantes, dado el deterioro del mercado de capitales local y la persistente incertidumbre. Esto ha provocado alzas significativas de las tasas de interés de largo plazo y un menor apetito por activos financieros chilenos, lo que no ha permitido un ajuste de la economía como en episodios pasados. A ello se agregan riesgos de deterioro de las condiciones financieras externas como respuesta de los bancos centrales de las principales economías al alza de la inflación.

Desde el IPoM anterior, la actividad económica ha continuado exhibiendo un gran dinamismo, incluso por sobre lo previsto. Luego de que en el segundo trimestre se superara el nivel de actividad anterior a la crisis, en el tercero el PIB aceleró su expansión trimestral, llegando a 21% anualizado. A su vez, el Imacec de octubre creció 15% en doce meses (17% anual la parte no minera), aunque con velocidades de expansión mensuales menores a las observadas previamente. El consumo privado ha continuado siendo el componente más dinámico del gasto, al crecer 27,5% anual en el tercer trimestre. Por el lado de la oferta, esto se ha reflejado en la continua expansión del sector comercio y la aceleración de los servicios.

La inflación anual del IPC siguió aumentando, alcanzando a 6,7% en noviembre. Destacó el alza de los precios volátiles —gran parte de los alimentos y la energía— cuya tasa de variación anual ha escalado rápidamente y llegó a 10,5%. Aunque el IPC subyacente —que excluye los volátiles— mostró una tasa de expansión anual



más acotada (4,7%), igualmente ha aumentado sostenidamente durante el 2021 y se ubica en su mayor nivel de los últimos seis años. Dentro del IPC subyacente, la variación anual del precio de los bienes supera a la de servicios, no obstante, ambos han tenido una trayectoria al alza durante el año^{1/}.

Junto con el aumento de la inflación se ha observado un alza relevante de sus expectativas. Los distintos indicadores —encuestas y precios de activos financieros— apuntan a que la inflación anual del IPC culminará el 2021 en cifras cercanas a 7%, al mismo tiempo que han ido aumentando sus pronósticos a un año plazo, acercándolos a valores del orden de 5%. Aunque las expectativas privadas contemplan una tendencia decreciente de la inflación hacia el 2023, éstas aún se ubican por sobre 3% a veinticuatro meses plazo.

La principal causa de la mayor alza de los precios han sido factores de índole local. Chile destaca como uno de los países donde la moneda se ha depreciado más, donde se han implementado políticas de apoyo a los ingresos más significativas, donde se aprecia un mayor aumento del consumo privado y donde el incremento de la inflación es de los más altos (Recuadro IV.1).

El dinamismo del gasto ha llevado que el crecimiento del PIB chileno esté dentro de los más altos del mundo para el 2021, provocando que la economía esté operando muy por sobre su capacidad de corto plazo y se exacerben las presiones de costos que se han acumulado. Reflejo inequívoco del exceso de demanda interna es el mayor déficit que registra la cuenta corriente, a pesar de un precio del cobre elevado y la significativa depreciación del peso. Destaca el alto déficit de la cuenta corriente medida a precios de tendencia, que alcanzará a 6,7% del PIB este año. De este modo, el fuerte incremento del ingreso nacional en el 2021 —gracias a la recuperación cíclica y al incremento del precio del cobre— se ha visto más que compensado por el comportamiento del consumo privado y público, deprimiendo el ahorro nacional.

El consumo de bienes durables ya acumula varios trimestres de expansión a tasas muy significativas, superando en más de 60% el nivel registrado antes de la crisis social y la pandemia. El consumo de bienes no durables y de servicios tuvo un alza importante en el tercer trimestre, lo que continúa sosteniéndose en los datos más recientes. La suma de las distintas contribuciones extraordinarias a la liquidez de los hogares —recursos entregados por el Estado y los retiros de fondos de pensiones— arroja una acumulación de recursos cercana a US\$85 mil millones entre el 2020 y el 2021, equivalentes al 34% del PIB del año pasado. La parte mayoritaria de los recursos que aún no se han consumido sigue en las cuentas corrientes y vista de las personas, lo que permite anticipar que el mayor gasto persistirá en los trimestres venideros.

En el mercado laboral, la oferta de trabajo por parte de las personas ha puesto un freno a la recuperación del empleo, llevando a un crecimiento de los salarios nominales mayor que el del 2020. Las vacantes han tenido un aumento importante a lo largo del año, que se ha reflejado en un aumento del empleo respecto de la caída que acumuló a mediados del 2020. Esta recuperación, sin embargo, se ha visto frenada por una oferta de trabajo que sigue contenida. De acuerdo con el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de noviembre, esto se evidencia en una amplia gama de sectores, sobre todo en empleos de menor calificación. Según los datos del INE, hay alrededor de un millón de inactivos más que en enero del 2020 y la disposición a trabajar más horas está en mínimos históricos. Si bien la tasa de participación laboral ha reducido la distancia respecto de su nivel previo a la pandemia, las mujeres y las personas de 55 años y más aún muestran rezagos importantes, fenómeno que también se observa en varias otras economías.

La inversión siguió recuperándose en el tercer trimestre, con un dinamismo importante en todas sus líneas. El componente de maquinaria y equipos mantuvo un crecimiento elevado, especialmente la de uso industrial y vehículos de carga. En la construcción y otras obras ha sido clave la reactivación de proyectos de edificación y de obras de ingeniería relacionadas con la minería. De hecho, según el catastro de la CBC del tercer trimestre, la inversión del 2021 está entre las más altas de los últimos cinco años.

^{1/}En todo caso, diversos precios y tarifas administradas no han presentado incrementos acordes con sus reglas de reajustabilidad habituales desde hace varios trimestres. De hecho, cuando se excluyen estos ítems de la inflación de servicios subyacentes, su tasa de variación anual es significativamente superior.



El escenario macroeconómico ha estado marcado por el fuerte deterioro de las condiciones financieras locales en el último año. Detrás de este fenómeno hay múltiples factores, dentro de los que destacan el impacto de las liquidaciones masivas de ahorros previsionales y la persistencia de la incertidumbre político-legislativa. Destaca el aumento de las tasas de interés de largo plazo, que dobla lo observado en un conjunto de economías comparables. Con un alto grado de volatilidad, el rendimiento de los bonos a 10 años en pesos (BTP-10) ha subido en torno a 300pb durante el 2021, siendo una parte significativa explicada por la mayor percepción de riesgo (Recuadro V.1). El aumento de las tasas largas ha repercutido en la pérdida de valor de los fondos de pensiones más conservadores, en continuos rescates de los fondos mutuos tipo 3 y en el alza del costo de los créditos hipotecarios y de otros instrumentos de financiamiento de largo plazo. Las tasas de corto plazo también han mostrado alzas importantes en los últimos meses, ligadas al cambio en la orientación de la política monetaria. Este factor, sin embargo, ha tenido una relevancia menor para las tasas de largo plazo.

La elevada incertidumbre y la mayor percepción de riesgo en torno a la economía chilena ha reducido el apetito por los activos locales y de largo plazo. En este contexto, la preferencia por activos en moneda extranjera ha ido incrementándose, con una mayor demanda por depósitos y cuentas corrientes en dólares y por instrumentos financieros que invierten en el exterior, un fenómeno que se ha dado transversalmente. De este modo, a pesar del alto precio del cobre y del mayor diferencial de tasas, el peso ha tenido una depreciación significativa (casi 18%) durante el 2021, y el nivel del tipo de cambio real es muy superior a su promedio de las últimas dos décadas.

El aumento del costo de fondeo de la banca, unido al mayor grado de incertidumbre respecto de la evolución de la economía, han contraído la oferta de crédito en un contexto en que la demanda también permanece contenida. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) y el IPN informan que la incertidumbre respecto del entorno económico y el alza del costo de fondeo de los bancos son los principales motivos detrás de las mayores restricciones para el financiamiento en todas las carteras de colocaciones. Para el segmento de vivienda, en particular, se revela el incremento del pie exigido y el acortamiento de los plazos, entre otros. Ambas fuentes coinciden en que la demanda por crédito está contenida, tanto por la elevada liquidez como por la sostenida incertidumbre. Las proyecciones del escenario central descritas en la siguiente sección recogen el impacto negativo de estos factores en las perspectivas para la inversión.

En lo externo, si bien la economía mundial sigue recuperándose de los impactos de la pandemia, los datos de los últimos meses han denotado un dinamismo menor que lo esperado. La actividad del tercer trimestre fue más débil que lo proyectado en las principales economías. Más allá de los vaivenes en el control de la pandemia, la demanda permanece dinámica mientras que la oferta ha denotado crecientes problemas. Estos incluyen interrupciones en las cadenas de suministros derivadas de las restricciones que aún permanecen en pie —algunas se han intensificado en varias economías en lo más reciente—, la mayor escasez y precios de diversas materias primas, y mercados laborales que permanecen estrechos ante la lenta recuperación de la oferta de trabajo.

La inflación ha seguido subiendo a nivel global, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, modificando la percepción de transitoriedad del fenómeno inflacionario. El sostenido y elevado nivel de la demanda mundial de bienes, ante una oferta cuya capacidad de respuesta sigue estando limitada, ha continuado empujando los precios de distintas materias primas, bienes y servicios claves, como los fletes, aunque las alzas de estos últimos se han moderado en lo más reciente. En varios países desarrollados se han registrado sorpresas significativas en los datos de los últimos meses, y en algunos de ellos la inflación anual ha alcanzado niveles no registrados desde hace más de una década. Esta tendencia también se ha dado en los países emergentes, especialmente en América Latina. De todas formas, el incremento de la inflación ha sido muy heterogéneo entre países, siendo mayor en economías donde las políticas de estímulos han sido más significativas (Recuadro IV.1).



En este contexto, un creciente número de autoridades monetarias ha anunciado, iniciado o continuado el retiro de los estímulos monetarios. La Reserva Federal redujo el ritmo de su compra de activos, y declaraciones recientes de sus autoridades han señalado la posibilidad de una aceleración del retiro de los estímulos. Entre los exportadores de materias primas, Noruega y Nueva Zelanda comenzaron a subir tasas en los últimos meses. En América Latina, donde se anotan depreciaciones cambiarias significativas, Colombia ya inició el ciclo de alzas, y tanto Brasil como Chile lo aceleraron en los últimos meses. El Banco Central Europeo es uno de los pocos que mantienen su visión de transitoriedad sobre la inflación y su compromiso con la expansividad de sus políticas.

Proyecciones del escenario central

El escenario central de proyección considera que la inflación total del IPC se mantendrá en torno a 7% por algunos meses, para luego comenzar a descender hasta ubicarse en 3% dentro del horizonte de política de dos años. En el corto plazo, la proyección se revisa al alza respecto de septiembre respondiendo al sostenido dinamismo de la actividad y el gasto, la depreciación adicional del peso, el aumento ya registrado de los precios de la energía, las sorpresas de inflación al alza de los últimos meses y el efecto de la indexación. Para la inflación subyacente, se prevé que, hacia el primer semestre del 2022, alcanzará valores superiores a 6%, impulsado por la indexación y el traspaso de la depreciación cambiaria.

Hacia el mediano plazo, un supuesto clave para la convergencia de la inflación a la meta es la resolución de los desequilibrios que presenta la economía chilena. Los antecedentes apuntan a que en el tercer trimestre del 2021 la economía operó ampliamente por sobre su nivel potencial (Capítulo V). 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. Este movimiento supone el término de los programas masivos de transferencias del Fisco motivados por la emergencia sanitaria, así como de los retiros extraordinarios de los fondos de pensiones. Este escenario también incluye una política monetaria más restrictiva y supone un retorno de las expectativas de inflación a dos años plazo a la meta de 3%. Aun así, el escenario central mantiene niveles de incertidumbre por sobre los históricos, lo que incide especialmente sobre la inversión y la creación de empleos.

En este escenario, se prevé que la economía crecerá entre 11,5 y 12,0% en el 2021. Este rango se ubica por sobre lo estimado en septiembre (entre 10,5 y 11,5%), reflejo del mencionado mayor dinamismo de la actividad y del gasto, con revisiones importantes en el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipos.

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. Así, para el 2022 y el 2023, se proyecta que la economía crecerá entre 1,5 y 2,5%, y entre 0,0 y 1,0%, respectivamente. En esta trayectoria es posible que se registren tasas de variación trimestral desestacionalizada negativas, aunque el nivel de actividad que alcanzará la economía al final del período de proyección será muy similar al que se preveía en los Informes de junio y septiembre.

La elevada base de comparación, la extinción de las transferencias fiscales directas, la utilización de la liquidez acumulada en los últimos trimestres, la mayor estrechez de las condiciones financieras y la acción de la política monetaria, llevará a una contracción del consumo privado en los próximos dos años. En el escenario central, este caerá 0,2% el 2022 y 1,5% el 2023, explicado por una reducción sustancial del consumo de bienes durables luego de su fuerte acumulación durante el 2021.

La formación bruta de capital fijo también tendrá un débil desempeño en los dos años venideros, comportamiento en el que juegan un rol fundamental las condiciones financieras más estrechas derivadas de los cambios estructurales que se han producido en el mercado de capitales local, lo mismo que la persistencia de una mayor incertidumbre. El escenario central supone que la inversión se reducirá 2,2% en el 2022, para luego aumentar marginalmente en el 2023. En estas proyecciones, la inversión pública y el arrastre de grandes proyectos no alcanzará a compensar el impacto de la incertidumbre local y las altas



tasas de interés de largo plazo sobre otros componentes de la inversión privada (Recuadro V.1). Se agrega el efecto de la depreciación del peso y el magro desempeño de la bolsa, así como las acotadas perspectivas de expansión de la economía local para el próximo bienio. De hecho, diversas fuentes de información —CBC, OGPS y el IPN—, indican menores inversiones para los próximos dos años.

El escenario central supone que la política fiscal se ejecutará de acuerdo con el presupuesto aprobado para el 2022 y la trayectoria de convergencia allí delineada. Esto implica una caída significativa del gasto derivada del término de los programas masivos de transferencias motivados por la emergencia sanitaria. Con ello, se producirá una reducción importante del déficit fiscal efectivo y estructural para el próximo año. Hacia el mediano plazo, el escenario supone que se seguirá la trayectoria presentada en el último Informe de Finanzas Públicas, la cual sería coherente con una convergencia gradual a niveles de deuda pública sostenibles, coherente con las recomendaciones del Consejo Fiscal Autónomo. Desviaciones respecto de esta trayectoria serán particularmente relevantes para la política monetaria, no solo por su impacto en el gasto privado, sino también por sus implicancias sobre las variables del mercado financiero, en particular la evolución de las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio.

El escenario central considera que hacia fines del horizonte de proyección el TCR seguirá ubicándose por sobre sus promedios de los últimos quince a veinte años. Desde el IPoM anterior, el tipo de cambio ha vuelto a aumentar, llegando a valores en torno a \$840 por dólar al cierre estadístico de este Informe. Al mismo tiempo, el tipo de cambio real se ubica en torno a 110 en su índice 1986=100. El retorno a niveles históricos de tipo de cambio real se verá limitada por los cambios en el ahorro nacional generado en los últimos dos años.

En lo externo, el escenario central prevé un menor impulso para los próximos dos años. El crecimiento promedio de los socios comerciales chilenos se reduce a 3,6% (4% en septiembre) para el período 2022-2023. Si bien las economías desarrolladas siguen presentando un panorama favorable, en EE.UU. se anticipa una política fiscal y monetaria menos expansiva que la prevista, lo que reduce las perspectivas de crecimiento. En las economías emergentes, la inflación elevada y una política monetaria menos expansiva anticipan un escenario de menor crecimiento. En China, la incertidumbre sobre la prolongación de los cuellos de botella, la escasez energética y la desaceleración del sector inmobiliario hacen prever un menor dinamismo. Los términos de intercambio seguirán elevados, aunque menores que en septiembre. Esto, con proyecciones para el precio del cobre que no presentan mayores cambios, mientras que las del petróleo son algo mayores: en promedio, US\$3,83 la libra y US\$68 el barril para el 2022-2023.

Escenarios de sensibilidad

El escenario central se basa en un conjunto de supuestos respecto del entorno económico, el comportamiento de los agentes y la orientación de las políticas. Sobre dichos supuestos, pueden realizarse ejercicios de sensibilidad que, manteniendo el crecimiento del PIB en torno a los rangos previstos, requieren de una acción de política monetaria algo distinta. Estos escenarios forman el corredor de TPM presentado en el Capítulo V (gráfico V.1).

Existen escenarios donde la evolución del gasto interno podría dar paso a trayectorias que lleven la TPM en direcciones opuestas, marcando los límites inferior y superior del corredor de TPM. Por un lado, el ajuste del consumo privado desde sus elevados niveles actuales podría tardar más que lo previsto o ser menos intenso, lo que retardaría el cierre de la brecha de actividad generando presiones inflacionarias adicionales. Un escenario de este tipo requeriría de una política monetaria más contractiva, ubicando la TPM en el límite superior del corredor de tasas. Por otro lado, tampoco puede descartarse un escenario en que la persistente incertidumbre que ha afectado a la economía chilena en los últimos trimestres provoque un efecto más negativo que el anticipado en el consumo y la inversión. En esta situación, las presiones inflacionarias de mediano plazo se reducirían, llevando a una política monetaria que retornaría más rápido a niveles en torno a la neutral. Este escenario marca el límite inferior del corredor de TPM.



Por otra parte, un escenario donde amaine la incertidumbre idiosincrática llevaría a una disminución de las presiones inflacionarias de corto plazo las que han estado muy determinadas por la evolución del tipo de cambio, al tiempo que aumentaría el dinamismo de la actividad en el mediano plazo. En este contexto, es esperable que se requiera una política monetaria menos contractiva que en el escenario central.

Escenarios de riesgo

Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios de riesgo en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la reacción de la política monetaria sobrepasaría los límites del corredor para la TPM.

A nivel interno, el principal riesgo sigue siendo que la evolución de las finanzas públicas no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo. En una situación como esa, se observarían mayores presiones de gasto que las previstas en el escenario central, junto con un deterioro más significativo del mercado financiero local y del valor del peso. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de un aumento de la TPM por sobre lo que indica el límite superior del corredor, pese a lo cual es posible que la inflación no alcance a converger a la meta de política dentro del horizonte de dos años.

En lo externo, el principal riesgo se relaciona con la posibilidad de un retiro apresurado de los estímulos monetarios en EE.UU. en medio de la aparente debilidad de la economía china. Un escenario en el que el panorama inflacionario en EE.UU. se complique podría llevar a la Reserva Federal a retirar los estímulos más agresivamente y a un deterioro significativo de las condiciones financieras para las economías emergentes. Sus efectos negativos podrían amplificarse por la debilidad que ha mostrado recientemente la economía china y los problemas financieros en algunas de sus grandes empresas. Un escenario como este agravaría los efectos negativos en la demanda externa y el precio de las materias primas, llevando a una caída de la actividad local que rápidamente volvería negativa la brecha de actividad. En un escenario como ese, la TPM podría ubicarse por debajo del límite inferior del corredor.

Orientación de la política monetaria

En sus Reuniones de octubre y diciembre el Consejo realizó un ajuste de la TPM más rápido que el previsto en el escenario central del IPoM de septiembre, 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, que ha llevado que la brecha de actividad después de cerrarse rápidamente hacia mediados de año, se ubique en niveles mucho más positivos que lo esperado en la segunda mitad de este y principios del próximo. Por otro lado, los datos de inflación efectiva sorprendieron al alza en varios meses, con expectativas de mercado que han aumentado tanto a corto como mediano plazo. De hecho, a dos años plazo, las expectativas que se miden en las encuestas y las que se miden en los precios de los activos financieros se ubican por sobre 3%. 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 de este IPoM 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. La política monetaria cooperará en esto, llevando la TPM a un nivel superior al señalado en el IPoM de septiembre. En el escenario central, el Consejo estima que la TPM seguirá aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su nivel neutral nominal —aquel que es coherente con la meta de inflación de 3%— 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. La convergencia de la inflación a la meta es importante no solo para el cumplimiento del mandato del Banco Central, sino también para aliviar la situación económica de los hogares, que ya sufrieron previamente el impacto de la crisis del Covid-19.



Durante los últimos meses, varios indicadores de expectativas muestran que los agentes de mercado esperan que la inflación se ubique por sobre 3% a fines del horizonte de política monetaria de dos años, en contradicción con el objetivo inflacionario del Banco Central. Hasta ahora, no hay evidencia de que esto esté influyendo sobre la dinámica de la inflación, lo que, unido a la significativa desaceleración prevista para la economía y una política monetaria que responde a los cambios de escenario, es suficiente para garantizar la convergencia de la inflación dentro de los próximos dos años.

No obstante, en un escenario donde las expectativas de inflación se mantengan elevadas y dificulten la convergencia de la inflación en el horizonte de política serán necesarias mayores alzas de la TPM en el corto plazo. Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación.

RESUMEN PROYECCIONES

	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
PIB (var. anual; %)	11,5-12,0	1,5-2,5	0,0-1,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,5	-3,0	-2,9
Inflación total (prom. anual; %)	4,5	5,9	3,2
Inflación subyacente (prom. anual; %)	3,7	5,8	3,6
Inflación a dos años (%) (*)	--	--	3,0
Crecimiento mundial (var. anual; %)	5,8	4,2	3,4
Precio del cobre (prom. anual; US\$cent/libra)	425	405	360

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2023.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO:

Conferencia Anual del Banco Central de Chile

La XXIV Conferencia Anual del Banco Central de Chile se llevó a cabo el 22 y 23 de noviembre de forma virtual y tuvo como eje principal la credibilidad de mercados emergentes, las percepciones de riesgo de inversionistas extranjeros y los flujos de capitales. La conferencia fue preparada durante los últimos dos años en colaboración con la destacada economista Sebnem Kalemli-Özcan, de la Universidad de Maryland. Se contó con la participación de destacados expertos internacionales en estos temas, quienes presentaron una serie de trabajos de investigación preparados para el evento. Además, tuvo la participación de Maurice Obstfeld y Carmen Reinhart como presentadores plenarios. Cada artículo fue discutido por un especialista y será publicado en un próximo libro de la serie Banca Central^{1/}. El discurso inicial, a cargo del Presidente del Banco Central, Mario Marcel, discutió la evolución reciente de los flujos de capitales hacia y desde economías emergentes, con especial foco en el caso chileno.

Trabajos de investigación presentados

El tema central de la Conferencia es de especial relevancia para economías latinoamericanas que en meses recientes han experimentado depreciaciones cambiarias, salidas de capitales, caídas de las bolsas locales y aumentos de la percepción de riesgo. Fenómenos como estos se analizaron en el trabajo de Bajraj *et al.* (2021), quienes mostraron que el ciclo financiero global y los precios internacionales, como los de las materias primas, son los determinantes primordiales de los flujos de capitales, los que a su vez repercuten sobre el ciclo económico de las economías emergentes. Relacionado con esto, Fernández *et al.* (2021) dieron cuenta de que *shocks* transitorios de precios de materias primas y cambios de la tasa de interés internacional explican alrededor del 50% de la varianza en el crecimiento de economías pequeñas y abiertas.

Si bien una parte importante de los movimientos de los flujos de capitales hacia economías emergentes es explicada por factores globales ajenos al control de estas economías, sus características estructurales siguen teniendo un rol preponderante. De hecho, el desarrollo del mercado de capitales, la fortaleza y credibilidad de la que gozan sus instituciones y el instrumental de políticas (monetaria, fiscal y macro-prudencial) disponible permiten atenuar el ciclo económico ante los embates de *shocks* locales e internacionales^{2/}. El esquema de metas de inflación con flotación cambiaria adoptado por el Banco Central de Chile, en combinación con una regla

^{1/} Las presentaciones de los panelistas están disponibles [en el sitio web del Banco](#).

^{2/} Fonseca y Papaioannou (2021) investigan en detalle las estructuras de propiedad corporativa en una muestra amplia de países, un tema relevante para entender cómo la globalización ha llevado a una internacionalización de la propiedad de las empresas con el consecuente efecto en la transmisión de *shocks* entre distintas economías. Encuentran que hay una amplia heterogeneidad entre países, la que se relaciona con características como el sistema impositivo y legal, su tamaño y el nivel de corrupción.



fiscal y un mercado de capitales profundo permitieron al país conducir una política monetaria independiente, manteniendo las expectativas de inflación ancladas en la meta de 3%, al mismo tiempo que posibilitaron la adopción de una política fiscal expansiva cuando la coyuntura económica lo requirió, como fue el caso de la crisis financiera global y la del Covid-19. El trabajo de Kalemli-Özcan (2021) muestra que, aun cuando en economías emergentes la efectividad de la política monetaria está fuertemente atada a la percepción de riesgo de los inversionistas e influenciada por la política monetaria de EE.UU., en Chile esto ha sido menos prevalente. Esto ha evitado tener que usar herramientas de política como los controles de capitales, que pueden ser muy efectivos en economías con mercados de capitales poco desarrollados, pero que son menos necesarios cuando éstos son profundos^{3/}.

Desde finales del 2019, sin embargo, la configuración política, social e institucional del país ha cambiado. El escenario de tensión social y política, sumado a la alta incertidumbre derivada de la pandemia del Covid-19, han dado lugar a conductas dispares de inversionistas residentes, no residentes e institucionales. Para algunos segmentos de empresas ha sido más difícil acceder a mercados de capitales internacionales, lo que se refleja en la disminución de las entradas de capitales y el incremento en las primas de riesgo exigidas por inversionistas externos^{4/}. Políticas como los créditos FOGAPE, apoyados por la FCIC, han mitigado estos efectos, abaratando el crédito local y aumentando su volumen, particularmente a empresas pequeñas y medianas. El trabajo de Acosta-Henao *et al.* (2021) muestra cómo la complementariedad entre estas políticas afectó también a empresas de mayor tamaño, incentivando la sustitución de deuda externa por local, y permitiendo amortiguar los efectos reales derivados de la menor entrada de capitales al comienzo de la pandemia.

A la luz del deterioro de la percepción de riesgo de los inversionistas, con el consecuente aumento de la volatilidad del tipo de cambio y la menor entrada de flujos de capitales, es necesario mejorar la capacidad de predicción de los movimientos de capitales con el objetivo de diseñar mecanismos de mitigación de posibles cambios súbitos de los flujos (*sudden stops*). Igualmente importante es diseñar instrumentos que faciliten el financiamiento de las empresas y el gobierno en un ambiente de altas tasas de interés. Lo primero fue el motivo del trabajo de Burger *et al.* (2021), quienes propusieron una medida de “nivel natural de flujos de capitales” con alto poder predictivo y que podría sumarse a las herramientas de proyección de esta variable actualmente disponibles. Lo segundo fue explorado por el trabajo de Aguiar *et al.* (2021), que plantea que los bonos del gobierno de largo plazo con tasa de interés variable son instrumentos que permiten combinar las menores tasas de los bonos de corto plazo con el mayor aseguramiento que proveen los instrumentos de largo plazo. Si bien este tipo de instrumento es muy poco utilizado actualmente, puede volverse relevante debido a que los altos niveles de endeudamiento de los países emergentes requerirán repensar las formas de financiamiento del Fisco.

^{3/} Los trabajos de Gourinchas (2021) y de Basu *et al.* (2021) exploran la optimalidad de los controles de capitales con mercados financieros más débiles.

^{4/} Tal como se describe en el [Informe de Estabilidad Financiera](#) del segundo semestre de 2021, esto se ha visto acompañado por salidas de capitales por parte de residentes, principalmente empresas y hogares.



Presentaciones plenarias y mensajes generales

Tanto Maurice Obstfeld como Carmen Reinhart, en sus presentaciones plenarias, enfatizaron los riesgos futuros que podrían impactar a la economía global. Obstfeld se refirió a la vulnerabilidad de las economías emergentes ante la respuesta que tengan los bancos centrales de países desarrollados a las presiones inflacionarias. Esto podría finalizar la actual etapa expansiva del ciclo financiero global, y generar reversiones fuertes de los flujos de capitales, ubicando a las economías emergentes en una situación precaria. Reinhart ubica la situación actual en un contexto más amplio, argumentando que a contar del 2015 se ha observado una reversión de las tendencias benignas de convergencia entre países ricos y pobres y de menores crisis en emergentes. Dicha reversión estaría caracterizada principalmente por caídas de los precios de las materias primas y se habría acelerado con la crisis sanitaria reciente.

La situación global actual hace que los países emergentes sean especialmente vulnerables a *shocks*, más aún dado que éstos han experimentado un deterioro reciente en su situación fiscal y presiones inflacionarias. Por esto es de especial relevancia que existan mercados financieros sólidos; un marco de política monetaria y macroprudencial con metas de inflación, tipo de cambio flexible y, en algunos casos controles de capitales para países con bajo desarrollo financiero^{5/}; y política fiscal con disciplina y restructuración de deuda soberana si se encuentra en niveles peligrosamente altos. Estas herramientas deberían posibilitar una respuesta rápida y efectiva ante eventuales *shocks*. En el caso de la política monetaria, además, resulta crucial que los bancos centrales de países emergentes actúen con prontitud de manera de mantener la credibilidad en sus metas inflacionarias.

De manera más general, reconstruir las fortalezas de muchos países emergentes pasa por restablecer las holguras que permitieron afrontar la última crisis. Para ello se deben establecer reglas fiscales que sean consecuentes con trayectorias sostenibles de deuda, fortalecer los mercados de capitales, y recuperar la confianza en las instituciones locales, otorgando credibilidad y previsibilidad en las políticas implementadas. Para ello es clave que dichas instituciones sepan transmitir de manera clara y para un público amplio, el alcance de sus funciones, sus decisiones y los motivos que las fundamentan, así como los mecanismos de controles y contrapesos^{6/}.

^{5/} La implementación de controles de capitales debe seguir a un análisis de costos y beneficios. Entre los costos, se cuenta la posible pérdida de confianza de inversionistas extranjeros a reinvertir en el país.

^{6/} Este fue uno de los puntos discutidos por el economista Charles Engel al trabajo de Itskhoki y Mukhin (2021), quienes estudian cuál es la combinación óptima de política monetaria e intervención cambiaria para economías emergentes.



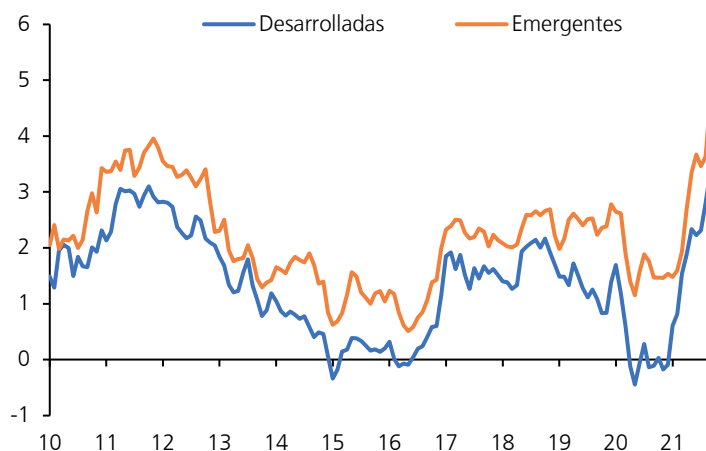
I. ESCENARIO INTERNACIONAL

La recuperación de la economía mundial ha perdido impulso en los meses recientes. Esta desaceleración se explica en parte por la persistencia de las interrupciones de oferta, en medio de una demanda que continúa elevada. A ello se han sumado la reimposición de restricciones sanitarias y las medidas de autocuidado de las personas debido a los rebrotes de Covid-19 en algunos países. Si bien estas han tenido un efecto acotado en la movilidad, han limitado la reanudación y/o continuidad de la actividad en ciertos rubros, especialmente servicios. Asimismo, la presión sobre las cadenas de suministro, el importante incremento de los precios de la energía y el fuerte dinamismo de la demanda ha seguido impulsando la inflación mundial. Esto ha llevado a modificar la percepción de transitoriedad del fenómeno inflacionario, y un creciente número de autoridades monetarias ha anunciado, iniciado o continuado el retiro de los estímulos monetarios. En esta línea, la Fed redujo el ritmo de compra de activos y en declaraciones recientes sus autoridades han señalado la posibilidad de una aceleración de este. Con ello, las condiciones financieras en los emergentes han seguido deteriorándose, al tiempo que ha aumentado el riesgo de una reversión abrupta de las condiciones financieras, derivada de un retiro más rápido que lo esperado de los estímulos monetarios en EE.UU. ante una inflación más duradera.

INFLACIÓN GLOBAL Y POLÍTICA MONETARIA

La inflación ha seguido subiendo a nivel global, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes (gráfico I.1). El sostenido y elevado nivel de la demanda mundial de bienes, ante una oferta cuya capacidad de respuesta sigue estando limitada, ha continuado empujando los precios de materias primas y bienes. En varios países desarrollados —EE.UU., Alemania, España y Reino Unido, entre otros— se han registrado sorpresas significativas en los datos de los últimos meses, y en algunos de ellos la tasa de variación anual ha alcanzado niveles no registrados desde hace más de una década. Esta tendencia también se ha dado en los países emergentes, especialmente en América Latina, cuyas principales economías exhiben inflaciones anuales por sobre las metas de sus bancos centrales.

GRÁFICO I.1 INFLACIÓN MUNDIAL (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

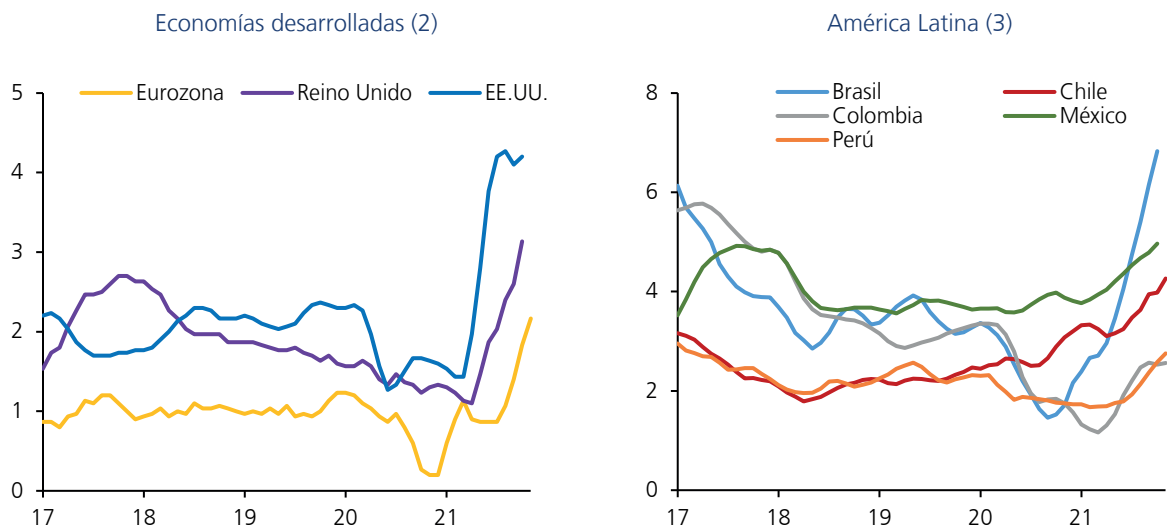


(1) En base a Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk (2021). (2) Corresponde a la mediana de cada grupo de países.
Fuente: Banco Central de Chile en base a datos oficiales de cada país.



En todo caso, los indicadores de inflación subyacente muestran comportamientos más heterogéneos entre economías (gráfico I.2). Destaca su aceleración en EE.UU., en donde el crecimiento de la inflación se ha extendido más allá de los componentes volátiles y de las categorías asociadas a la reapertura económica. En la Eurozona, por el contrario, el alza de la parte subyacente ha sido más acotada y menos generalizada, además de incluir un efecto base en Alemania por la rebaja temporal del IVA durante el 2020. Entre los países de América Latina, sobresale el significativo aumento de la inflación subyacente en Brasil por sobre el resto de los países de la región.

GRÁFICO I.2 INFLACIÓN SUBYACENTE MUNDIAL (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses. (2) Excluye alimentos y energía. (3) Para Chile corresponde al IPC sin volátiles; para Brasil excluye alimentos, energía y vehículos; Colombia excluye alimentos básicos, energía y servicios básicos; México excluye energía y productos agropecuarios; Perú corresponde a la inflación subyacente de Lima Metropolitana, excluye alimentos y energía.
Fuente: Bloomberg.

Varios factores comunes explican la dinámica inflacionaria a nivel global. Entre ellos, los altos precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos. La estrechez en el suministro de los combustibles, en un contexto de recuperación mundial, ha continuado presionando los precios al alza. La escasez de gas ha sido un fenómeno internacional, que se ha exacerbado principalmente en Europa y Asia. En el primer caso, la fuerte demanda, sumada a interrupciones en la producción de países como Noruega y Rusia, contribuyeron a un incremento significativo de los precios. Esto ha ocasionado el racionamiento y detención de operaciones en las fábricas de algunas de las regiones más afectadas en Europa y China. La cotización del petróleo también ha aumentado, y se ubica cerca de US\$70 el barril al cierre estadístico de este IPoM (+7% para el promedio WTI-Brent desde el cierre de septiembre). A una demanda que mantiene su senda de recuperación se añade la negativa por parte de la OPEP+ para acelerar la producción de crudo, lo que ha llevado a EE.UU., en coordinación con China, Japón e India, entre otros países, a anunciar la liberación de una parte de sus reservas estratégicas para frenar esta tendencia alcista. En lo más reciente, el barril de crudo ha retrocedido en un entorno de alta volatilidad, tendencia vinculada a un resurgimiento de restricciones derivadas de la aparición de la variante ómicron.



Los precios de otras materias primas e insumos, en general, han permanecido elevados, lo que también ha ejercido presión sobre los costos de producción a nivel global. Entre los metales, el cobre subió a US\$4,4 la libra al cierre de este IPoM (+4% desde el cierre de septiembre), coherente con inventarios en bolsa que se han mantenido en niveles bajos y que incluso han caído en lo reciente. Por otro lado, destacó el nuevo ciclo ascendente del precio de la madera, acumulando un alza cerca de 80% respecto del IPoM de septiembre. Asimismo, resaltó el mayor precio del trigo, en un contexto en que fenómenos climáticos han afectado las cosechas de países productores, mientras persiste una alta demanda mundial. Así, este producto acumuló un alza de 10% desde el IPoM de septiembre.

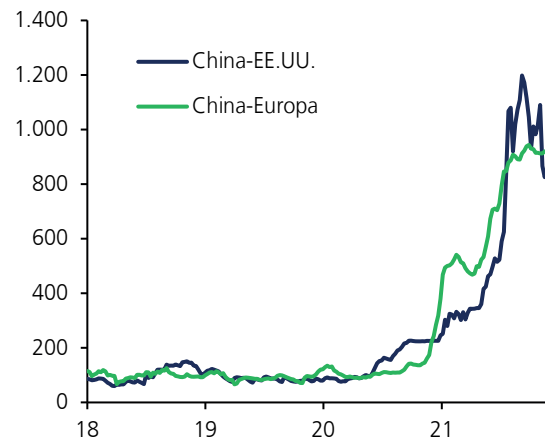
Los cuellos de botella continúan presionando las cadenas logísticas y productivas globales en diversas industrias, en un contexto en que los costos de transporte siguen altos (gráfico I.3). Esto se ha reflejado en la escasez de inventarios y en la persistencia de los retrasos en las órdenes de compra. Un ejemplo de ello es la escasez global de chips que ha perjudicado la producción de la industria automotriz y del rubro tecnológico. Esto se ha dado en un entorno en que los costos de transporte marítimo continúan elevados y en que persiste la falta de contenedores y la congestión de los puertos, especialmente en algunas regiones de Asia. En este sentido, información de la OCDE señala que esta situación podría extenderse por un tiempo más prolongado y que recién en 2023 se vería una capacidad adicional significativa en materia de envíos internacionales^{1/}.

GRÁFICO I.3 CUELLOS DE BOTELLA

PMI global de manufactura: Tiempos de entrega de proveedores (1)
(Índice de difusión)



Costo de transporte marítimo (2)
(Índice, promedio 2018=100)



(1) Una caída del índice significa una extensión de los tiempos de entrega de los proveedores y viceversa. (2) Tarifa para transportar un container de 40 pies en las rutas respectivas.
Fuentes: JP Morgan, IHS Markit y Bloomberg.

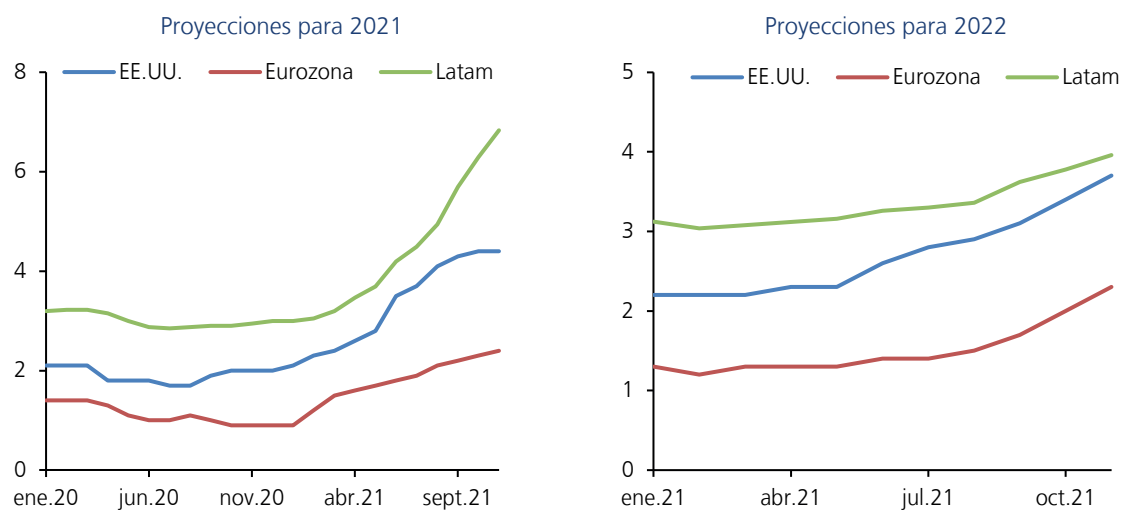
^{1/} Ver [Keeping The Recovery On Track | OECD Economic Outlook, Interim Report September 2021](#).



El empleo ha mostrado una recuperación en diversas economías, aunque la mayor demanda laboral por parte de las empresas se ha enfrentado con una oferta que sigue contenida en algunos países. Esto ha presionado los salarios, destacando principalmente el caso de EE.UU. En este último, la creación de empleos, a pesar de la desaceleración de noviembre, ha seguido recuperándose, especialmente en los sectores intensivos en contacto social. Sin embargo, la tasa de participación no muestra mayores cambios, lo que podría estar reflejando efectos algo más permanentes en la oferta de trabajo y que, por ende, las holguras del mercado laboral sean menores. Además, en ese país se han intensificado las presiones de costos laborales, con salarios creciendo con mayor fuerza y de forma más generalizada en los últimos meses. En el Reino Unido, las empresas siguen reportando dificultades para encontrar mano de obra, en un contexto en que los subsidios al desempleo ya finalizaron. En la Eurozona, la contratación se ha acelerado en los últimos meses, con un nivel de empleo que se acerca al prepandemia. En América Latina, por otro lado, la recuperación del empleo aún muestra rezagos importantes en algunos países y, de acuerdo con información del Banco Mundial y el PNUD, la calidad de los puestos de trabajo ha empeorado en comparación con el período prepandemia, lo que está siendo un lastre en el proceso de recuperación^{2/}.

Además de los factores comunes antes mencionados, existen elementos particulares que explican el aumento de la inflación y que anticipan una mayor persistencia de esta en distintas economías. La magnitud del incremento inflacionario en cada país ha dependido de forma importante de características idiosincráticas, entre ellas el impulso al consumo derivado de la aplicación de políticas expansivas y la evolución del valor de las paridades (Recuadro IV.1). En el caso de EE.UU., la brecha de actividad se ha cerrado más rápido que en el resto de las economías desarrolladas. Se suma a lo anterior que las expectativas de inflación para ese país, capturadas por las encuestas y los instrumentos financieros, se han seguido corrigiendo al alza. En las emergentes, especialmente en América Latina, la depreciación de las monedas locales ha puesto mayor presión sobre la inflación, influyendo en las expectativas de varias economías de la región. En este contexto, las perspectivas del mercado para la inflación mundial de este y el próximo año han sido ajustadas al alza de forma sucesiva en el último año (gráfico I.4).

GRÁFICO I.4 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE MERCADO (*)
(variación promedio anual, porcentaje)



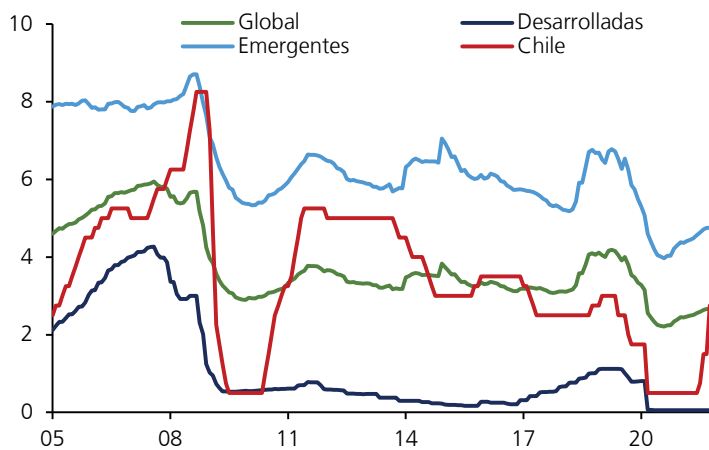
(*) Para Latam corresponde al promedio geométrico de la inflación anual a diciembre para México, Colombia, Brasil y Perú.
Fuente: Consensus Forecast.

^{2/} Ver [Una recuperación desigual: Tomando el pulso de América Latina y el Caribe después de la pandemia, Banco Mundial](#).



En este escenario, se ha ido modificando la percepción de transitoriedad del fenómeno inflacionario, dando paso a que un mayor número de autoridades monetarias hayan anunciado, iniciado o continuado el retiro de los estímulos monetarios (gráfico I.5). La Fed redujo el ritmo de compra de activos, en medio de condiciones que siguen siendo altamente expansivas. Más aun, la minuta de la reunión de noviembre y las declaraciones recientes de sus autoridades han señalado la posibilidad de una aceleración del retiro de los estímulos. Entre los países exportadores de materias primas, destacan Noruega y Nueva Zelanda, que iniciaron la subida de tasas desde el IPoM de septiembre. En Europa, Polonia y Rumania se sumaron a esta tendencia. En América Latina, por su parte, Colombia inició el ciclo de alzas y Brasil aceleró el ritmo de este ante la mayor preocupación por la inflación. Por otro lado, el Banco Central Europeo es uno de los pocos que mantiene su visión de transitoriedad sobre la inflación y su compromiso con la expansividad de sus políticas.

GRÁFICO I.5 TASAS DE POLÍTICA MONETARIA (*)
(porcentaje)



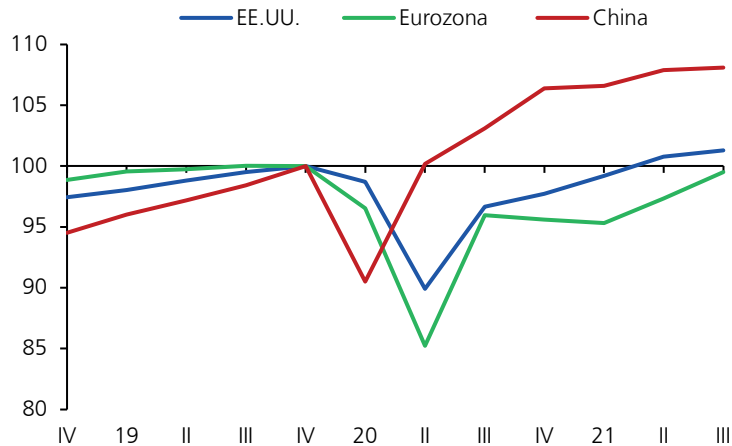
(*) Para economías desarrolladas y emergentes, tasas ponderadas por PIB a PPC de cada país.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, FMI y BPI.

ACTIVIDAD GLOBAL

Las cifras del tercer trimestre dieron cuenta de una ralentización de la recuperación en las principales economías (gráfico I.6). En EE.UU. el consumo se desaceleró, derivado de un menor dinamismo del componente de bienes y de un ritmo de expansión de servicios que se vio afectado por el incremento de las restricciones de movilidad y el comportamiento precautorio de las personas ante los nuevos rebrotes de Covid-19. En China, destacó la desaceleración generalizada de la actividad, consecuencia de las restricciones vinculadas con la política de tolerancia cero frente al Covid-19, además de las fricciones de oferta que impactaron sobre distintos sectores y la desaceleración del sector inmobiliario que habría afectado a la inversión. La Eurozona mantuvo su ritmo de recuperación, aunque con heterogeneidad entre países, destacando el mayor dinamismo de Francia en contraste con el desempeño de Alemania y España. En América Latina, por otro lado, resaltó la recuperación de Colombia y Perú, en tanto México y Brasil exhibieron una contracción trimestral. Con todo, los indicadores de corto plazo —ventas minoristas y producción industrial— de octubre sorprendieron al alza y mostraron mayor resiliencia tanto en EE.UU. como en China.



GRÁFICO I.6 ACTIVIDAD MUNDIAL
(índice IV.19=100, series desestacionalizadas)



Fuente: Bloomberg.

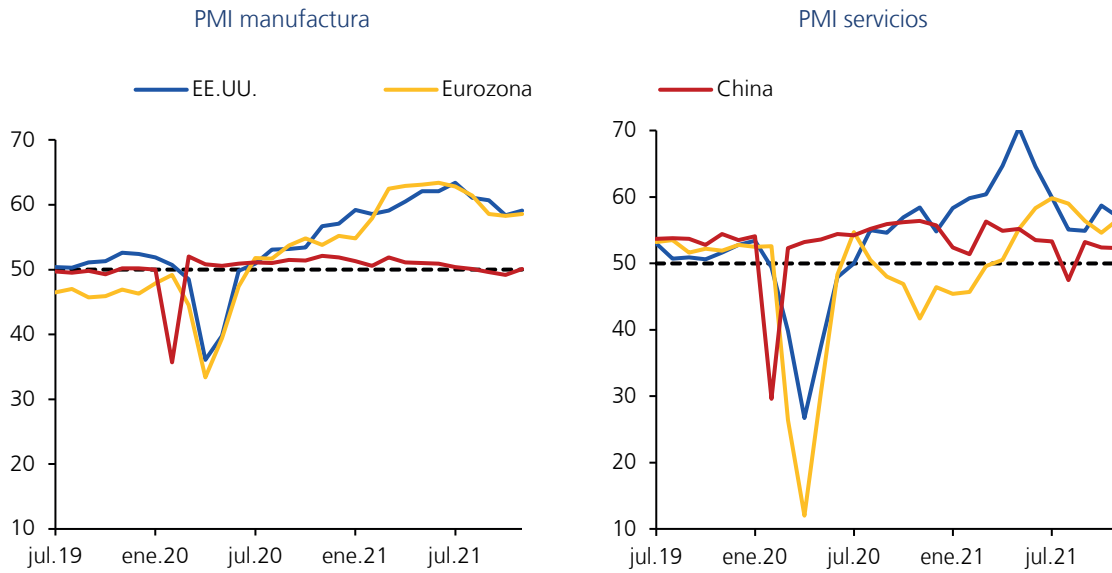
Las perspectivas de crecimiento mundial para los próximos dos años son menos favorables que en el IPoM de septiembre. En las economías desarrolladas, las expectativas de recuperación se sustentan en el dinamismo del gasto privado, fundamentado en un alto nivel de ahorro y en un mercado laboral que continúa recuperándose. No obstante, en EE.UU. se anticipa una política fiscal menos expansiva que la antes prevista, lo que redujo en el margen las perspectivas de crecimiento en lo venidero. En China, la incertidumbre sobre la prolongación de los cuellos de botella, la escasez energética —explicada en gran parte por las restricciones impuestas por el gobierno para el cumplimiento de objetivos medioambientales— y la desaceleración del sector inmobiliario prevén un menor dinamismo. No obstante, las perspectivas de las empresas (PMI) siguen ubicándose en terreno expansivo en las principales economías (gráfico I.7). En el resto de las economías emergentes, la alta inflación y una política monetaria menos expansiva anticipan un escenario de crecimiento menor. En América Latina se añaden factores idiosincráticos, como las preocupaciones en materia fiscal y un ajuste monetario agresivo en Brasil, la incertidumbre política en Perú y las elecciones presidenciales del próximo año en Colombia.

Las condiciones financieras se han vuelto menos favorables, especialmente en las economías emergentes. Desde el IPoM de septiembre se han observado depreciaciones de varias monedas respecto del dólar, las que han sido acompañadas de aumentos en las tasas largas, principalmente en emergentes. En América Latina, el estímulo monetario menos expansivo y las tensiones internas han encarecido el financiamiento, lo que se ha reflejado en alzas de los *spreads* soberanos en algunos países y un menor flujo de capitales (gráfico I.8). En todo caso, el efecto por la situación de Evergrande y el sector inmobiliario chino se ha mantenido acotado en esta región.

En este contexto, el impulso externo que recibirá la economía chilena será menor que lo previsto en el IPoM de septiembre. El crecimiento mundial para 2021 se proyecta en 5,8% y en 4,2% para el 2022 (6,2 y 4,8%, respectivamente en el IPoM de septiembre) (tabla V.2, capítulo V). La proyección del precio del cobre no muestra grandes cambios y el petróleo se corrige al alza hasta US\$70 por barril el 2021 y el 2022, para el promedio WTI-Brent (US\$66 y US\$65, en el IPoM de septiembre). Con ello, se prevé que los términos de intercambio varíen 13,6% en 2021 y -2,8% en 2022 (14,1 y -3,0%, en el IPoM de septiembre).

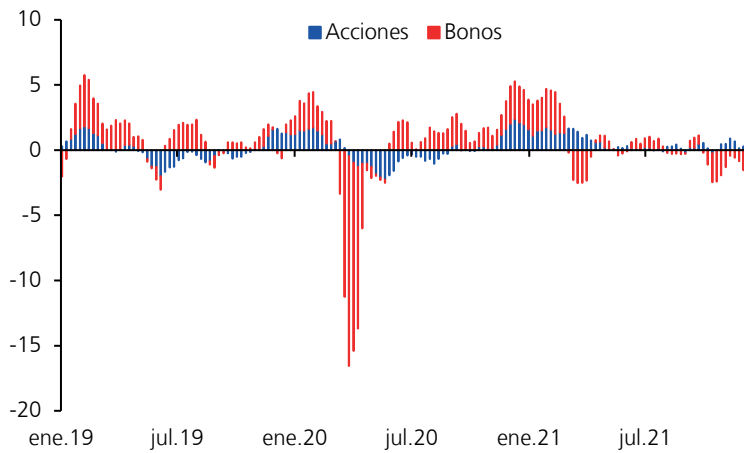


GRÁFICO I.7 PERSPECTIVAS DE EMPRESAS (*)
(índice de difusión)



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

GRÁFICO I.8 FLUJOS DE CAPITALES EN AMÉRICA LATINA (*)
(miles de millones de US\$)



(*) Corresponde al acumulado de cuatro semanas móviles. Considera flujos acumulados hasta el 1 de diciembre de 2021.
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.



RIESGOS

El riesgo de una reversión abrupta de las condiciones financieras, provocada por la aceleración del retiro del estímulo monetario ante una inflación más persistente en EE.UU., se ha incrementado. A lo anterior se agregan los riesgos asociados al sector inmobiliario de China. En la medida en que los factores detrás del incremento inflacionario se han extendido por más tiempo del previsto y que han surgido presiones adicionales, la Fed ha cambiado su tono respecto de la transitoriedad de la inflación y ha comenzado a ajustar la magnitud del impulso monetario. Así, una aceleración de su retiro es un escenario que ha seguido ganando terreno. En la misma dirección apunta el riesgo de una reversión de la alta valoración de los activos financieros. Por su parte, las preocupaciones en torno al sector inmobiliario de China también implican riesgos relevantes para las condiciones financieras y el crecimiento, especialmente en los países emergentes.

La aparición de nuevas variantes del Covid-19 refrenda que la incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia permanece latente. Aún existen brechas importantes entre los niveles de vacunación entre países, por lo que un empeoramiento de la pandemia profundizaría las diferencias en la recuperación. A lo que se añade la incertidumbre respecto de la efectividad de las vacunas ante el surgimiento de nuevas variantes. Esta situación también repercutiría en una extensión y agudización de los cuellos de botella, acrecentando los riesgos asociados a la elevada inflación a nivel global.



II. CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones financieras que enfrenta la economía chilena se han vuelto menos favorables. Por un lado, a nivel global, las mayores perspectivas de inflación han llevado a una menor expansividad actual y prevista de la política monetaria, con alzas generalizadas de las tasas de interés a diferentes plazos y una apreciación del dólar multilateral. En Chile, el diagnóstico de un fenómeno inflacionario en ciernes, en el cual la influencia de elementos idiosincráticos ha jugado un rol importante, se realizó más temprano que en otros países. Con ello, el Banco Central desde mediados del 2021 ha ido retirando el fuerte estímulo monetario y, de hecho, se anticipa que la Tasa de Política Monetaria (TPM) seguirá aumentando en el corto plazo, ubicándose por sobre su nivel neutral nominal durante gran parte del horizonte de política monetaria. Por otro lado, las masivas liquidaciones de ahorros previsionales, el mayor endeudamiento fiscal y la persistencia de la incertidumbre político-legislativa han provocado un deterioro sustantivo de variados indicadores del mercado financiero local. Durante este año, las tasas de interés de largo plazo han subido más que en otras economías comparables, en buena parte por una mayor percepción de riesgo, a la vez que el peso es una de las monedas que más valor ha perdido en el mundo. El mercado interno de crédito ha sentido estos impactos, como es visible principalmente en la evolución de las tasas de interés de las colocaciones, y en los requisitos y plazos de financiamiento. A todo esto se suma un panorama de riesgos significativo, tanto por las dudas vigentes en distintos frentes del escenario local como por el desarrollo de las condiciones monetarias globales.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

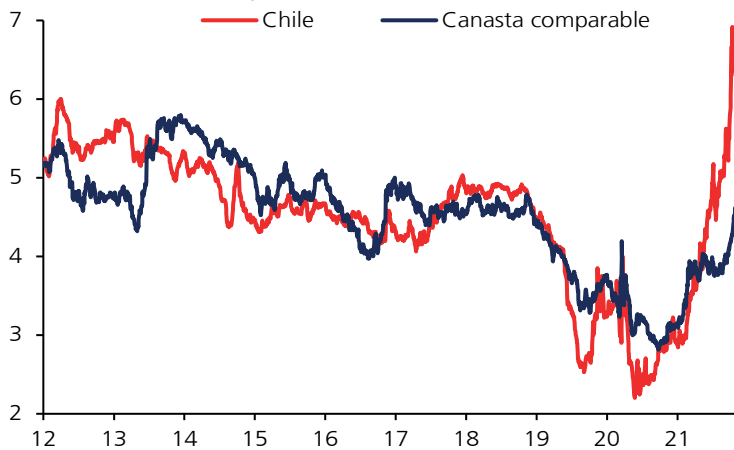
Una suma de factores de carácter interno ha provocado un deterioro significativo del mercado de capitales nacional. Como se ha destacado en IPoM anteriores y en las últimas ediciones del Informe de Estabilidad Financiera (IEF), en ello han confluído diversos eventos, como el impacto de los retiros de ahorros previsionales y el debilitamiento de la posición fiscal de Chile, lo que ha repercutido en el ahorro nacional. Todo esto está teniendo un efecto directo en la accesibilidad y el costo de financiamiento de todo tipo de agentes económicos.

Resalta el aumento que acumulan las tasas de interés de largo plazo durante este año, que supera al de un conjunto importante de países (gráfico II.1). Con un alto grado de volatilidad, el rendimiento de los bonos a 10 años en pesos (BTP-10) ha subido en torno a 300 puntos base (pb) a lo largo del 2021, incluso alcanzando de manera transitoria en los últimos meses valores no vistos en algo más de una década, de cerca de 7%. El análisis basado en modelos estructurales sugiere que en su evolución reciente el efecto de la política monetaria local y el mayor crecimiento esperado son relativamente menores respecto de la contribución de los canales de riesgo (Recuadro V.1). La diferencia respecto de su símil de EE.UU. ascendía a alrededor de 420pb al cierre de este IPoM versus 170pb en la partida del 2021. Como se detalla en el [IEF del segundo semestre de este año](#), el incremento de las tasas de los BTP-10 ha tenido variadas repercusiones, como la pérdida de valor de los fondos invertidos en renta fija, rescates significativos de los fondos mutuos tipo 3^{1/} y el alza del costo de los créditos hipotecarios y de otros instrumentos de financiamiento de largo plazo.

^{1/} Deuda de mediano y largo plazo. La duración mínima de la cartera debe ser superior a los 365 días. Invierte en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo con una duración mínima superior a los 365 días (Comisión para el Mercado Financiero).



GRAFICO II.1 TASA CERO BTP-10 RESPECTO DE ECONOMÍAS COMPARABLES (1) (2)
(porcentaje)

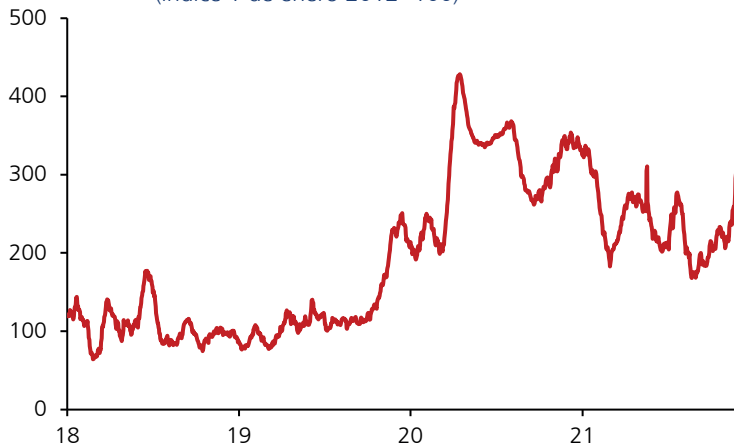


(1) Para todos los países se consideran las tasas de interés de bonos cero cupón, las cuales corrigen las tasas de mercado del pago de cupones de los bonos. (2) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con la tasa de interés de Chile.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y RiskAmerica.

Estos hechos se han dado en un panorama de alta incertidumbre y mayor percepción de riesgo en torno a la economía chilena, donde el apetito por activos locales y de largo plazo ha ido disminuyendo. La incertidumbre económica y política (medida por el DEPUC) ha subido en meses recientes y se mantiene por encima de los valores previos a la crisis social (gráfico II.2). Lo mismo ocurre con el riesgo país (CDS) (+45pb aproximadamente desde inicios de este año), cuya evolución reciente, de todos modos, también ha estado afectada por algunos sucesos externos. En este contexto, como indica el último IEF, la preferencia por activos en moneda extranjera ha ido incrementándose, observándose una mayor demanda por depósitos y cuentas corrientes en dólares y por instrumentos financieros que invierten en el exterior, un fenómeno que se ha dado transversalmente.

GRAFICO II.2 ÍNDICE DIARIO DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA Y POLÍTICA (DEPUC) (*)
(índice 1 de enero 2012=100)

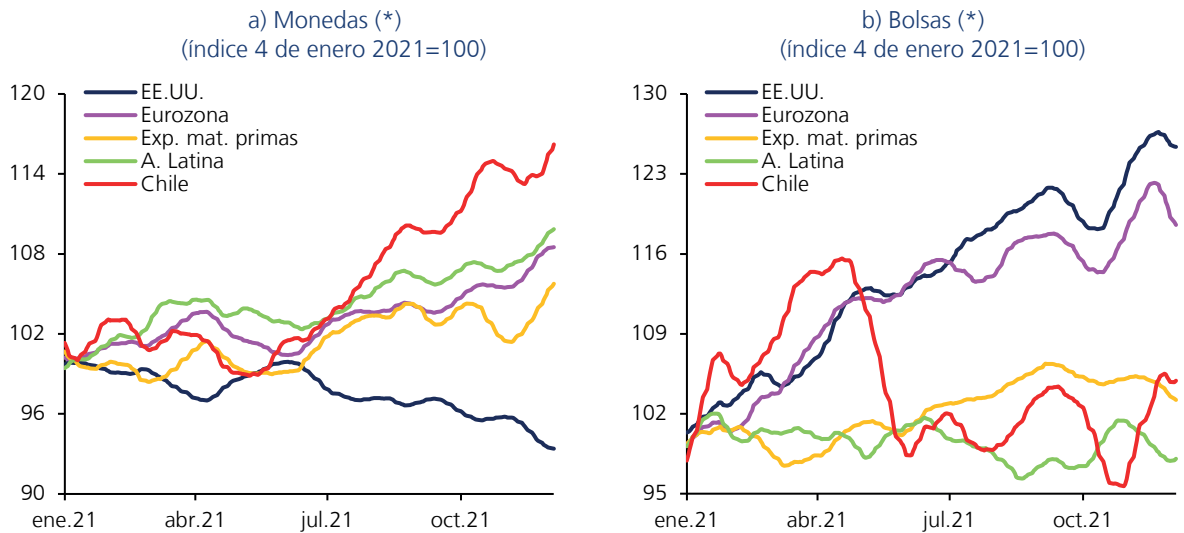


(*) Media móvil de 30 días. Desde diciembre del 2021, el DEPUC incluye una actualización al diccionario de palabras utilizado para su construcción y detallado en el [DTBC N°883](#). Esto, como una forma de incorporar nuevos elementos que influyen en la coyuntura local. A partir de esta fecha, el diccionario de datos estará sujeto a actualizaciones periódicas en base al contenido de las noticias correspondientes. Fuentes: Becerra y Sagner (2020).



En este escenario, el peso chileno es una de las monedas que más se han depreciado alrededor del mundo, mientras la bolsa local no ha logrado mejorar su desempeño en la segunda parte del año (gráficos II.3). La paridad peso/dólar se ha incrementado casi 18% durante el 2021, a pesar de que el precio del cobre se ha mantenido elevado, incluso volviendo a acercarse a sus máximos históricos en los últimos meses (gráfico II.4). Además, ello ha coincidido con masivas liquidaciones de inversiones en el exterior del Fisco para financiar su abultado déficit, así como con las que han debido realizar los fondos de pensiones para materializar los retiros de ahorros previsionales. En términos multilaterales, el deterioro del peso ha sido un poco menor (+14% en promedio el TCM, TCM-5 y TCM-X en el 2021), en medio de una mayor fortaleza del dólar global. El tipo de cambio real se encuentra muy por encima del promedio de las últimas dos décadas, aproximándose a los máximos de comienzos de los noventa y de los dos mil (gráfico II.5). Por su lado, con marcados vaivenes, el IPSA sigue mostrando resultados más magros que los de las principales plazas bursátiles. En su desempeño sectorial reciente, se distingue el mayor impulso que han recibido algunas acciones por factores externos —como las alzas de las materias primas—, frente a los títulos de empresas cuya actividad está más ligada a la economía local. Todo ello en medio de un fuerte reparto de dividendos durante este año, que podría estar asociado a un menor volumen de proyectos de inversión en carpeta, dada una percepción de mayor incertidumbre en el mediano plazo.

GRAFICO II.3

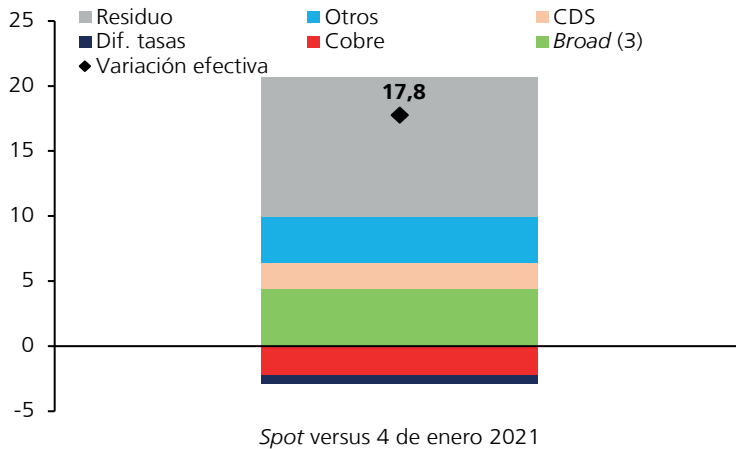


(*) Promedios de 15 días móviles para cada serie. Para América Latina considera el promedio simple entre los índices de Brasil, Colombia, México y Perú, mientras que, para exportadores de materias primas, el promedio simple entre los índices de Australia y Nueva Zelanda.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



GRAFICO II.4 CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN ACUMULADA DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL (1) (2)
(puntos porcentuales)



(1) Dato *spot* corresponde al cierre estadístico. (2) 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" \(2020\)](#). (3) Corresponde a la paridad entre el dólar y una canasta de países latinoamericanos y exportadores de materias primas.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y RiskAmerica.

GRAFICO II.5 TIPO DE CAMBIO REAL (TCR) (1) (2)
(índice promedio 1986=100)

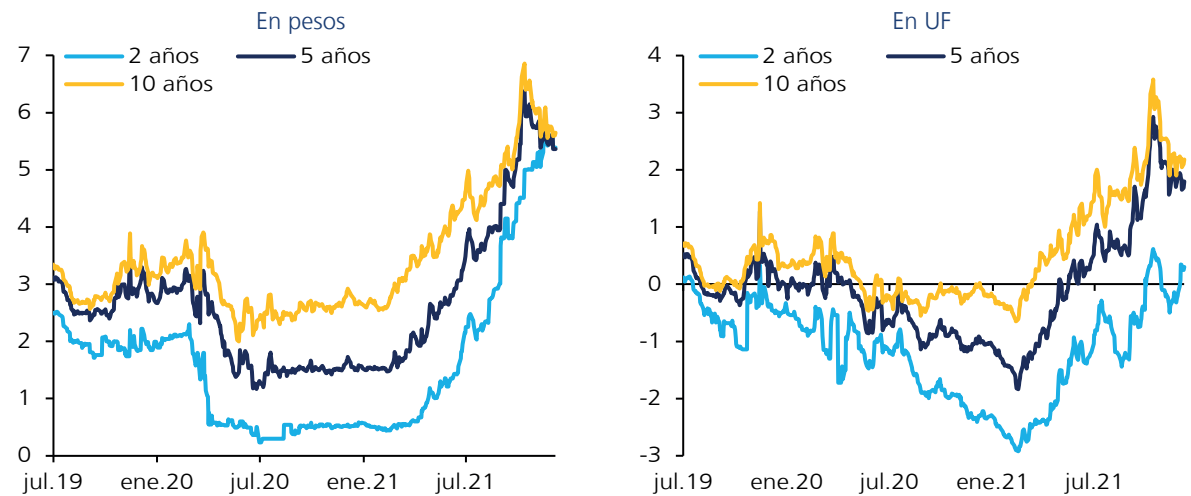


(1) Datos de TCR para noviembre y diciembre del 2021 corresponden al promedio preliminar del mes y de los datos disponibles al cierre estadístico, respectivamente. (2) Promedios de los últimos 15 y 20 años consideran los períodos dic.06-nov.21 y dic.01-nov.-21, respectivamente.
Fuente: Banco Central de Chile.



Por otro lado, las mayores presiones inflacionarias han consolidado un cambio en la orientación y en las perspectivas para la política monetaria local, lo que se ha reflejado con fuerza en las tasas de interés corto de plazo. Entre julio y diciembre, el Banco ha ido retirando el fuerte estímulo monetario vigente desde marzo del 2020. Así, la TPM pasó de 0,5% en junio a 4,0% en la Reunión de Política Monetaria de diciembre. El Consejo prevé que esta deberá seguir aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su valor neutral nominal —aquel que es coherente con la meta de inflación de 3%— durante gran parte del horizonte de política monetaria. Estos ajustes se han transmitido sobre todo a la parte corta de la curva *benchmark* nominal (aproximadamente +480pb las tasas a dos años durante el 2021), que ha seguido aplanándose (gráfico II.6). En tanto, los rendimientos de los bonos en UF han aumentado menos que su contraparte en pesos, influidos en parte por el incremento de las expectativas inflacionarias.

GRAFICO II.6 TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS LOCALES *BENCHMARK*
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Estos movimientos ocurren en medio de condiciones financieras externas menos favorables, principalmente para países emergentes. El aumento más persistente de la inflación ha llevado al ajuste efectivo y esperado de la política monetaria alrededor del mundo, que ha incidido en el alza generalizada de las tasas de interés. Las expectativas acerca del ritmo de retiro de estos estímulos, en especial en EE.UU., han mermado el apetito por riesgo global. Otros elementos también han ocasionado ruido en los mercados internacionales, como temores en torno al desempeño de China o noticias relativas a la pandemia en curso. En este contexto, el dólar multilateral se fortaleció y los *spreads* soberanos subieron en muchos casos. Las bolsas han tenido desempeños mixtos, con renovados máximos en EE.UU. El panorama financiero en América Latina es uno de los que más ha empeorado, en respuesta a los riesgos políticos, sociales y fiscales vigentes.

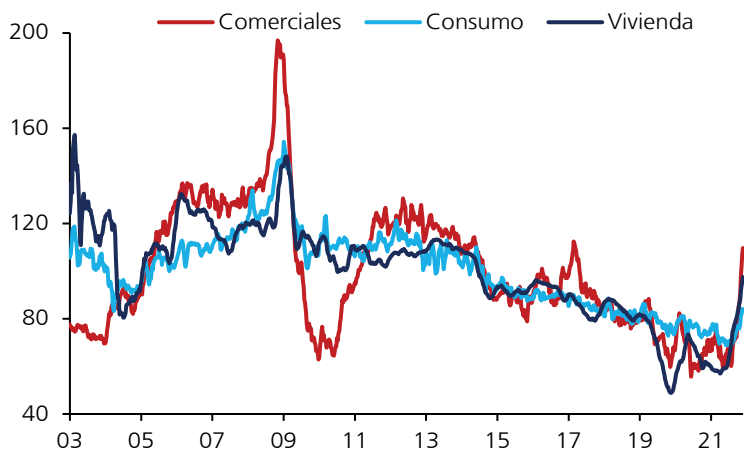


LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

A nivel local, las condiciones de otorgamiento crediticio se volvieron más estrictas en varias carteras, en especial en la hipotecaria y, en general, en los préstamos de más largo plazo. En hogares y empresas, la incertidumbre respecto del entorno económico y el alza en el costo de fondeo de los bancos son los principales motivos de las mayores restricciones, acorde con la información más reciente de la [Encuesta de Crédito Bancario \(ECB\)](#) y del [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\)](#). Para el segmento de vivienda, en particular, ambas mediciones revelan el incremento del pie exigido y el acortamiento de los plazos. De hecho, el IPN y otras fuentes reportan una reducción significativa de la oferta de créditos a 20 y 30 años. Ello ha tenido repercusiones en sectores relacionados, como el inmobiliario. Datos recientes dan cuenta de una caída importante de las ventas de viviendas.

Las tasas de interés de colocación han subido de manera transversal, en línea con el alza de la curva de renta fija local. Desde mediados de año, estas acumulan aumentos del orden de 285, 340 y 140pb en las categorías de consumo, comercial y de vivienda, respectivamente, bordeando o acercándose a sus promedios históricos (gráfico II.7). En la última de esas carteras, se observa una mayor participación en su composición de los productos a tasas variables y mixtas —aunque estos créditos todavía representan una fracción menor del saldo total de deuda para la vivienda—, coherente con los cambios en los requisitos de la banca señalados por la ECB extraordinaria reportada en el reciente IEF.

GRAFICO II.7 TASAS DE INTERÉS DE LAS COLOCACIONES (1) (2)
(índice 2003-2021=100)



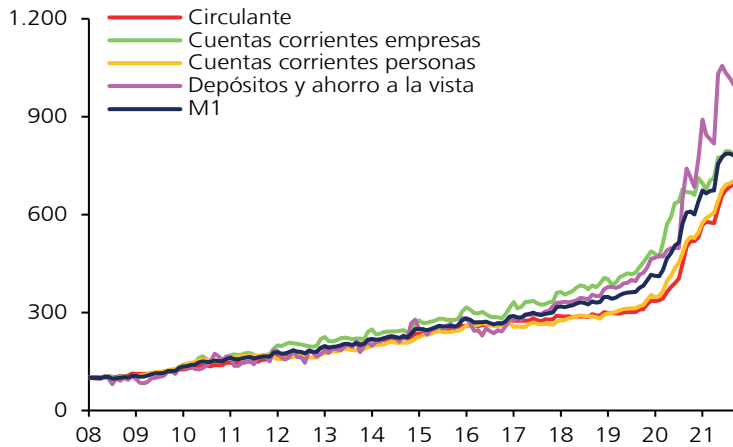
(1) Datos semanales, tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada período. Para vivienda corresponden a operaciones en UF. (2) Promedio móvil de cuatro semanas.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

En paralelo, la demanda de financiamiento sigue mostrando un bajo dinamismo, en un contexto en que los agentes conservan altos niveles de liquidez. Ello, reflejo de las diferentes medidas de apoyo implementadas durante la pandemia y del impacto en la caja de las empresas de la reapertura de la economía. Esta mayor disponibilidad de recursos continúa apuntalando el desempeño de los agregados monetarios más líquidos (gráfico II.8). Asimismo, como reitera el IPN, el endurecimiento de las condiciones de oferta podría estar incidiendo en las intenciones de endeudamiento en ciertos casos, lo mismo que la importante incertidumbre actual.



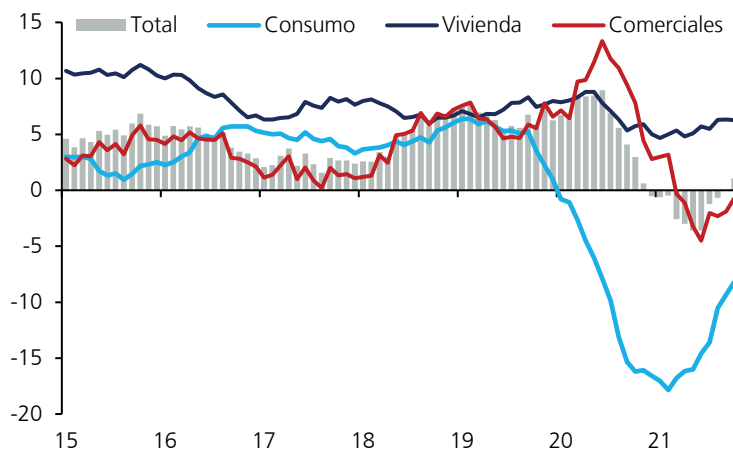
GRAFICO II.8 M1 Y SUS COMPONENTES (PROMEDIOS)
(índice enero 2008=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

La combinación de estos factores mantiene acotado el desempeño del crédito en su conjunto (gráfico II.9). Los flujos de colocaciones a hogares sostienen un comportamiento relativamente estable, aunque con una incipiente moderación en la cartera hipotecaria, en particular en los tramos de deuda inferiores a 5 mil UF. La de consumo continuó reduciendo sus tasas de contracción anual, en especial en el componente de tarjetas de crédito debido a una baja base de comparación. En la parte comercial, las operaciones Fogape-Reactiva siguieron desacelerándose. El resto de los créditos a empresas mostró cierta recuperación, pero permanece por debajo de los niveles del año pasado.

GRAFICO II.9 COLOCACIONES REALES (*)
(variación anual, porcentaje)



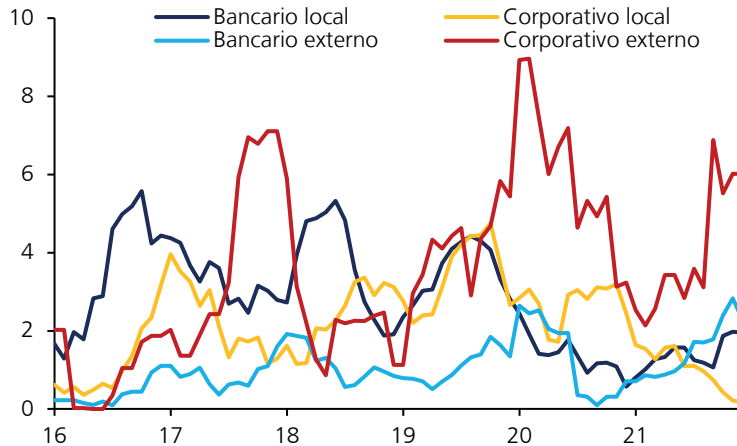
(*) Datos reales contruidos con el empalme del IPC base anual 2018, frecuencia mensual.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.



La morosidad continúa baja, aunque otros indicadores sugieren una visión más cauta respecto de los riesgos de cartera. Hogares y empresas han seguido cumpliendo con sus pagos y en ambos casos los niveles de endeudamiento han disminuido en los últimos trimestres, favorecido en parte por la señalada vigencia de una amplia liquidez de los distintos agentes. Sin embargo, el alza reciente de las provisiones, particularmente las adicionales, apunta a un deterioro en las perspectivas de impago en la banca, relacionado con la incertidumbre imperante y el cambio en las condiciones de financiamiento que pueda afectar la renovación de los compromisos, como indica el reciente IEF. El IPN destaca la preocupación de los entrevistados por la evolución de la mora de cara al 2022, ante un eventual deterioro del panorama económico.

En los últimos meses, se reactivaron con fuerza las colocaciones externas de bonos por parte de agentes locales, sobre todo del sector corporativo (gráfico II.10). Esto evidencia condiciones de financiamiento relativamente mejores en el exterior respecto de las internas, pero además se da en un contexto en que el poder de compra de inversionistas institucionales locales es limitado. En cuanto a las colocaciones en el mercado chileno, resalta un leve repunte de las emisiones bancarias a partir de octubre, que han sido absorbidas en especial por los fondos pensiones. Los *spreads* de los bonos colocados localmente persisten por debajo de los valores de inicios de la pandemia.

GRAFICO II.10 EMISIONES DE BONOS (*)
(acumulado en seis meses móviles, miles de millones de dólares)



(*) Para diciembre del 2021, considera datos hasta el día 7 del mes.
Fuentes: BCS, Bloomberg y RiskAmerica.



RIESGOS

A nivel interno, el principal riesgo sigue siendo que la evolución de las finanzas públicas no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo, llevando a mayores presiones de gasto y a un deterioro más significativo del mercado financiero local. Mantener una senda de consolidación fiscal contribuye a un desempeño favorable de las condiciones financieras. Acorde con la Ley de Presupuesto aprobada en el Congreso, se estima que el gasto fiscal caerá en torno a 19% nominal el 2022, con lo cual el déficit fiscal efectivo se reducirá hasta 2,8% del PIB (8,3% el 2021).

Asimismo, la mantención de los actuales niveles elevados de incertidumbre y su efecto en las tasas de interés de largo plazo podrían tener un impacto negativo en la capacidad de crecimiento de la economía chilena hacia adelante. Esto, principalmente, a través de un deterioro de la inversión, cuyas perspectivas ya fueron revisadas en el escenario base de este IPoM dando cuenta del efecto del empeoramiento de las condiciones financieras. Si bien una parte del alza de tasas responde a mejores perspectivas para la economía nacional, el grueso de la subida se explica por las dudas que rodean al escenario interno en varios frentes. Igualmente, es posible que en la medida que se despejen esas dudas, se vaya revirtiendo esta tendencia y sus consiguientes perjuicios en la actividad (Recuadro V.1).

En el plano externo, destaca el riesgo asociado con la posibilidad de un retiro apresurado de los estímulos monetarios en EE.UU. La mayor persistencia del fenómeno inflacionario en curso ha permitido consolidar un tono menos laxo de la política monetaria mundial. Ajustes más rápidos por parte de la Fed podrían desencadenar reversiones abruptas de las condiciones financieras, en especial para países emergentes. Los impactos negativos de este escenario podrían amplificarse por la debilidad que ha mostrado recientemente la economía china y los problemas financieros en algunas de sus grandes empresas ligadas al sector inmobiliario.



RECUADRO II.1:

Políticas de apoyo a las empresas durante la crisis del Covid-19

Las autoridades chilenas respondieron a la crisis del COVID-19 desplegando un abanico de políticas para mitigar sus impactos económicos. Este recuadro analiza los efectos de dos de esas políticas que fueron directamente orientadas a las empresas: el programa FOGAPE-COVID de garantías estatales para créditos a empresas, y la Ley de Protección del Empleo (LPE) que permitió a las empresas suspender temporalmente las relaciones con sus trabajadores^{1/}. Este análisis se efectúa sobre la base de microdatos anonimizados a nivel de empresas y complementa lo presentado en el [IPoM de septiembre del 2020](#) y el [IEF del segundo semestre del 2021](#), lo mismo que la evaluación de las políticas a través de los modelos del Banco Central presentada en el [IPoM de septiembre del 2021](#)^{2/}.

Política de crédito FOGAPE-COVID^{3/}

Las empresas accedieron masivamente al programa de créditos FOGAPE-COVID. Desde su inicio (mayo del 2020), hasta mayo de este año, cerca de 250.000 empresas habían obtenido un crédito, con una gran proporción de ellas que lo hizo durante los tres primeros meses de vigencia del programa (gráfico II.11). La mayoría fueron micro y pequeñas empresas, con los sectores de comercio e industria manufacturera liderando el acceso. En términos agregados y hasta mayo del 2021, los créditos entregados bajo el programa FOGAPE-COVID alcanzaron casi 6% del PIB del 2020.

Una consecuencia del amplio acceso a este programa fue el aumento del apalancamiento de las empresas. Los antecedentes muestran que, aunque la relación deuda-ventas se expandió sustancialmente, la distribución del crédito entre las empresas implicó que el riesgo macroeconómico y del sistema bancario en su conjunto no aumentara significativamente, pues la mayor parte del monto del programa se canalizó a empresas de menor riesgo^{4/}.

^{1/} El programa de crédito FOGAPE-COVID se complementó con el programa FCIC del Banco Central de Chile y con flexibilización regulatoria, lo que facilitó el acceso al crédito.

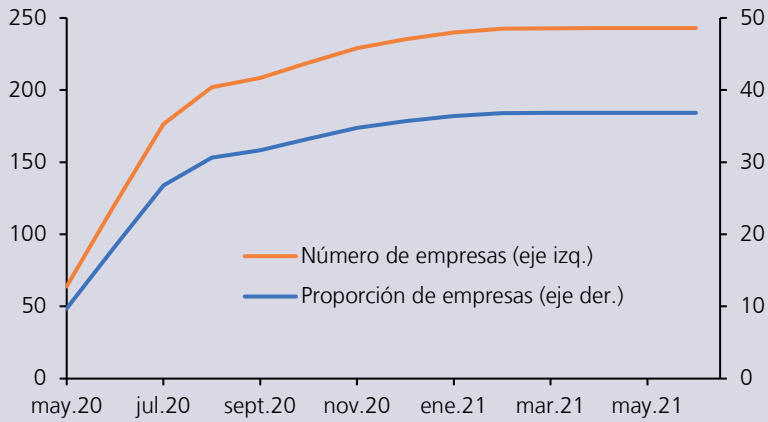
^{2/} Los resultados presentados acá resumen la evidencia obtenida por [Albagli et al. \(2021\)](#).

^{3/} El programa FOGAPE-COVID otorgó garantías estatales a créditos para empresas con ventas anuales de hasta 1.000.000 UF. Los préstamos oscilaban entre un máximo de 5.000 UF para empresas pequeñas y un máximo de 250.000 UF para empresas grandes. El programa garantizaba entre el 60 y el 85% del monto de cada préstamo, según el tamaño de la empresa. La tasa de los créditos con garantía FOGAPE-COVID era igual a la TPM más tres puntos porcentuales.

^{4/} Véase la separata Intermediación Financiera y Banca Central en Chile pronta a ser publicada, y el [IEF del segundo semestre del 2021 \(capítulo 2\)](#).

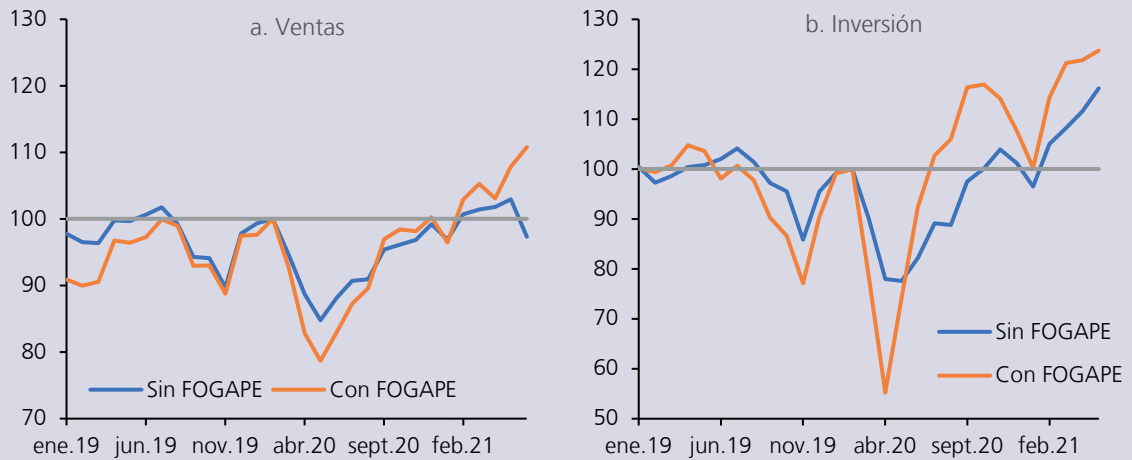


GRÁFICO II.11 ACCESO A CRÉDITOS FOGAPE-COVID (*)
(miles; porcentaje)



(*) El gráfico muestra el número y porcentaje acumulado de empresas que obtuvieron un crédito FOGAPE-COVID. El porcentaje se calcula respecto del número de empresas que en febrero del 2020 reportan ventas positivas.
Fuente: Albagli *et al.* (2021).

GRÁFICO II.12 DESEMPEÑO DE EMPRESAS CON ACCESO A CRÉDITOS FOGAPE-COVID (*)
(índice feb.20=100, series desestacionalizadas)



(*) Ventas e inversión totales de empresas que nunca accedieron a créditos FOGAPE-COVID y de empresas que accedieron a créditos FOGAPE-COVID en algún momento.
Fuente: Albagli *et al.* (2021).



Los datos muestran que las empresas que accedieron a créditos FOGAPE-COVID fueron aquellas cuyas ventas cayeron más con relación a aquellas que no accedieron (gráfico II.12). Además, se observa que sus ventas se recuperaron más rápidamente^{5/}. La inversión muestra un comportamiento cualitativamente similar, con las empresas que accedieron a créditos FOGAPE-COVID mostrando una caída y una recuperación más pronunciada que las que no accedieron a la política.

La evidencia también muestra que las empresas que accedieron al programa FOGAPE al comienzo del Covid tuvieron una menor probabilidad de dejar de reportar ventas en los meses siguientes, y una mayor probabilidad de volver a reportarlas si es que habían dejado de hacerlo después del inicio de la pandemia ([IPoM septiembre 2020](#) y actualizaciones en Albagli *et.al*, 2021). Esto es indicativo de la eficacia del programa para llegar a las empresas que enfrentaron mayores problemas y su capacidad para apoyarlas en su recuperación durante la reapertura de la economía. En buena medida, ello se debe al papel intermediador de los bancos, que emplearon el conocimiento de sus clientes para canalizar crédito^{6/}.

Ley de Protección del Empleo (LPE)^{7/}

A diciembre del 2020, alrededor de 120.000 empresas habían acogido al menos a un trabajador a la LPE. La mayoría de las empresas que accedieron a la LPE lo hicieron en los primeros tres meses de vigencia de la política (gráfico II.13). Al igual que con los créditos FOGAPE-COVID, las micro y pequeñas empresas fueron quienes la usaron en mayor número. Entre las empresas que accedieron, un promedio de entre 60 y 80% de la nómina estuvo acogido a la política en distintos momentos. En términos agregados, el número de relaciones laborales acogidas a la LPE es sustancial, acumulando más de 800 mil a diciembre del 2020, lo que representa alrededor de 15% de las relaciones laborales registradas en la base del Seguro de Cesantía, y alrededor de 10% del empleo total estimado por la Encuesta Nacional de Empleo del INE^{8/}.

^{5/} Esto también se documentó en el [IEF del segundo semestre del 2020](#) (recuadro II.1).

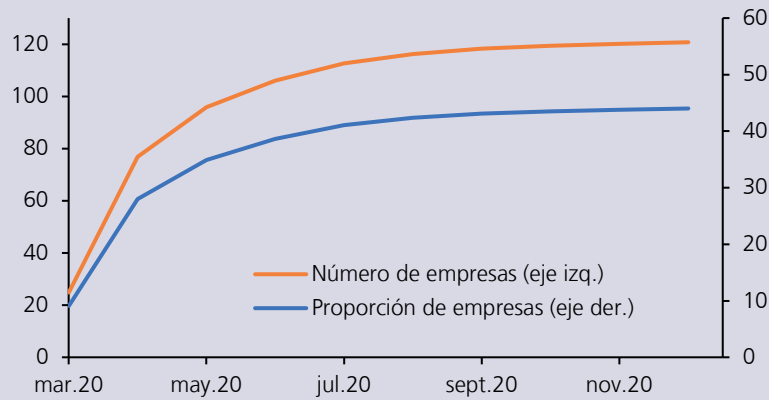
^{6/} La separata Intermediación Financiera y Banca Central en Chile (pronta a ser publicada) muestra que aspectos como la duración y concentración de las relaciones entre bancos y empresas fueron factores importantes en la asignación de créditos durante la crisis del Covid-19.

^{7/} La LPE permitió que los trabajadores cotizantes en el Seguro de Cesantía tuvieran acceso a los beneficios del Seguro sin necesidad de poner término a su contrato. Los requisitos específicos sobre el número de cotizaciones variaban según la modalidad del beneficio de la LPE, por ejemplo, si se trataba de una suspensión de contrato o de un pacto de reducción de jornada. Para acoger trabajadores a la LPE, las empresas estaban obligadas a seguir pagando sus cotizaciones previsionales y de salud.

^{8/} Las relaciones laborales acogidas a la LPE y el total de relaciones laborales en la base del Seguro de Cesantía excluyen trabajadores de servicio doméstico. El total de relaciones laborales en la base del Seguro de Cesantía en diciembre del 2020 era 5.114.887 personas. Para el trimestre móvil octubre-diciembre 2020, el INE reportó algo más de 8 millones de ocupados. Este total incluye trabajadores en servicio doméstico, por lo que la estimación de que las relaciones laborales acogidas a LPE en este análisis representa alrededor de 10% de los ocupados de la economía es una ligera subestimación.



GRÁFICO II.13 ACCESO A LEY DE PROTECCIÓN DEL EMPLEO (*)
(miles; porcentaje)



(*) Se muestra el número y porcentaje acumulado de empresas que acogieron trabajadores a la LPE. El porcentaje se calcula respecto al número de empresas que en febrero del 2020 reportaron ventas positivas y tenían al menos un trabajador.
Fuente: Albagli *et al.* (2021).

El gráfico II.14 ilustra el desempeño de las ventas y el empleo de las empresas que accedieron a la LPE. El panel (a) muestra que aquellas que se acogieron a la LPE habían experimentado una caída de ventas sustancialmente mayor que las que no lo hicieron. En el punto de mayor impacto de la crisis, la caída de las ventas de aquellas empresas que se acogieron a LPE fue tres veces más fuerte que la de las que no la usaron. El panel (b) muestra una diferencia mucho menor en el desempeño del empleo total en las empresas que accedieron a la política respecto de las que no lo hicieron, lo que sugiere que la LPE contribuyó de manera significativa a mitigar el impacto de la crisis sobre el empleo^{9/}.

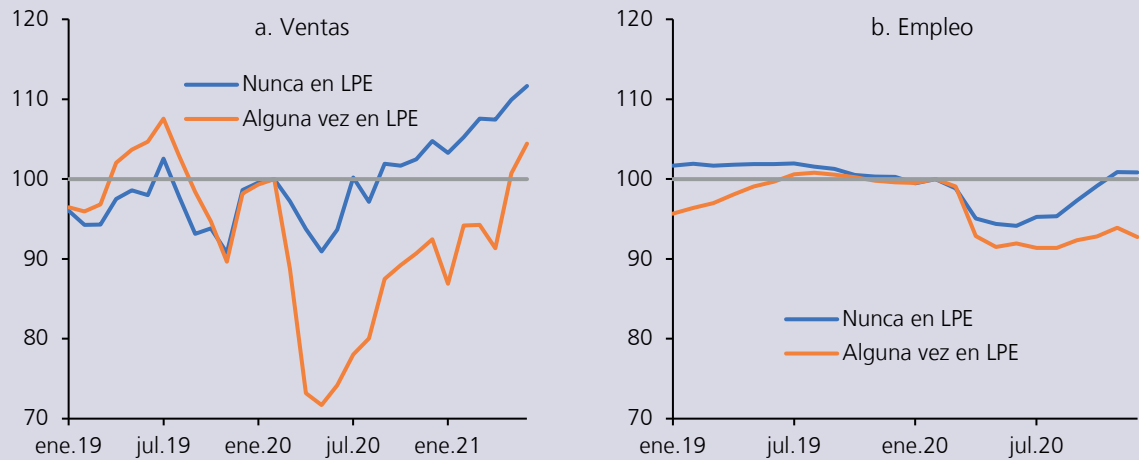
La evidencia también indica que, de las relaciones laborales que se acogieron a la LPE entre marzo y mayo del 2020, más del 75% seguían activas dentro de la empresa en diciembre de ese año, con más del 50% habiendo dejado la LPE, es decir, con los trabajadores reintegrados de nuevo a sus trabajos. Esta retención es similar a la que se observa en el mismo periodo de meses de un año normal, lo que refuerza la conclusión de que la LPE contribuyó a mitigar el impacto de la crisis^{10/}.

^{9/} Los trabajadores acogidos a LPE se consideran ocupados.

^{10/} Albagli *et al.* (2021) documentan que hubo complementariedad entre las políticas pues el 21% de las empresas accedió a ambas, mientras 54% accedió solo a FOGAPE-COVID y 25% accedió solo a la LPE. Véase también el [IEF del segundo semestre del 2021](#).



GRÁFICO II.14 DESEMPEÑO DE EMPRESAS CON ACCESO A LA LPE (*)
(índice feb.20=100, series desestacionalizadas)



(*) Ventas y empleo totales de empresas que nunca acogieron trabajadores a la LPE y de empresas que acogieron al menos un trabajador en algún momento.

Fuente: Albagli *et al.* (2021).

Por último, evaluaciones más formales del efecto de la LPE también encuentran que el acceso a la política en los primeros meses está asociado, todo lo demás constante, a una caída más baja del empleo en empresas (Albagli *et al.*, 2021)¹¹.

Conclusión

Al menos dos de las políticas desplegadas para responder a la crisis del Covid-19 se orientaron hacia las empresas: el programa de créditos FOGAPE-COVID y la Ley de Protección del Empleo. En base a microdatos anonimizados, este recuadro documenta que: (1) hubo un acceso generalizado a estos programas, con una participación importante de las micro y pequeñas empresas; (2) la evidencia disponible sugiere que ambas políticas contribuyeron a mitigar de forma considerable los efectos adversos de la crisis sobre la situación de las empresas y su capacidad de retener empleo.

¹¹/ Para evaluar el impacto de la LPE en el empleo de las empresas, Albagli *et al.* (2021) controlan por características de las empresas como tamaño, sector económico, edad, y comuna.

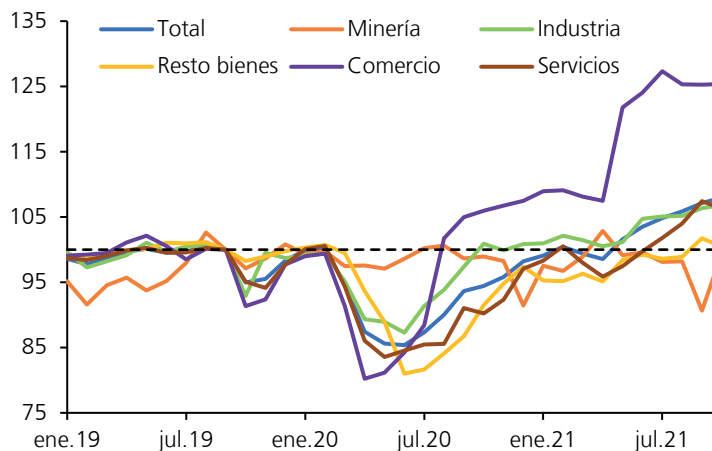


III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

La economía ha seguido mostrando un importante dinamismo, en particular en las líneas ligadas al consumo privado. A nivel de la demanda, esto se ha reflejado en una fuerte expansión del gasto en bienes transables, con un consumo durable que crece a tasas excepcionalmente elevadas e importaciones de maquinarias y equipos que también se mantienen dinámicas desde hace varios trimestres. A su vez, la reducción de las restricciones sanitarias ha contribuido a un alza importante del consumo de servicios y de bienes no durables. La inversión en construcción y otras obras muestra una recuperación en lo más reciente, asociada a la reactivación de varios proyectos, especialmente en el sector minero. En el mercado laboral, el aumento de la demanda por trabajo sigue estando limitado por una oferta que se mantiene débil, marcada por una tasa de participación que aún no se ha recuperado y un bajo número de postulaciones. Por otro lado, la sostenida incertidumbre, el alza de la inflación y el empeoramiento de las condiciones financieras ha deteriorado las expectativas de consumidores y empresas en los últimos meses, lo que, entre otros hechos, se refleja en el menor dinamismo que se proyecta para la inversión hacia el próximo año.

En el tercer trimestre, la economía continuó exhibiendo un significativo dinamismo, con un impulso que sigue siendo especialmente relevante en todas las líneas ligadas al consumo privado. Descontada la estacionalidad, en el tercer trimestre el PIB se expandió 4,9% respecto del trimestre anterior (1,6% en el segundo trimestre), registrando una variación anual de 17,2% en la serie original. La mayor velocidad de expansión de la actividad se ha dado en un contexto en que el avance en el manejo de la pandemia ha permitido un aumento significativo de la movilidad, la desaparición de las cuarentenas y el fin del toque de queda. De hecho, la reducción de las restricciones ha hecho posible que se retome un mayor dinamismo en la actividad de un conjunto importante de servicios, en particular los servicios personales de salud y actividades de esparcimiento. Al mismo tiempo, el comercio ha sostenido una fuerte expansión, con niveles de actividad —descontada la estacionalidad— que continúan superando en cerca de 25% sus valores de mediados del 2019 (gráfico III.1).

GRÁFICO III.1 IMACEC
(índice septiembre 2019 = 100, serie desestacionalizada)



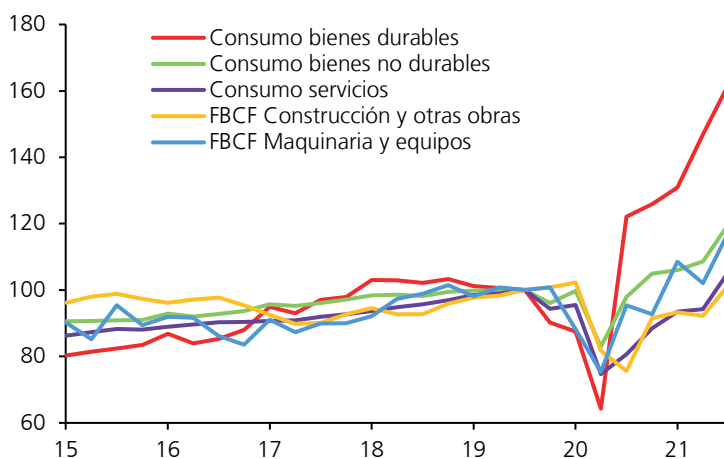
Fuente: Banco Central de Chile.



Los datos parciales del cuarto trimestre muestran un dinamismo algo más acotado, aunque con tasas de expansión anual que siguen siendo muy elevadas. En octubre, el Imacec tuvo un avance anual de 15%, y en términos desestacionalizados un crecimiento mensual de 0,8%, con una caída de 0,2% en el Imacec no minero. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre prevé un crecimiento anual de 12,1% para noviembre del 2021.

A nivel de demanda interna, el gasto relacionado con el consumo privado continúa exhibiendo niveles especialmente elevados, muy por sobre sus promedios históricos. Resalta el comportamiento del consumo de bienes durables, que ya acumula varios trimestres de expansión a tasas muy significativas, alcanzando un nivel —ajustado por estacionalidad— que supera en más de 60% el registrado hace dos años (gráfico III.2). El consumo de bienes no durables y de servicios tuvo un alza importante en el tercer trimestre, favorecido por la mayor movilidad y los ajustes en el plan Paso a Paso. Los datos más recientes reflejan la persistencia del dinamismo del consumo privado, apreciándose, entre otros, altas tasas de expansión anual del Índice de Actividad del Comercio al por Menor —22,7% en octubre— y de las ventas de automóviles nuevos —32,2% en noviembre (ANAC). Además, los datos de boleta electrónica dan cuenta de que el comercio minorista siguió con un fuerte dinamismo en noviembre.

GRÁFICO III.2 DEMANDA INTERNA
(índice tercer trimestre 2019 = 100, serie desestacionalizada)



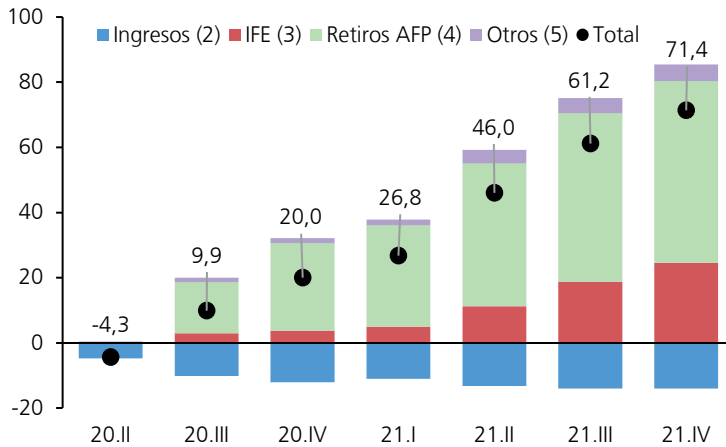
Fuente: Banco Central de Chile.

La abundante liquidez que poseen los hogares sigue siendo el principal factor detrás del comportamiento del consumo. La suma de las distintas fuentes de liquidez de los hogares —incluidos sus ingresos habituales más los recursos entregados por el Estado y los retiros de fondos de pensiones, arroja una acumulación de recursos cercana a 71 mil millones de dólares entre 2020 y 2021, equivalentes al 28% del PIB del año pasado (gráfico III.3). Coherentemente, a finales de noviembre de este año, los saldos en las cuentas corrientes y vista de las personas se habían duplicado respecto de sus niveles de enero del 2020, creciendo cerca de 19 mil millones de dólares (gráfico II.8, Capítulo II). La Encuesta de Ocupación y Desocupación (EOD) en el Gran Santiago muestra que alrededor de dos tercios de quienes reciben el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) y un tercio de quienes han retirado parte de sus ahorros previsionales dedican estos recursos mayoritariamente a gastos de consumo (gráfico III.4). Además, estas proporciones crecen para los quintiles de más bajos ingresos. De todas formas, el mismo estudio refleja que una parte relevante de los impulsos es utilizada como ahorro o para la disminución de deudas. De hecho, desde comienzos del año pasado hasta octubre del presente los saldos de las cuentas de ahorro voluntario de las AFP y las de ahorro a plazo también se duplicaron, con un incremento aproximado de



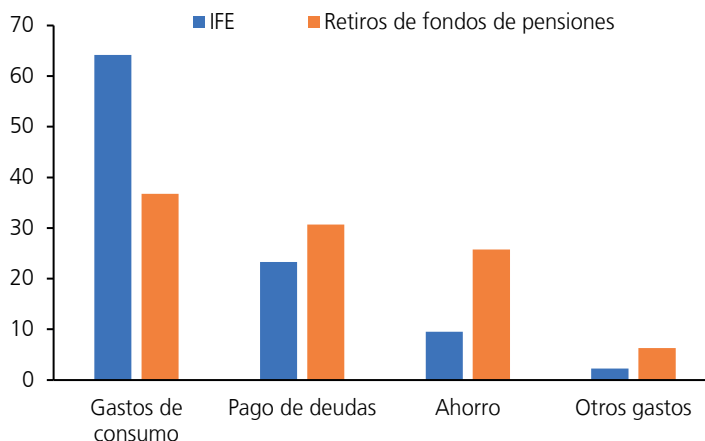
10 mil millones de dólares. Asimismo, según información de la CMF, Suseso y la Superintendencia de Pensiones, entre el primer trimestre del 2020 y el segundo trimestre de este año la deuda no hipotecaria de los hogares había disminuido en más de 6 mil millones de dólares.

GRÁFICO III.3 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: Ministerio de Hacienda, Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.4 DESTINO PRINCIPAL DEL IFE Y DE LOS RETIROS DE FONDOS PREVISIONALES (1) (2)
(porcentaje del total de beneficiarios)



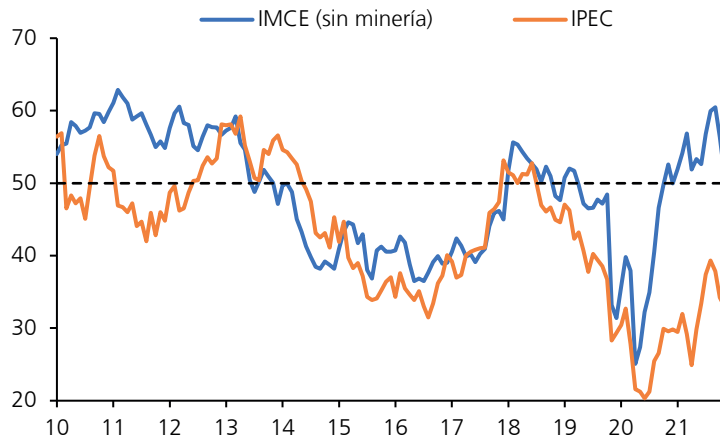
(1) Respuestas a las preguntas: “¿En qué ha destinado o piensa destinar mayoritariamente el dinero del IFE?” y “¿En qué ha destinado o piensa destinar mayoritariamente el dinero del retiro del 10%?” (2) Otros gastos incluye: inversiones, gastos en insumos para desarrollar emprendimientos, transferencia a familiares, pago de arriendos o dividendos, gastos en educación, entre otros.

Fuente: Encuesta de Ocupación y Desocupación en el Gran Santiago, Universidad de Chile.



Todo lo anterior está ocurriendo en medio de un ambiente de mayor pesimismo por parte de los consumidores. Así, entre septiembre y noviembre, todos los indicadores del Índice de Confianza del Consumidor (IPEC) se deterioraron, en especial, los relacionados con la situación económica futura del país y con la inflación (gráfico III.5).

GRÁFICO III.5 CONFIANZA DE EMPRESAS Y CONSUMIDORES (*)
(índice de difusión)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: UAI/CARE y Gfk/Adimark.

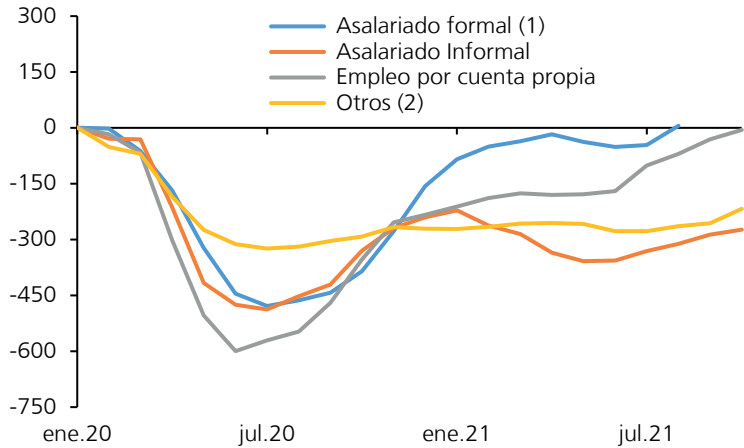
El comportamiento del consumo se ha dado en un contexto en que se han continuado recuperando los empleos perdidos durante la pandemia, con una demanda de trabajo por parte de las empresas que muestra un dinamismo importante. Por un lado, los datos de avisos laborales de internet siguen situándose por sobre sus promedios históricos y las empresas mantienen expectativas de aumento de contrataciones para los próximos tres meses (IMCE). Es así como las distintas fuentes de información dan cuenta de que el empleo asalariado formal sigue aumentando. También, las categorías de asalariado informal y de cuenta propia han continuado mejorando. Destaca este último, que en el trimestre móvil terminado en octubre ya había vuelto a su nivel de comienzos del 2020 (gráfico III.6). En todo caso, según los datos del INE, la recuperación del empleo sigue siendo heterogénea entre sectores. Así, mientras la construcción ha superado la cantidad de puestos de trabajo previo a la pandemia, el comercio —a pesar de su dinamismo— está algo más rezagado, al igual que otros sectores.

De cualquier modo, la débil oferta de trabajo por parte de las personas está conteniendo la recuperación del empleo, en un contexto de alta demanda laboral. Datos del observatorio laboral del Sence reflejan un incremento sostenido en el número de vacantes disponibles desde abril de este año, a la vez que las postulaciones no han dado señales claras de recuperación (gráfico III.7). Los entrevistados del [Informe de Percepciones de Negocios](#) (IPN) de noviembre dieron cuenta de que este fenómeno está ocurriendo en una amplia gama de sectores —comercio, industria, agricultura, minería y servicios, entre otros—, sobre todo en oficios de menor calificación. En este contexto, según los datos del INE, a pesar de cierta recuperación en los últimos meses, la inactividad sigue alta (alrededor de un millón de personas más que en enero del 2020) y la disposición a trabajar más horas está en mínimos históricos. De todas formas, la tasa de participación laboral ha acortado la distancia respecto de su nivel previo a la pandemia, sobre todo en el grupo de hombres entre 25 y 54 años. Sin embargo, las mujeres y los otros grupos etarios están más rezagados (gráfico III.8). Con todo, es importante notar que este fenómeno de baja oferta laboral también se observa en varias otras economías (Capítulo I).



GRÁFICO III.6 EMPLEO POR CATEGORÍAS OCUPACIONALES

(diferencia en miles de personas respecto de enero del 2020, serie desestacionalizada)



(1) Estimado en base a datos de AFP. (2) Corresponde a la suma de servicio doméstico, empleadores y familiar no remunerado. Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

GRÁFICO III.7 AVISOS LABORALES Y POSTULACIONES EN INTERNET (*)

(índice 3/3/20 = 100, prom. móvil 15 días)

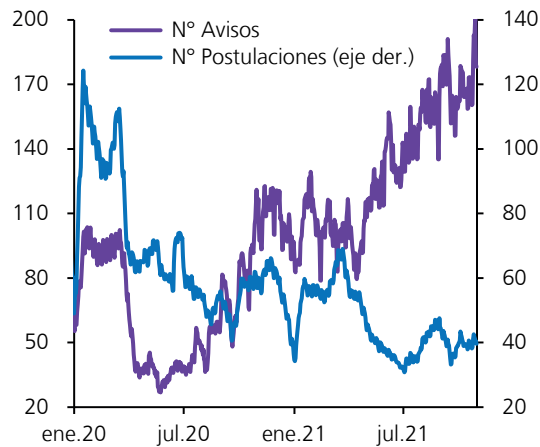
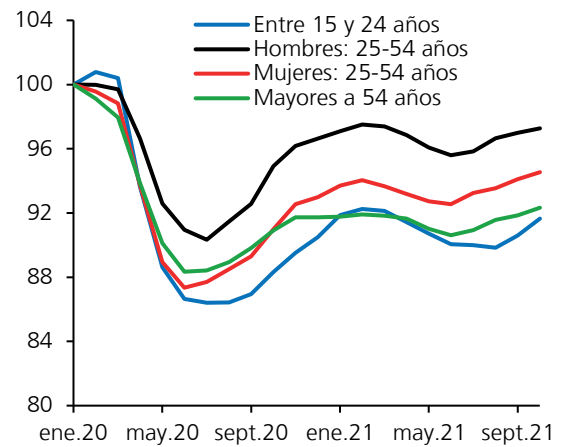


GRÁFICO III.8 TASA DE PARTICIPACIÓN POR GRUPO

(índice enero 2020 = 100)



(*) Información del Sistema de Análisis de Bolsas de Empleo, Observatorio Laboral Sence. Los índices fueron construidos en base a información de trabajando.com y laborum.cl con cobertura nacional. El número de avisos corresponde a la cantidad de avisos publicados por empresas, y el número de postulaciones al total de postulaciones realizadas. Último dato disponible al 31 de octubre.

Fuente: Sistema de Análisis de Bolsas de Empleo, Observatorio Laboral Sence e Instituto Nacional de Estadísticas.

El descalce entre la oferta y la demanda laboral está presionando los salarios al alza. Los datos del INE indican que en octubre las variaciones anuales del costo de la mano de obra (CMO) y del índice de remuneraciones (IR), en términos nominales, fueron de 6,0 y 5,9%, respectivamente, en torno a sus máximos de los últimos cinco años. Los datos de la Administradora de Seguros de Cesantía (AFC) refrendan estas tendencias y muestran



además que, entre mayo y agosto, parte relevante del aumento de los salarios sucedió en los dos quintiles más bajos. Asimismo, en el [IPN de noviembre](#), las empresas reportan alzas de los salarios y mayores incrementos en lo venidero, lo que también se recoge en el IMCE.

En cuanto a la inversión, en el tercer trimestre siguió recuperándose, con un dinamismo importante en todas sus líneas (gráfico III.2). En la construcción y otras obras jugó un rol clave la reactivación de proyectos de edificación y de obras de ingeniería relacionadas con la minería. De hecho, las ventas de materiales de construcción (INE) hasta octubre seguían fuertes y bastante por sobre su evolución histórica. Además, según el catastro de la CBC del tercer trimestre, la inversión total del 2021 está entre las más altas de los últimos cinco años. El componente de maquinaria y equipos siguió mostrando un importante dinamismo, apoyado por la inversión en maquinarias de uso industrial y vehículos de carga. Coherentemente, las importaciones de capital han continuado subiendo y en octubre se ubicaron en los niveles más altos en casi diez años.

Sin embargo, las perspectivas para la inversión del próximo año se han debilitado, en lo que juega un rol primordial la elevada incertidumbre y el consecuente deterioro de las condiciones financieras, en particular el aumento de las tasas de interés de largo plazo. La incertidumbre continúa en niveles elevados, lo que se manifiesta en diversos indicadores, incluyendo el indicador de incertidumbre política y económica local (Depuc) y el retroceso de las expectativas de la situación global del país en el IMCE. El persistentemente elevado nivel de incertidumbre ha conllevado un deterioro de las condiciones financieras (Capítulo II y Recuadro V.1), incluyendo la significativa depreciación del peso, los magros rendimientos bursátiles respecto de otros países, y la fuerte alza de las tasas de interés de largo plazo. Sumados a las acotadas perspectivas de expansión de la economía local para el próximo bienio, estos antecedentes anticipan un desempeño menos dinámico de la inversión, reflejado en una contracción de la FBCF para el 2022 y nulo crecimiento el 2023 de acuerdo con el escenario central de este informe (Capítulo V). De hecho, según el catastro de la CBC, dada la poca entrada total de iniciativas en lo que va del año, la inversión en grandes proyectos durante el 2022 sería 17% menor que lo invertido en el 2021. En línea con esto, el [IPN de noviembre](#) informa que más de dos tercios de los encuestados creen que su empresa no realizará inversiones durante el 2022 —en enero era menos de la mitad—, y dan como principal razón la elevada incertidumbre político-económica (gráfico III.9), mientras la confianza empresarial en la construcción dio un significativo giro pesimista en noviembre.

GRÁFICO III.9 ¿POR QUÉ RAZÓN(ES) CREE QUE SU EMPRESA NO REALIZARÁ INVERSIONES DURANTE EL 2022? (porcentaje)



Fuente: Encuesta de Percepciones de Negocios, noviembre 2021.



El gasto público ha seguido creciendo, en un contexto de importantes impulsos fiscales. El [Informe de Finanzas Públicas](#) (IFP) del tercer trimestre prevé un incremento de 32,1% real anual en el gasto fiscal para el 2021, cifra por sobre el 27,3% estimado el trimestre anterior por la Dipres. Con esto, el déficit efectivo para este año se acercaría a 8,3% (proyectado en 7,1% en el IFP del segundo trimestre). No obstante, el presupuesto aprobado en noviembre da cuenta de una contracción significativa del gasto fiscal hacia 2022, cercana a 19% en términos nominales.

El significativo aumento de la demanda de bienes importados ha redundado en un rápido deterioro del saldo de la cuenta corriente. En el tercer trimestre, el valor de las importaciones de bienes tuvo un incremento anual de 67,2%, incidido por la fuerte expansión de los ítems de bienes de consumo e intermedios (81,1 y 73,9% anual, respectivamente). Además, resalta la recuperación de la importación de servicios (60,2% anual), por servicios de flete marítimo, empresariales y de mayor turismo en el exterior. Estos aumentos superaron ampliamente el incremento del valor de las exportaciones, con lo que el saldo acumulado de la cuenta corriente presentó un déficit de 3,5% del PIB en el último año móvil (1,1% en el trimestre anterior). Esto es reflejo inequívoco del exceso de demanda interna. De este modo, el fuerte incremento del ingreso nacional en el 2021 —gracias a la recuperación cíclica y al incremento del precio del cobre— se ha visto más que compensado por el comportamiento del consumo privado y público, deprimiendo el ahorro nacional.



IV. PRECIOS Y COSTOS

La inflación ha continuado aumentando, llegando a 6,7% en noviembre. Si bien parte importante de ese incremento provino de los precios volátiles (10,5% anual a noviembre), la inflación anual de los precios subyacentes también ha mostrado una subida relevante (4,7% en noviembre) que la acerca a sus máximos de los últimos seis años. La principal causa de la mayor alza de los precios han sido factores de índole local. Por un lado, el fuerte dinamismo de la actividad y la demanda interna, en particular del consumo privado, que llevó a que la brecha de actividad se volviera positiva en el tercer trimestre. Por otro lado, una significativa depreciación del peso que ha respondido a factores eminentemente locales. Todo esto ha ocurrido en medio de una oferta mundial que no ha logrado reponerse completamente de los efectos de la pandemia y en un contexto en que los costos han seguido subiendo. La suma de todos estos elementos, más el impacto de los procesos de indexación habituales, hará que la inflación permanezca en torno a 7,0% durante varios meses. De hecho, junto con el aumento de la inflación se ha observado un alza relevante de las expectativas privadas. En efecto, en el escenario central su convergencia hacia la meta de 3% comenzará solo a partir del segundo semestre del próximo año. En este proceso será fundamental la reducción de las presiones inflacionarias una vez que la actividad vuelva a crecer a tasas cercanas a su capacidad potencial. El ajuste de las políticas macroeconómicas será clave en este resultado. El escenario central supone que la política fiscal se ejecutará de acuerdo con el presupuesto aprobado para el 2022 y que la tasa de política monetaria se mantendrá por sobre su nivel neutral durante varios trimestres.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN Y DE LOS COSTOS

La inflación anual del IPC siguió aumentando en los últimos meses, hasta alcanzar 6,7% en noviembre de este año (3% en diciembre del 2020), de la mano de alzas en la mayoría de sus componentes. El IPC subyacente —que excluye los precios volátiles—, elevó su tasa de variación anual hasta 4,7% en noviembre y se ubica en su mayor nivel en seis años, destacando el incremento de los precios de bienes y servicios. El IPC volátil dio cuenta de aumentos generalizados, en particular de los combustibles, alimentos y dos ítems que tuvieron alzas atípicas: paquete turístico y pasaje aéreo. Con esto, la variación anual de esta parte del IPC llegó a 10,5% en noviembre (gráfico IV.1).

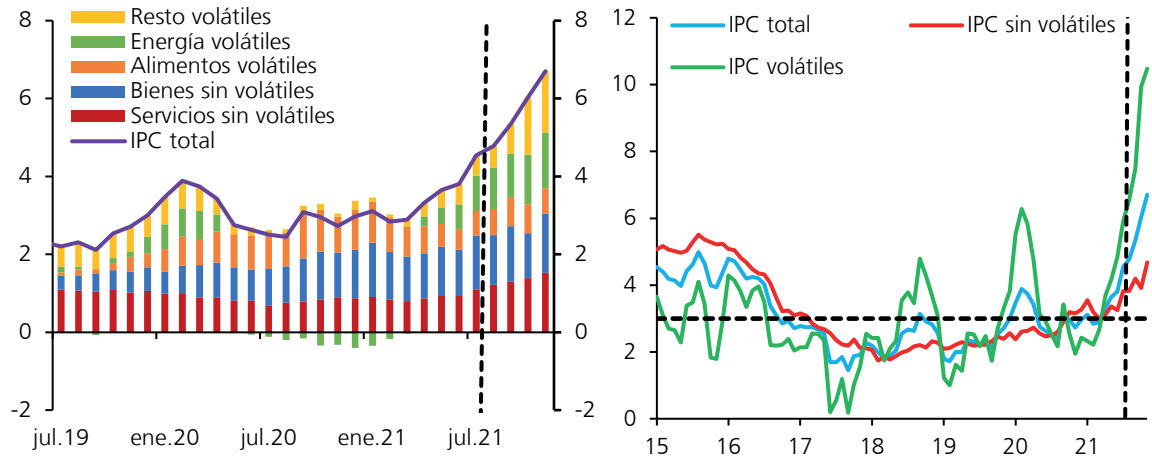
Chile destaca como uno de los países donde la inflación ha mostrado un alza más significativa durante este año, lo que coincide con que es una de las economías con mayor aumento del consumo privado (Recuadro IV.1). En el tercer trimestre, la actividad tuvo un incremento trimestral anualizado —descontada la estacionalidad— del orden de 20%, lo que llevó a que la brecha de actividad no solo se cerrara, sino que la economía esté operando muy por sobre su capacidad de corto plazo. El dinamismo del gasto, especialmente del consumo privado, ha ocurrido en un contexto en que la economía acumula niveles sustanciales de liquidez y en que el avance en el manejo de la pandemia ha dado lugar a un aumento significativo de la movilidad, la desaparición de las cuarentenas y el fin del toque de queda.

La reducción de las restricciones en conjunto con la abundante liquidez de los hogares ha dinamizado la actividad de un conjunto importante de servicios, que al mismo tiempo han tenido alzas significativas de sus precios. Resalta el aumento de los precios de los servicios sin volátiles, categoría que subió de forma generalizada y donde se incluyen los precios ligados a restaurantes y hoteles, servicios de reparación de automóviles y de vivienda, y pago de honorarios, entre otros^{1/}. Cabe señalar que varios precios y tarifas administradas no han sufrido incrementos acordes con sus reglas de reajustabilidad habituales desde hace varios trimestres. De hecho, al excluir estos ítems de la inflación de servicios sin volátiles, su tasa de variación anual es bastante mayor (gráfico IV.2).

^{1/}El avance del proceso de vacunación y la mejor situación sanitaria ha permitido a los servicios sostener una mayor continuidad operacional, llevando a reducir la imputación de precios según [lo comunicado por el INE](#).



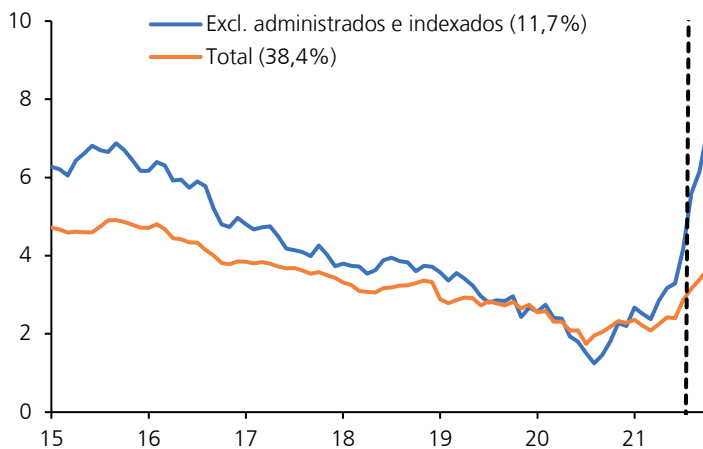
GRÁFICO IV.1 INDICADORES DE INFLACIÓN (1) (2)
(incidencias en la var. anual, puntos porcentuales)



(1) Línea vertical segmentada 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.

GRÁFICO IV.2 IPC DE SERVICIOS SIN VOLÁTILES (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2021. Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.

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



Otro elemento importante en el comportamiento de la inflación, y que también tiene un origen local, es el traspaso a precios de una significativa depreciación del peso, que ha respondido a factores idiosincráticos. Desde hace varios trimestres, la elevada incertidumbre y la mayor percepción de riesgo en torno a la economía chilena han reducido el apetito por activos locales, llevando a una depreciación significativa del peso, a pesar del alto precio del cobre y del mayor diferencial de tasas. Así, la paridad peso/dólar acumula un aumento de casi 18% durante el año, donde gran parte responde a factores locales. Se añade que el traspaso a precios finales de una depreciación de carácter idiosincrático es mayor al de una depreciación promedio^{2/} (gráfico II.4).

En este contexto, la inflación anual de los bienes subyacentes ha mostrado un alza constante por varios trimestres. Destaca el aumento de los precios de algunos bienes importados como automóviles y parte del equipamiento para vivienda (gráfico IV.3), en medio de la prolongación de las dificultades de producción y transporte a nivel global y una percepción sobre la demanda actual que sigue siendo elevada. De hecho, los niveles de existencias siguen calificándose como insuficientes (IMCE), pese al crecimiento de 71,4% anual que acumularon las importaciones de bienes de consumo a noviembre. En todo caso, existen diferencias entre los distintos ítems que componen la canasta de bienes, ya que algunos de ellos han mostrado una dinámica algo más estable.

Las presiones de costos que enfrentan las empresas han aumentado y se han vuelto más generalizadas. A nivel internacional, los problemas logísticos y los elevados costos de transporte han persistido, especialmente de los fletes marítimos desde China. Se suma el incremento del precio de las materias primas. Información cualitativa publicada por otros bancos centrales da cuenta de mayores presiones de costos provocadas por las restricciones de transporte y de mano de obra, así como por la escasez de materias primas^{3/}. En el ámbito local, los salarios nominales (ICMO e IR, publicados por el INE) continuaron creciendo en torno a 6% anual, cerca de los máximos de los últimos cinco años, en medio del alza de los índices de [Costos de Transporte](#) y de [Precios al Productor de Industrias](#) (INE). El [Informe de Percepciones de Negocios](#) (IPN) también muestra la persistente presión sobre los costos que han enfrentado las empresas durante este año (gráfico IV.4a).

El fuerte aumento de la demanda ha exacerbado los cuellos de botella en las cadenas de suministro de insumos y productos a nivel mundial y local. Los tiempos de espera (PMI) persisten en niveles históricamente elevados (gráfico I.3). La información cualitativa incluida en el IPN da cuenta de que las empresas incluso esperan una menor disponibilidad de materias primas, insumos o existencias en lo venidero. Además, la persistencia de los cuellos de botella ha ido aumentando la incertidumbre respecto del momento en que se normalizarán estas situaciones (gráfico IV.4).

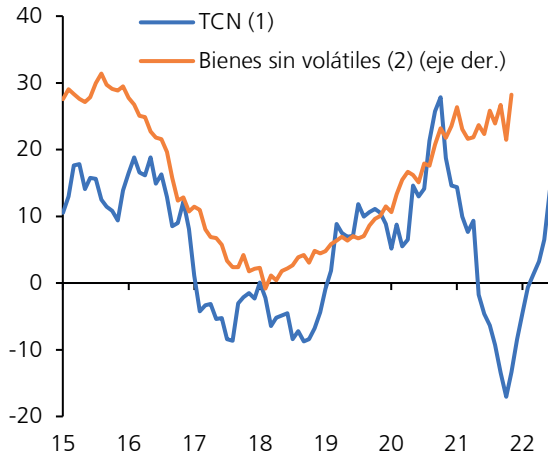
^{2/} En el [Recuadro IV.1 del IPoM de marzo del 2018](#) se estimó que el coeficiente de traspaso promedio del tipo de cambio nominal a la inflación se encuentra entre 0,1 y 0,2 después de un año. Además, se estimó que un aumento de 10% del tipo de cambio nominal se asocia, un año después, a un incremento de la inflación de 0,5% cuando es originado por un *shock* multilateral de precios internacionales, y de 2,6% cuando responde a un *shock* idiosincrático a la paridad de tasas.

^{3/} Ver [Agents' Summary of Business Conditions](#) del Banco de Inglaterra, [The Beige Book](#) de la Reserva Federal de Estados Unidos, [Regional Network Report](#) del Banco de Noruega y [Business Leaders Survey](#) de la Reserva Federal de Nueva York.

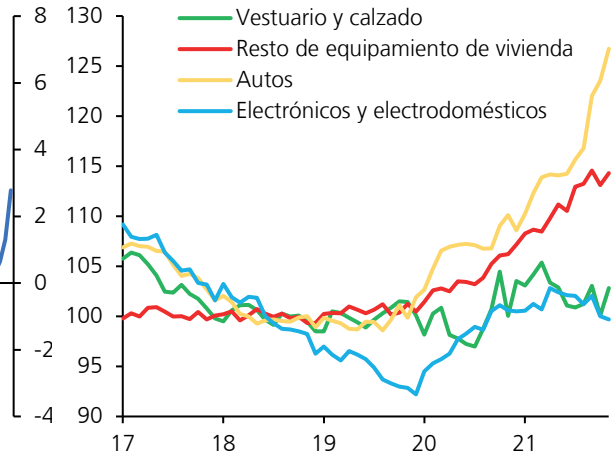


GRÁFICO IV.3

a) IPC bienes subyacentes y tipo de cambio nominal (variación anual, porcentaje)



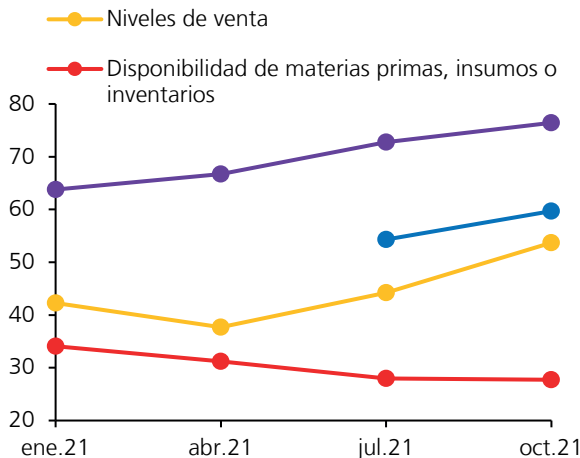
b) Bienes afectados por alta demanda (3) (índice 2018=100)



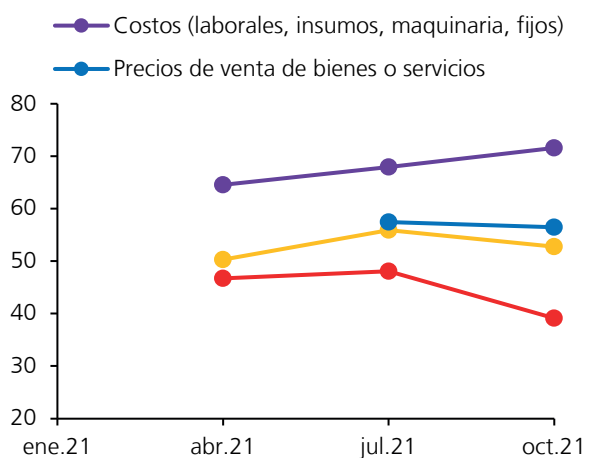
(1) Rezagado seis meses. Para diciembre de 2021, considera información hasta el cierre estadístico. (2) Representan el 26,7% de la canasta del IPC. (3) Muestra la evolución de los índices de precios del IPC de las agrupaciones de bienes seleccionadas. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.4 IPN: EVOLUCIÓN DE FACTORES DE LA EMPRESA (*)

a) Últimos tres meses (índice de difusión)



b) Próximos tres meses (índice de difusión)



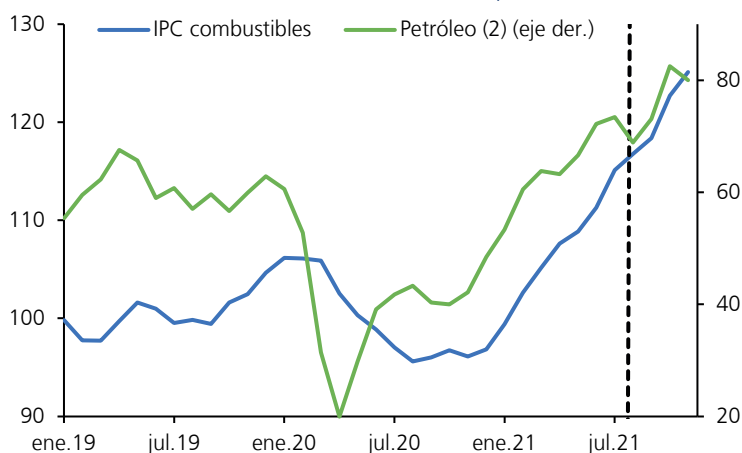
(*) Valores sobre (bajo) 50 representan una mayor proporción de respuestas de aumento (disminución). Incorpora ponderación por tamaño de empresas. Fuente: Informe de Percepciones de Negocios.



El aumento del precio de los combustibles también ha impulsado la inflación (gráfico IV.5). El IPC de los combustibles ha subido 8,7% respecto del cierre estadístico de septiembre, acumulando un alza de 29,2% durante el año. Con esto, más la depreciación del peso, la variación anual del IPC de energía superó el 20% en noviembre.

Los precios de los alimentos también han aumentado, en medio de índices internacionales que sostienen tasas de crecimiento anual elevadas y no vistas desde 2011. La variación anual del IPC de alimentos volátiles alcanzó a 6,0% en noviembre, destacando el incremento en carnes, cecinas y tomates en los últimos meses (gráfico IV.6). Asimismo, en noviembre, el [Índice de Precios de los Alimentos](#) (FAO) se expandió 27,3% anual (28,7% en promedio durante el 2021). En los últimos meses esto ha respondido principalmente al aumento en los valores de los aceites vegetales, los cereales y los productos lácteos. En esto ha incidido la menor disponibilidad en los mercados internacionales y la fuerte demanda mundial.

GRÁFICO IV.5 IPC DE COMBUSTIBLES Y PRECIO DEL PETRÓLEO (1)
(índice, base 2018=100; dólares por barril)

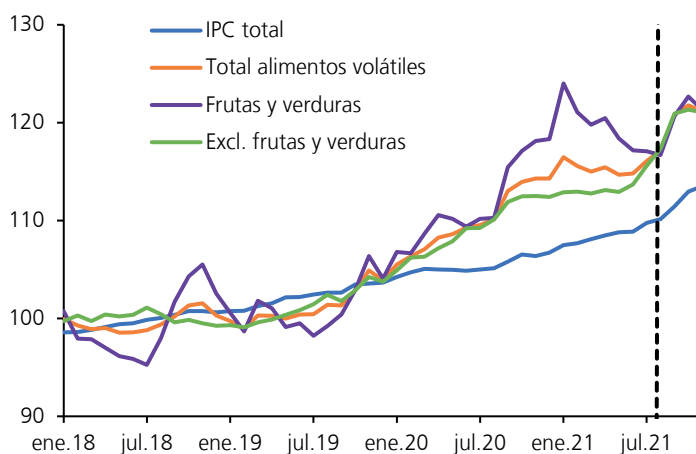


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2021.

(2) Precio promedio entre el barril de petróleo Brent y WTI.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Bloomberg.

GRÁFICO IV.6 IPC DE ALIMENTOS VOLÁTILES (*)
(índice, base 2018=100)



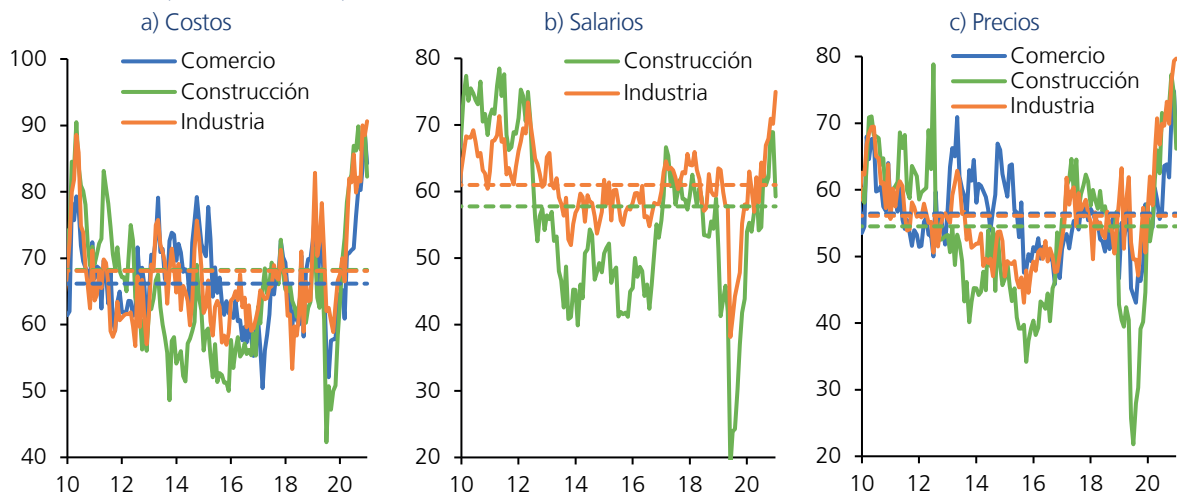
(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2021.

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



El traspaso de los mayores costos a precios se ha vuelto más frecuente a nivel externo e interno, exacerbado por las mencionadas dificultades de suministros y la fortaleza de la demanda. Según las distintas fuentes de información a nivel internacional, esto ha seguido traducándose en incrementos de los precios de bienes importados y de la inflación durante el último año, lo que podría prolongarse por algún tiempo más^{3/4/}. Lo mismo sucede localmente. El índice de precios de importaciones de bienes de consumo aumentó 11,2% anual en el tercer trimestre (8,2% anual en el trimestre previo). Gran parte de las empresas consultadas en el IPN de noviembre indicó que mantuvo o subió sus precios en los últimos meses, ajustes que en su mayoría no correspondían a los movimientos habituales para esa época del año. Además, casi la totalidad de las empresas señaló que subiría o mantendría sus precios de venta, lo que tampoco correspondía a un ajuste habitual para esa época del año (gráfico IV.4b). Las expectativas de costos, salarios y precios (IMCE) continuaron incrementándose en comercio e industria, aunque todos los sectores permanecen por sobre sus promedios históricos (gráfico IV.7). Las perspectivas de inflación a doce meses de los consumidores (IPEC) y de las firmas (IMCE) se ubican en torno a sus mayores niveles desde el 2008.

GRÁFICO IV.7 IMCE: EXPECTATIVAS DE COSTOS, SALARIOS Y PRECIOS (1) (2) (3)
(índice de difusión)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción).

(2) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta noviembre del 2021 para cada serie.

(3) Las expectativas son a seis (tres) meses plazo para salarios (costos y precios).

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

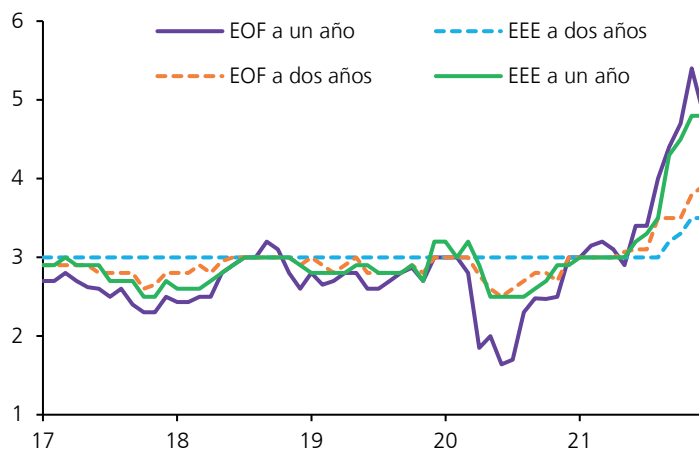
Las perspectivas inflacionarias a corto plazo se corrigen nuevamente al alza en este IPoM, en respuesta a registros inflacionarios superiores a lo previsto en los últimos meses y al comportamiento de algunos precios y factores de costos, como el tipo de cambio. Estos elementos se incorporan en la proyección de corto plazo, a lo que se agrega una mayor proyección para el tipo de cambio y de precios de combustibles respecto del último IPoM. En el caso de paquete turístico y transporte aéreo se asume que a partir de enero del 2022 comenzarán a devolver paulatinamente la sorpresa positiva que acumularon. Ello lleva a que la inflación culmine este año en torno a 6,9% anual (+1,2pp respecto de lo proyectado en septiembre), nivel en torno al que persistirá por algún tiempo más, donde incidirán también los mecanismos de indexación habituales que se aplican los primeros meses de cada año.

^{4/} Ver [Box.1: The impact of commodity prices and shipping costs on inflation](#) (OCDE Economic Outlook, Interim Report September 2021) y [Bottlenecks: causes and macroeconomic implications](#) (BPI - Bulletin N° 48).



El mercado ha vuelto a subir significativamente sus expectativas, apuntando a que la inflación anual del IPC culminará este año en valores cercanos a 7%. A uno y dos años plazo las perspectivas también han aumentado, y si bien prevén una moderación hacia el 2023, a dos años plazo permanecen por sobre 3%. De hecho, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de diciembre y los seguros de inflación la ubican entre 4,8 y 4,9% a doce meses (entre 3,5 y 4,4% en el IPoM anterior). A dos años plazo, las compensaciones inflacionarias y las encuestas —EEE y EOF— subieron hasta cifras entre 3,5 y 4,2% (entre 3,0 y 3,6% en el IPoM anterior) (gráfico IV.8), para llegar a valores en torno a 3% en 35 meses según la EEE.

GRÁFICO IV.8 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 2021. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible. En el caso de la EEE, considera la encuesta publicada en diciembre de 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.



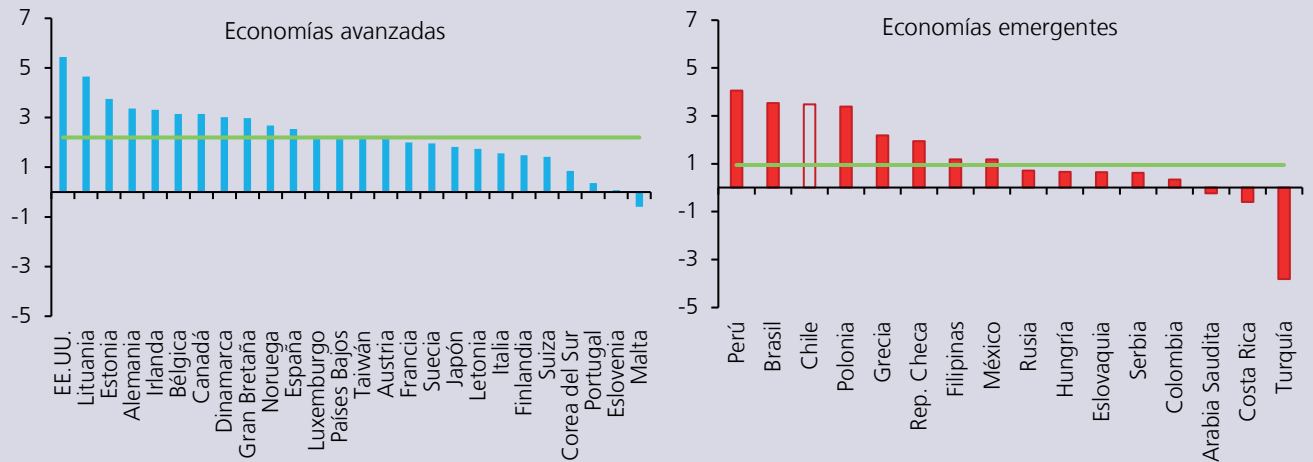
RECUADRO IV.1:

Relevancia de los factores globales y locales en la evolución reciente de la inflación

En los últimos meses, la inflación se ha acelerado en la mayoría de las economías, ubicándose en muchas de ellas por sobre los niveles máximos del período posterior a la crisis financiera global de 2008-2009. Este fenómeno se explica tanto por factores globales, que afectan a todos los países, como por elementos propios en cada uno de ellos. Dentro de los primeros, destaca el comportamiento de los precios de la energía y de los alimentos, y los mayores costos derivados de la incapacidad por el lado de la oferta de algunos bienes manufacturados de responder a la mayor demanda. Dentro de los segundos, la intensidad y forma que tomaron las políticas de ayuda durante la pandemia juegan un rol relevante. Este último componente explica parte importante de la heterogeneidad del fenómeno inflacionario entre países, el que ha sido especialmente intenso en EE.UU, dentro de los desarrollados, y en Chile, dentro de los emergentes (gráfico IV.9).

GRÁFICO IV.9 INFLACIÓN EN UNA MUESTRA DE PAÍSES (*)

(cifra a octubre 2021 respecto del promedio 1998-2019, puntos porcentuales)



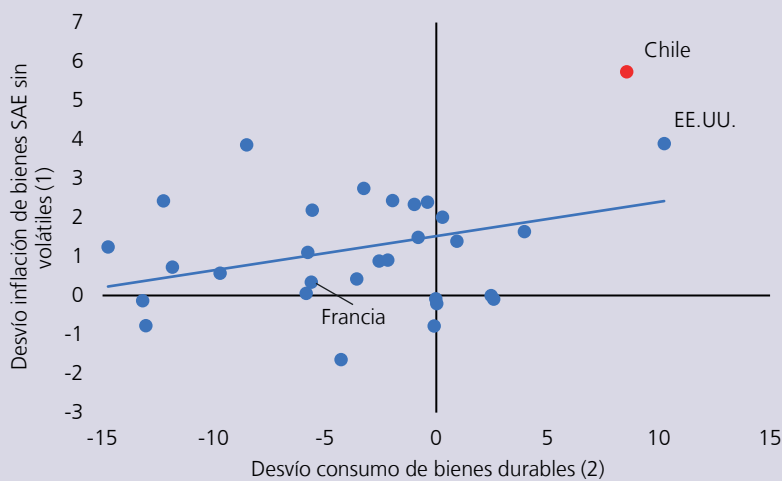
(*) La clasificación de las economías avanzadas y emergentes corresponde a las definiciones del FMI. Para Filipinas, la cifra de inflación corresponde a septiembre. Línea verde indica la mediana del grupo.

Fuente: Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk (2021).



La comparación entre países sugiere que existen factores locales que explican parte de la diferencia en la evolución observada de la inflación durante el 2021. En particular, la magnitud del aumento de los precios de los bienes estaría correlacionada con el incremento de la demanda de cada país. En una muestra de 30 países se observa que esta relación sería no lineal, es decir se manifestaría con más claridad en el caso en el que hay mayores aumentos del consumo durable (gráfico IV.10)^{1/}. Un análisis estadístico más formal —realizado con la metodología de [Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk \(2021\)](#)— indica que los factores globales y locales han tenido un rol diferente en la evolución de la inflación en distintos países. En estos resultados, el factor local ha tenido un peso relevante en el aumento de la inflación sin volátiles en Chile y EE.UU, mientras que, en otros, como Francia, los factores globales o comunes entre economías han sido más importantes (gráfico IV.11)^{2/}. Es importante destacar que si bien la contribución del factor global es relevante para la mayoría de las economías, esto no significa que en esos países el origen de la inflación sea completamente importada, sino más bien que ha sido causada por un factor que es común a varias economías a nivel global, como puede ser la apertura relativamente sincronizada de las economías.

GRÁFICO IV.10 INFLACIÓN DE BIENES SIN VOLÁTILES Y CONSUMO DE DURABLES
(aumento promedio entre 2021 y 2019 respecto del promedio 1998-2021, porcentaje)



(1) Se utiliza la metodología y base de datos presentada en [Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk \(2021\)](#). El eje muestra el desvío del crecimiento anual de los precios entre el tercer trimestre del 2019 y del 2021 respecto del crecimiento anual promedio entre 1998 y 2021. (2) Para el consumo de bienes durables se utilizan cifras de la OCDE data library, DANE, Banco Central de Chile y Bloomberg. El eje 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.

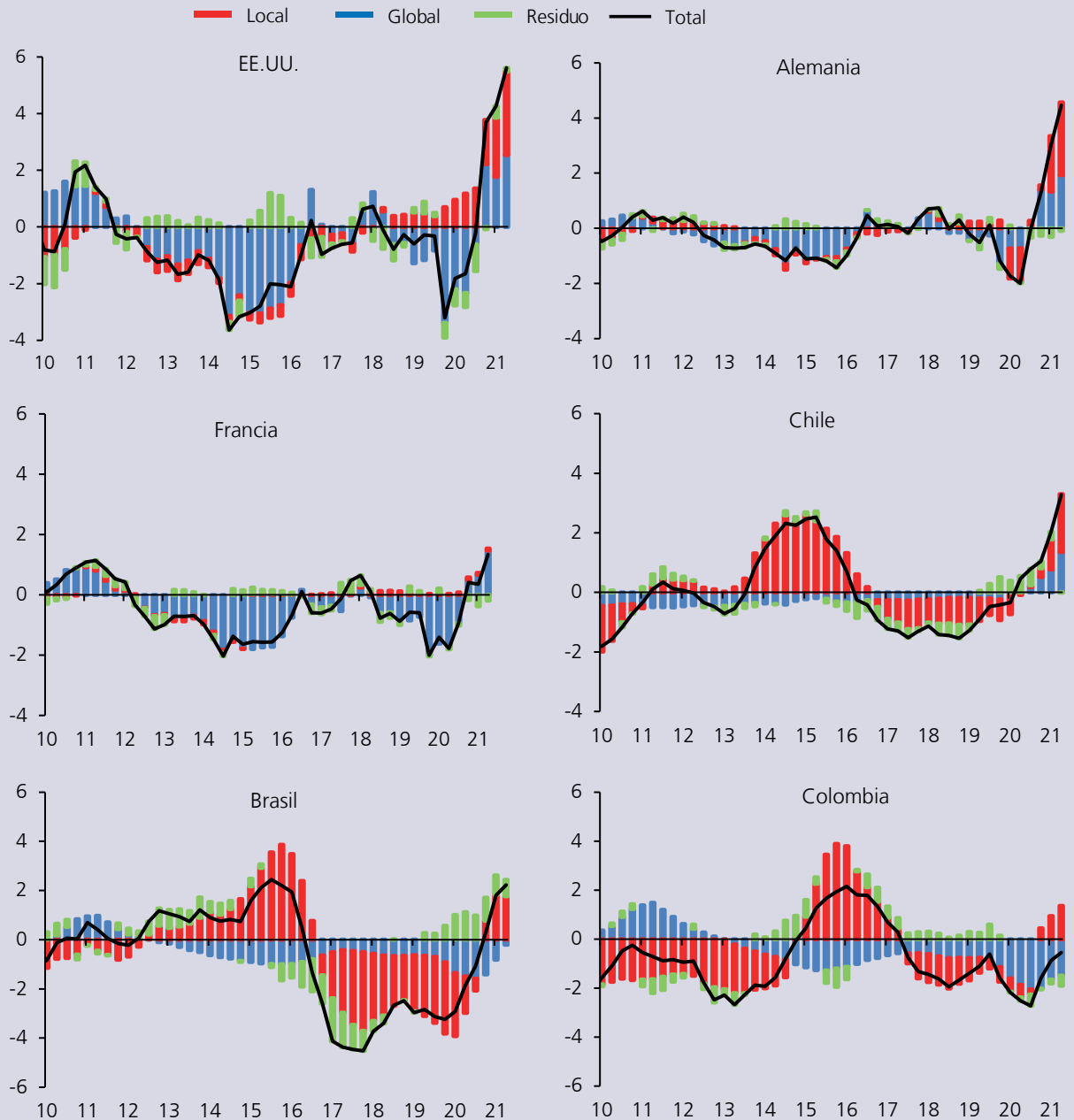
Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} [Adrian y Gopinath \(2021\)](#) encuentran una correlación positiva entre la inflación post pandemia y la velocidad de recuperación de la actividad.

^{2/} En el caso de Alemania, la contribución del factor local al final de la muestra recoge la reversión de la baja del IVA implementada en la primera parte de la pandemia.



GRÁFICO IV.11 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN ANUAL DEL IPC SIN VOLÁTILES (*)
(puntos porcentuales - desvío respecto a la inflación promedio entre 2001 y 2021)



(*) Para el cálculo de las incidencias se utiliza la base de datos y el modelo de factores de Bajraj, Carlomagno y Wlasiuk (2021). Las barras indican la incidencia de (a) factores globales (suma de un factor común a todos los países y series, y de un conjunto de factores sectoriales globales), y (b) factores locales (factor país, común a todas las series del IPC de cada país). El residuo, también puede interpretarse como un componente local, pero no común a todas las series que componen al IPC (por ejemplo, el efecto agregado de cambios en precios relativos dentro de cada país). Los datos del cuarto trimestre del 2021 se calculan a partir de la velocidad trimestral promedio hasta octubre del 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.

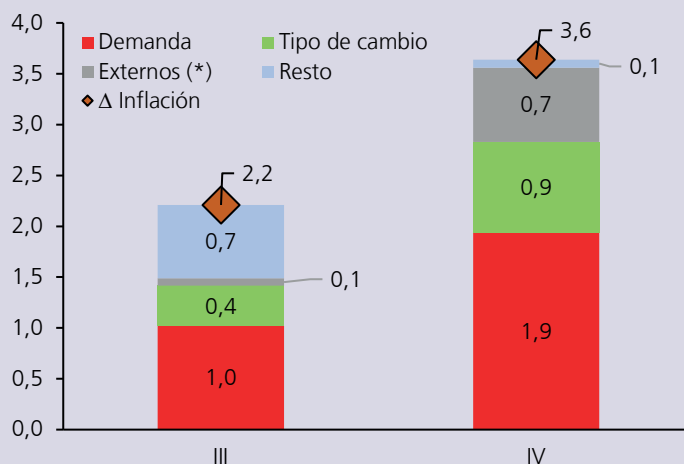


Para Chile, la contribución de los factores externos y locales al aumento de la inflación también puede analizarse con los modelos que el Banco usa frecuentemente en su proceso de proyecciones ([Modelos Macroeconómicos en el Banco Central de Chile](#)). Dichas herramientas cuantifican qué parte del incremento observado de la inflación puede atribuirse a elementos locales, como el crecimiento de la demanda, y qué parte se debe a factores externos, como el mayor precio del petróleo. La descomposición del modelo Semi Estructural de Proyecciones (MSEP) muestra que el aumento de la demanda interna explica la mitad de la mayor inflación en el tercer y cuarto trimestre del 2021 respecto a los mismos trimestres del año anterior. La depreciación del peso chileno, cuyo propio movimiento también se ha debido a factores locales, explicaría cerca de 20% del incremento de la inflación (gráfico IV.12).

El aumento de la inflación observado en los últimos meses ha sido significativo. Si bien parte de las mayores presiones de precios tienen un componente externo, la evidencia presentada en este recuadro sugiere que en el caso de Chile el grueso del efecto radica en factores locales, principalmente por el muy significativo incremento del gasto derivado de las políticas de estímulo al consumo privado, que ubican a Chile como uno de los países con mayor crecimiento en 2021 (gráfico IV.13). En términos cuantitativos, del aumento de 3,6 puntos porcentuales (pp) en la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2021 respecto al mismo período del 2020, la mitad (1,9 pp) se debe al mayor dinamismo de la demanda.

Comprender el origen del incremento inflacionario es relevante para determinar la persistencia de este y entregar una respuesta adecuada de política monetaria. Sin embargo, que la inflación tenga un componente externo no invalida que dicho fenómeno pueda tener implicancias para la política monetaria. Es así como en economías en donde la indexación es significativa, aumentos de la inflación tienden a perpetuarse haciendo más persistente el incremento de los precios. Del mismo modo, países en los que las expectativas inflacionarias aumentan más ante un incremento de la inflación sufrirán mayores complicaciones en la convergencia del proceso inflacionario. Ello implicará mayores ajustes en la política monetaria para impedir que estos efectos de segunda vuelta o vía expectativas generen desvíos de la inflación efectiva respecto a la meta definida. Es así como en muchos países el mercado ha corregido al alza las expectativas sobre la tasa de política monetaria en línea con la mayor inflación esperada.

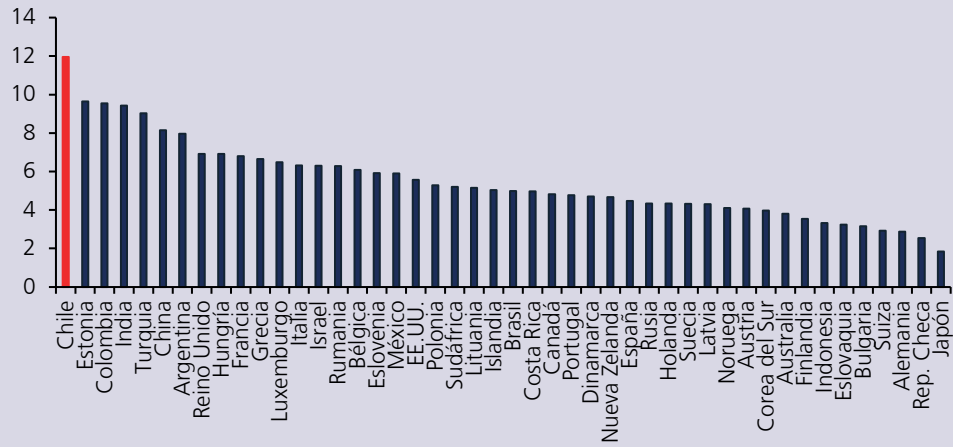
GRÁFICO IV.12 CAMBIO EN INFLACIÓN ANUAL 2021 CON RESPECTO AL MISMO TRIMESTRE DEL AÑO ANTERIOR (datos trimestrales, puntos porcentuales)



(*) Externos incluye precios de petróleo y cobre, actividad de socios comerciales y otros factores externos.
Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO IV.13 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB 2021
(porcentaje)



Fuente: OCDE (2021).



V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En el escenario central, el Consejo estima que, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, la tasa de política monetaria (TPM) seguirá aumentando en el corto plazo, ubicándose por sobre su valor neutral nominal —aquel que es coherente con la meta de inflación de 3%— durante gran parte del horizonte de política de dos años. La inflación ha superado lo previsto, llevando a un incremento de sus proyecciones y a expectativas privadas que se ubican por sobre 3% a dos años plazo. Las principales razones tras la mayor inflación acumulada en los últimos meses son eminentemente locales. Por un lado, la extraordinaria expansión de la demanda interna, que ha llevado a que la actividad se ubique significativamente sobre su potencial, y por otro, la significativa depreciación idiosincrática del peso. En el escenario central, la inflación total del IPC se mantendrá en torno a 7% por algunos meses, para luego comenzar a descender hacia 3% y ubicarse en ese valor dentro del horizonte de política de dos años. Además del aumento de la TPM, un supuesto clave para la convergencia de la inflación a la meta es el término de las políticas de estímulo fiscal aplicadas durante la crisis. El retiro de las políticas macroeconómicas de impulso contribuirá a que la brecha de actividad se cierre gradualmente, colaborando a que la dinámica inflacionaria reciente no tenga un impacto persistente sobre el proceso de formación de precios. En la medida que esto ocurra y que los riesgos para la convergencia de la inflación disminuyan, el Consejo podrá ir reduciendo la TPM hasta volver a valores en torno a su nivel neutral nominal hacia fines del horizonte de política monetaria. En todo caso, el deterioro del mercado financiero local, la persistente incertidumbre y el empeoramiento de las condiciones financieras externas, llevan a avizorar un menor dinamismo en el mediano plazo. Ello, impone importantes desafíos para la calibración de la política monetaria futura.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

El Consejo elevó la TPM en 250 puntos base entre su Reunión de octubre y diciembre, llevándola hasta 4,0%, con lo que la ha ubicado por sobre lo previsto en el escenario central del IPoM de septiembre.

El ajuste más rápido de la política monetaria responde a la intensificación de las presiones inflacionarias, en un contexto que la variación anual del IPC ya se acerca a 7%. Esto, principalmente, por el elevado dinamismo de la demanda interna, que ha llevado a que la brecha de actividad, después de cerrarse rápidamente hacia mediados de año, se ubique en niveles mucho más positivos que lo esperado en la segunda mitad de este y principios del próximo. Esto, en un contexto en que los datos de inflación efectiva tuvieron sorpresas importantes al alza en varios meses, con expectativas de mercado que han aumentado tanto a corto como mediano plazo. De hecho, a dos años plazo, tanto las expectativas que se miden en las encuestas como en los precios de los activos financieros se ubican por sobre 3%. Se agrega el deterioro del mercado de capitales nacional y la persistente incertidumbre que se ha observado durante este año, lo que ha provocado una depreciación significativa del peso. Esto último se ha dado pese al aumento del precio del cobre y el mayor diferencial de tasas de interés.

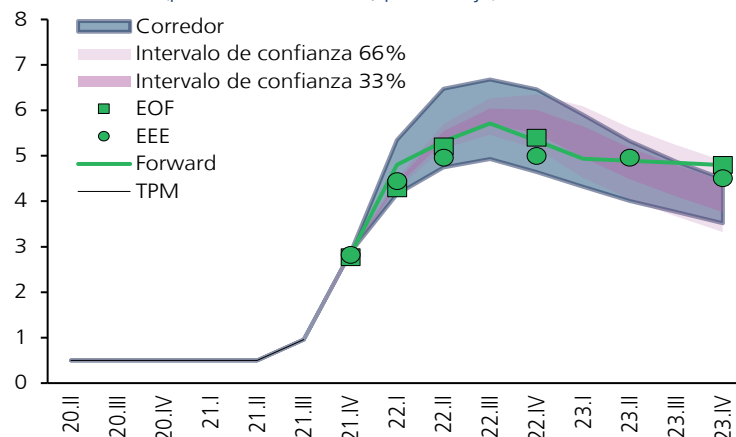
En el escenario central, el Consejo estima que la TPM seguirá aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su valor neutral nominal durante gran parte del horizonte de política monetaria (gráfico V.1). Con ello la brecha de actividad se cerrará gradualmente, colaborando a que la dinámica inflacionaria reciente no tenga un impacto persistente sobre el proceso de formación de precios. En la medida que esto ocurra y que los riesgos para la convergencia de la inflación disminuyan, el Consejo podrá ir reduciendo gradualmente el grado de restrictividad de la política monetaria.



El Consejo prevé que los riesgos en torno al escenario central son relevantes, dada las dudas respecto de la persistencia del dinamismo de la demanda y de la incertidumbre, y el deterioro del mercado de capitales local. Esto se debe en buena medida a que la economía chilena sigue marcada por una importante tensión. Por un lado, el significativo dinamismo de corto plazo de la actividad, la demanda y la inflación — asociados en gran parte a las medidas de estímulo a la demanda desplegadas durante la crisis— han requerido un retiro del impulso monetario bastante más rápido que lo anticipado en la primera mitad del año. Por otro lado, la persistencia de la incertidumbre y el deterioro del mercado de capitales locales han provocado alzas relevantes de las tasas de interés de largo plazo y un menor apetito por activos financieros chilenos. A ello se agregan riesgos de un empeoramiento de las condiciones financieras externas ante la respuesta que los principales bancos centrales puedan tener ante el alza de la inflación. Todo ello permite avizorar un menor dinamismo en el mediano plazo, con importantes desafíos para la calibración de la política monetaria futura.

Durante los últimos meses, varios indicadores de expectativas muestran que, pese a esperarse una moderación de la inflación en plazos más largos, esta aún se ubicaría por sobre el 3% en el horizonte de política de 24 meses. Hasta ahora no hay evidencia de que ello esté afectando la formación de precios, lo que, unido a la significativa desaceleración prevista para la economía y una política monetaria que seguirá respondiendo a los cambios de escenario, es suficiente para garantizar la convergencia de la inflación dentro de los próximos dos años. No obstante, en un escenario donde las expectativas de inflación se mantengan elevadas y dificulten la convergencia de la inflación en el horizonte de política, serán necesarias mayores alzas de la TPM en el corto plazo.

GRÁFICO V.1 CORREDOR PARA LA TPM (*)
(promedio trimestral, porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#). Incluye la EEE de diciembre, la EOF pre RPM de diciembre y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 07 de diciembre. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de cámara promedio (ICP). Para el trimestre en curso las encuestas y la curva *forward* consideran el promedio de datos efectivos diarios y se completan con las respectivas fuentes.

Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIONES PARA LA ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

En el tercer trimestre, la economía mostró un significativo dinamismo, con un impulso que siguió siendo especialmente relevante en todas las líneas ligadas al consumo privado. En dicho período, el PIB creció 17,2% anual, aumentando su velocidad de expansión respecto del trimestre previo (21% anualizado versus 6,6%). Esto se ha dado en un contexto en que el avance en el manejo de la pandemia ha permitido una mayor apertura de la economía y una reducción de las restricciones, como el fin de las cuarentenas, cambios en los aforos permitidos y el término del toque de queda. De hecho, la actividad de un conjunto importante de servicios ha retomado un mayor dinamismo, en particular los servicios personales. Los datos parciales del cuarto trimestre muestran un desempeño más acotado, aunque con niveles de actividad que se mantienen muy por sobre los previos a la pandemia.



En el escenario central, este año la economía crecerá entre 11,5 y 12,0%, algo por sobre lo previsto en septiembre (tabla V.1). En todo caso, el PIB no minero, especialmente en los sectores ligados a la demanda interna, tendrá una expansión bastante mayor que la proyectada. Por el lado de la demanda interna, esto se refleja en un significativo dinamismo del consumo privado, que aumentará 21% en el 2021. Esta alza del gasto se asocia a que los hogares están utilizando una porción mayor a lo anticipado de la liquidez obtenida de las masivas ayudas a los ingresos. Por ello, respecto de lo proyectado en septiembre, en el escenario central de este IPoM se considera cerca de US\$4.000 millones más de consumo por parte de los hogares durante este año. La proyección de formación bruta de capital fijo (FBCF) también se vuelve a corregir al alza, por el dinamismo que ha tenido su componente de maquinarias y equipos.

TABLA V.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2020	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	-5,8	11,5-12,0	1,5-2,5	0,0-1,0
Ingreso nacional	-4,7	13,9	1,4	0,2
Demanda interna	-9,1	21,6	-0,5	-0,7
Demanda interna (sin var. de exist.)	-7,9	18,9	-0,9	-0,6
Formación bruta de capital fijo	-11,5	17,6	-2,2	0,1
Consumo total	-6,8	19,2	-0,5	-0,7
Consumo privado	-7,5	21,0	-0,2	-1,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,0	-0,7	6,0	4,4
Importaciones de bienes y servicios	-12,7	32,0	-2,0	0,9
Cuenta corriente (% del PIB)	1,4	-4,5	-3,0	-2,9
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	21,2	18,1	19,3	19,5
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	19,8	22,6	22,3	22,4
FBCF (% del PIB nominal)	20,9	21,3	20,7	20,9
FBCF (% del PIB real)	20,7	21,8	20,9	20,8
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	3.370	-14.100	-9.800	-10.200
Balanza comercial	18.369	12.400	16.700	14.400
Exportaciones	73.485	95.000	97.200	97.100
Importaciones	55.116	82.600	80.500	82.700
Servicios	-4.998	-8.000	-8.800	-8.500
Renta	-10.964	-18.900	-18.500	-17.200
Transferencias corrientes	963	400	800	1.100

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

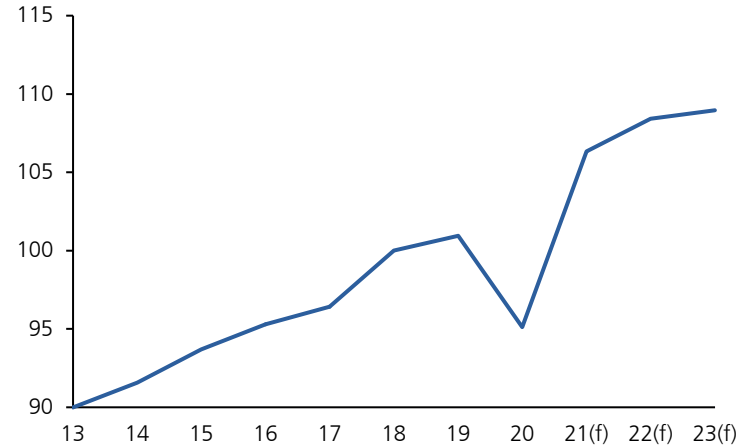
Entre el 2022 y el 2023, las tasas de expansión anual de la economía tendrán una importante reducción. Así, se proyecta que el PIB crecerá entre 1,5 y 2,5% durante el 2022 y entre 0,0 y 1,0% durante el 2023. En esta trayectoria es posible que se registren tasas de expansión trimestral negativas, aunque el nivel de actividad que alcanzará la economía al final del horizonte de proyección será muy similar al que se preveía en los Informes de junio y septiembre (gráfico V.2).

Las perspectivas para la evolución de la actividad consideran que, una vez que se agoten los recursos obtenidos de las medidas de apoyo a los ingresos, el consumo privado se desacelerará. Esto será más evidente en el consumo de bienes durables, que ha mostrado un crecimiento muy por sobre sus niveles históricos y cuya reposición, por su propia naturaleza, se realiza de manera esporádica. De todos modos, el supuesto de un mayor uso de la liquidez mencionado anteriormente lleva a que el nivel del consumo privado se mantenga



elevado durante el primer semestre del 2022. El mayor nivel del tipo de cambio, así como la mayor estrechez de los mercados financieros y la acción de la política monetaria también influirán en la trayectoria del consumo privado. Se suma que, en lo último, la confianza de los consumidores (IPEC) se ha deteriorado en todos sus indicadores, en especial en los relacionados con la situación económica futura del país. Así, en el escenario central, el consumo privado caerá 0,2 y 1,5% en el 2022 y 2023, respectivamente, volviendo a niveles similares a los de la proyección de septiembre.

GRÁFICO V.2 PRODUCTO INTERNO BRUTO
(índice 2018=100)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Un supuesto clave para la moderación del consumo privado es el término de las políticas de estímulo fiscal aplicadas durante la crisis. El escenario central considera que no se repetirán las masivas transferencias fiscales directas ocurridas este año. Acorde con la Ley de Presupuesto aprobada en el Congreso, el gasto fiscal caerá en torno a 19% en términos nominales en el 2022. Con ello, el déficit fiscal efectivo se reducirá de 8,3 a 2,8% del PIB. Hacia el mediano plazo, el escenario supone que se seguirá la trayectoria presentada en el último Informe de Finanzas Públicas, la cual sería coherente con una convergencia gradual a niveles de deuda pública sostenibles, coherente con las recomendaciones del Consejo Fiscal Autónomo.

El escenario central considera que el empleo seguirá aumentado y la tasa de participación continuará acercándose a los niveles previos a la pandemia. La información de distintas fuentes muestra que en los últimos meses el empleo ha seguido recuperándose de los efectos de la crisis. En todo caso, se ha topado con una oferta por parte de las personas que sigue contenida. Este es un fenómeno que se percibe en muchos sectores económicos y que afecta especialmente a empleos de menor calificación ([Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de noviembre 2021](#)). Además, es un hecho que también se observa en varias otras economías (Capítulo I). Esto se da en un contexto en que, si bien se ha recuperado la tasa de participación de los hombres entre 25 y 55 años, las mujeres, los jóvenes y las personas de 55 años y más, aún muestran rezagos importantes. En el escenario central se asume que este retraso irá reduciéndose en los próximos trimestres.

Se espera una contracción de la inversión el próximo año, afectada por la persistencia de una elevada incertidumbre y el deterioro de las condiciones financieras. Por un lado, las masivas liquidaciones forzadas de activos financieros debido a los sucesivos retiros de ahorros previsionales, el mayor endeudamiento fiscal y el sostenido aumento de la incertidumbre interna han provocado un deterioro significativo y persistente de variados indicadores del mercado financiero local. Especial relevancia tiene el aumento de las tasas de interés de largo plazo, que durante octubre alcanzaron niveles no vistos en algo más de una década, con la tasa del BTP-10 llegando a valores cercanos a 7%. Parte importante de este incremento se ha explicado por el aumento de los premios por riesgo, que por sus características implica efectos negativos importantes sobre el desempeño esperado de la inversión (Recuadro V.1). El encarecimiento de los bienes de capital por la depreciación del peso y la evolución de la bolsa también influyen en las débiles perspectivas para la inversión, en especial para su

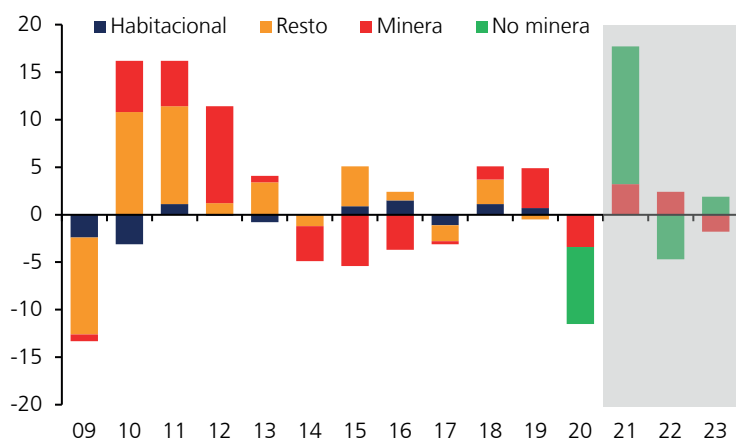


componente transable. Se suman condiciones financieras externas menos favorables, que se desprenden de las alzas generalizadas de las tasas de interés de largo plazo de las distintas economías.

Varias fuentes de información concuerdan en un débil panorama para la inversión. El catastro de la CBC de octubre revela que durante el 2022 la inversión en grandes proyectos sería 17% menor que la del 2021. El [IPN de noviembre](#) informa que más de dos tercios de los encuestados cree que su empresa no realizará inversiones durante el 2022, dando como principal razón la elevada incertidumbre político-económica. En cuanto a la confianza empresarial del sector construcción, los datos del IMCE muestran un significativo giro pesimista en noviembre.

Así, en el escenario central, la FBCF se contraerá 2,2% en el 2022, y en el 2023 tendrá una expansión marginal de 0,1% (0,3 y 0,6% en el IPoM de septiembre, respectivamente) (gráfico V.3). Con ello, en el 2023, la FBCF llegará a 20,9% del PIB en términos nominales.

GRÁFICO V.3 INCIDENCIAS REALES ANUALES EN LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (*)
(puntos porcentuales)



(*) El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para el 2020 se estima la descomposición sectorial coherente con las revisiones de FBCF de Cuentas Nacionales. Para informar las proyecciones de los años 2021, 2022 y 2023 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario central sigue considerando que el control de la pandemia y la adaptación de personas y empresas permitirá que eventuales nuevas restricciones de movilidad no impacten la economía con la fuerza que lo hicieron en el 2020. Esto se basa, como ha indicado la autoridad sanitaria, en el impacto positivo de la alta tasa de vacunación y el significativo avance en la dosis de refuerzo. Se añade la importante adaptación de hogares y empresas al funcionamiento en pandemia.

El excesivo aumento de la demanda interna, impulsado por aumentos transitorios de liquidez, ha redundado en un fuerte deterioro del saldo de la cuenta corriente, a pesar del mayor precio del cobre y la significativa depreciación del peso. Este año, se estima que el déficit de la cuenta corriente llegará a 4,5% del PIB (2,2% en septiembre). Medido a precios de tendencia^{1/}, el déficit de la cuenta corriente será aún mayor: 6,7% del PIB, reflejando el significativo dinamismo de las importaciones. Hacia adelante, coherente con la desaceleración prevista del gasto interno, especialmente en durables, el saldo de la cuenta corriente como porcentaje del PIB se ubicará en -3,0 y -2,9% en el 2022 y 2023, respectivamente. Medido a precios de

^{1/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustible considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos de los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio de largo plazo del cobre de US\$3,3 la libra y del petróleo de US\$60 el barril (Recuadros [V.2 IPoM septiembre 2012](#) y [Recuadro V.3 IPoM junio 2021](#)).



tendencia, el déficit también se reducirá, a 4,7% del PIB el 2022 y a 3,6% el 2023, valor similar al promedio de los últimos 20 años.

El impulso externo que recibirá la economía chilena será menor que lo previsto en el IPoM de septiembre. En particular, las condiciones de financiamiento externo se han deteriorado. El aumento más persistente de la inflación en las distintas economías ha llevado a que los bancos centrales de varios países hayan modificado su visión respecto de la inflación actual y ya no la ven como un fenómeno eminentemente transitorio. Por ello, han anunciado, dado inicio y/o continuado con el retiro de los estímulos monetarios. Esto se ha reflejado en alzas generalizadas de las tasas de interés a nivel internacional. Las expectativas acerca del ritmo de retiro de estos estímulos, en especial en EE.UU., han mermado el apetito por riesgo global, generando una apreciación del dólar a nivel mundial y aumentos de los premios por riesgo. En el caso de América Latina, los ajustes de política monetaria han sido mayores, con lo que el panorama financiero de la región es uno de los que más ha empeorado, debido a los riesgos políticos, sociales y fiscales vigentes.

El crecimiento de los socios comerciales se corrige a la baja para este año, principalmente por menores datos efectivos del tercer trimestre y un panoramroma menos favorable, especialmente para China y América Latina. En el escenario central, se estima que los socios comerciales crecerán 3,6% en promedio en el bienio 2022-2023 (4% en septiembre). En el caso de EE.UU., la proyección se revisa a la baja a la luz de una política fiscal menos expansiva que lo previsto, más allá del apoyo que otorga un alto nivel de ahorro y un mercado laboral que continúa recuperándose. En China, la incertidumbre sobre la prolongación de los cuellos de botella, la escasez energética y la desaceleración del sector inmobiliario anticipan un panorama menos alentador. En el resto de las economías emergentes también se anticipa un escenario de menor actividad que lo previsto en septiembre, debido a una política monetaria menos expansiva como respuesta a la elevada inflación y el deterioro de las condiciones financieras a nivel global. En América, Latina se suman los factores idiosincráticos antes señalados, que llevan a corregir el crecimiento de la región de 3,0 a 1,8% en el 2022 (tabla V.2).

TABLA V.2 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 10-19	2020	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
Mundo a PPC	3,7	-3,2	5,8	4,2	3,4
Mundo a TC de mercado	3,1	-3,4	5,5	4,1	3,0
Socios comerciales	3,9	-2,0	6,0	3,9	3,3
Estados Unidos	2,3	-3,4	5,6	4,1	2,3
Eurozona	1,4	-6,5	5,0	4,1	2,4
Japón	1,2	-4,7	1,9	2,7	0,9
China	7,7	2,3	7,9	4,8	5,2
India	7,1	-8,0	8,8	6,5	6,0
Resto de Asia	4,5	-2,4	3,6	4,2	3,6
América Latina (excl. Chile)	1,8	-7,5	6,1	1,8	1,9
Exp. de prod. básicos	2,4	-4,3	4,7	3,5	2,1

(*) Para sus definiciones, ver [Glosario](#). (f) Proyección.

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



Los términos de intercambio se mantendrán en niveles elevados, aunque se ajustan algo a la baja respecto de septiembre (tabla V.3 y gráfico V.4). Ello, principalmente, por el aumento del precio del petróleo, ante una demanda que ha continuado recuperándose en medio de la negativa por parte de la OPEP+ para acelerar la producción de crudo. Así, en el escenario central, el precio del petróleo se ajusta al alza de US\$63 a 68 el barril en el período 2022-2023 (promedio Brent-WTI). De todos modos, se sigue esperando una trayectoria descendente, en la medida que la actividad mundial crezca a tasas más acordes con su capacidad instalada. El precio del cobre no tiene mayores cambios en su proyección. Para el período 2022-2023 se prevé un precio promedio de US\$3,83 la libra (US\$3,85 en septiembre), algo por sobre su valor de largo plazo. La proyección de inflación externa en dólares (IPE) se corrige a la baja. Esto, pues la apreciación del dólar a nivel global más que compensa la mayor inflación local proyectada de los socios comerciales.

TABLA V.3 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

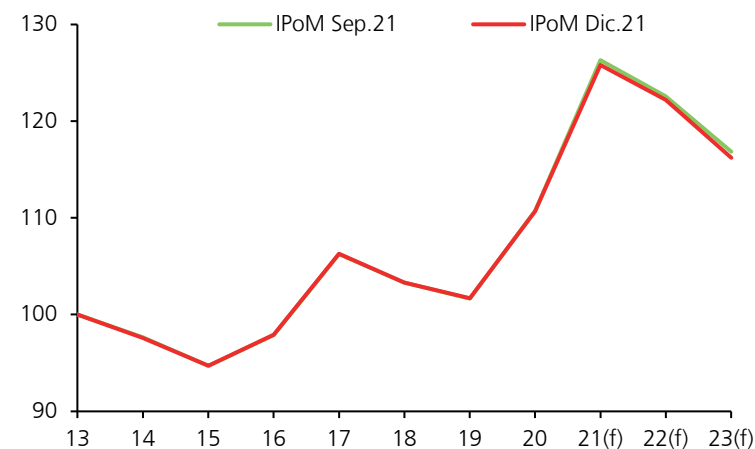
	Prom. 10-19	2020	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
		(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	1,1	8,9	13,6	-2,8	-4,9
Precios externos (en US\$)	0,6	-1,1	8,7	0,8	2,6
		(nivel)			
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	306	280	425	405	360
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	39	68	68	64
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	42	70	71	68
Precio paridad de la gasolina (US\$/barril) (*)	610	333	579	571	531
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	0,5	0,3	0,4	1,2

(*) Para un detalle de su definición, ver [Glosario](#).

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2013=100)



(f) Proyección.

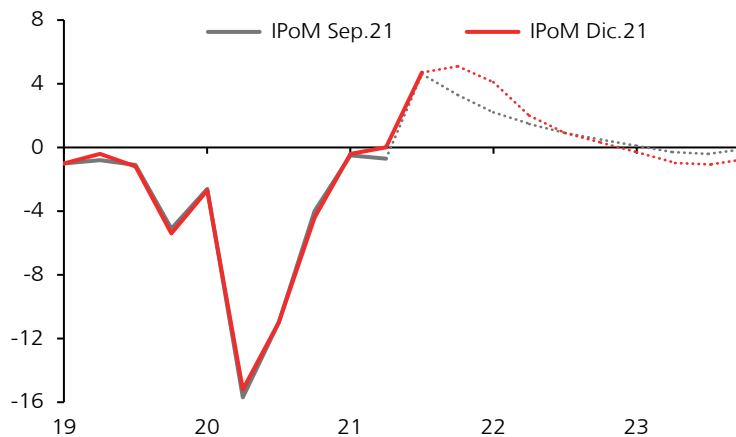
Fuente: Banco Central de Chile.



BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

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 (gráfico V.5). Esto, coherente con los últimos registros de actividad mensual y datos de alta frecuencia. El mayor dinamismo del consumo y el impacto positivo en la actividad de los sectores relacionados con este, llevan además a que la trayectoria estimada para la brecha de actividad en los próximos tres trimestres esté por encima de la contemplada en septiembre. A partir del primer trimestre del 2022, la brecha comenzará a reducirse, cerrándose hacia fines de ese año y comienzos del 2023. Al igual que en el IPoM anterior, esto considera un crecimiento del PIB potencial en torno a 2,1% en el periodo 2021-2023.

GRÁFICO V.5 BRECHAS DE ACTIVIDAD (1) (2)
(nivel, puntos porcentuales)



(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 corto plazo, la proyección de inflación se corrige nuevamente al alza, principalmente por el sostenido dinamismo de la actividad y el gasto, la depreciación del peso y registros inflacionarios mayores que lo previsto en ítems volátiles. Parte importante de la sorpresa al alza acumulada en los últimos meses en el IPC total responde al inusual aumento de los precios de paquete turístico y transporte aéreo. A ello se suman precios de combustibles que superaron lo previsto. Debido a la incidencia de estos precios volátiles, el IPC total mantiene una brecha importante con el IPC subyacente —sin volátiles—, cuya variación anual se ubica dos puntos porcentuales por debajo de la del del primero. Aun así, la inflación subyacente se aceleró en noviembre, superando las expectativas, con algo más de inflación de servicios que fue parcialmente compensada por una menor inflación de bienes. Estos elementos se incorporan en la proyección de corto plazo, a lo que se agrega el tipo de cambio más elevado y los mayores precios internacionales de los combustibles respecto del último IPoM. En el caso de paquete turístico y transporte aéreo, se asume que a partir de enero del 2022 comenzarán a devolver paulatinamente la sorpresa positiva que acumularon.

^{2/} En el [Recuadro IV.1 del IPoM de marzo del 2018](#) se estimó que el coeficiente de traspaso promedio del tipo de cambio nominal a la inflación se encuentra entre 0,1 y 0,2 después de un año. Además, se estimó que un aumento de 10% del tipo de cambio nominal se asocia, un año después, a un incremento de la inflación de 0,5% cuando es originado por un *shock* multilateral de precios internacionales, y de 2,6% cuando responde a un *shock* idiosincrático a la paridad de tasas.



A lo largo del año, el peso se ha depreciado casi 18% (+8%, respecto del IPoM anterior), una caída muy significativa y mayor a lo sugerido por sus fundamentos. El aumento de la paridad peso/dólar ha seguido respondiendo a factores locales, por lo que su traspaso hacia precios finales es mayor al de una depreciación promedio^{2/}. El tipo de cambio real (TCR) ha aumentado significativamente en el año y se encuentra en torno a 110 en su medida 1986=100, muy por encima del promedio de las últimas dos décadas, y aproximándose a los máximos de comienzos de los noventa y de los dos mil. El escenario central considera que el TCR disminuirá paulatinamente, aunque a fines del horizonte de proyección se ubicará por sobre sus promedios de los últimos quince a veinte años, debido a la significativa caída del ahorro nacional y el deterioro del mercado de capitales en el curso de los últimos dos años.

En el escenario central, la inflación anual subirá hasta 6,9% en diciembre del 2021 y permanecerá en torno a 7% en la primera mitad del 2022. En lo que respecta a la inflación subyacente —sin volátiles—, se espera que los procesos de indexación habituales durante los primeros meses del año —como en educación y salud—, llevarán a que aumente a valores algo sobre 6% en el segundo trimestre del 2022.

A partir de la segunda mitad del 2022, la inflación comenzará a descender, ubicándose en 3% a fines del 2023. Como se mencionó, la reducción del gasto fiscal es relevante en este resultado. El aumento de la TPM por sobre su nivel neutral también es un factor determinante en el descenso previsto para la inflación. Esto, en un contexto en que se estima que las presiones de costos internos y externos se irán moderando, reduciendo su influencia sobre la dinámica de los precios. La inflación subyacente también convergerá al 3% a fines del 2023 (tabla V.4, gráficos V.6 y V.7).

Las expectativas de mercado para la inflación han aumentado significativamente y en el corto plazo se ubican en valores similares a las proyecciones del escenario central. Estas han ido aumentando en respuesta a las sorpresas inflacionarias de los últimos meses y la depreciación del peso. A diciembre del 2021, tanto la inflación anual que se desprende de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre, como de los precios de los activos financieros, en particular de los seguros de inflación, se ubica en torno a 7%.

A uno y dos años plazo, las expectativas privadas prevén una moderación de la inflación, pero la ubican por sobre las proyecciones del escenario central. Así, las perspectivas contenidas en la EEE, en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la RPM de diciembre y los seguros de inflación la sitúan entre 4,8 y 4,9% en un año. A dos años, las compensaciones inflacionarias y las encuestas (EEE y EOF) se ubican entre 3,5 y 4,2%, para llegar a valores en torno a 3% en 35 meses según la EEE.

TABLA V.4 INFLACIÓN (1)

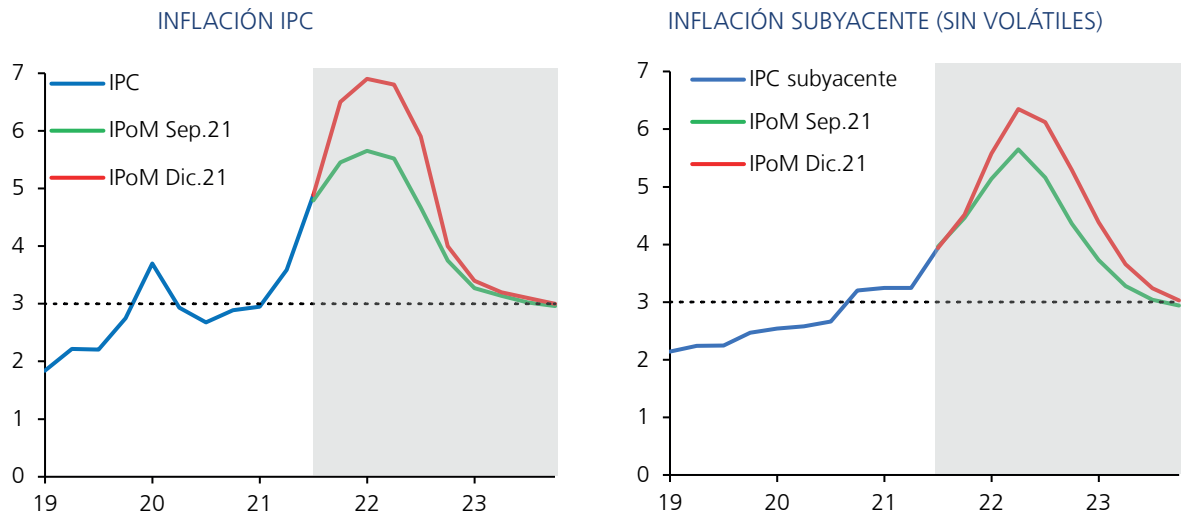
	2020	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
IPC promedio	3,0	4,5	5,9	3,2
IPC diciembre	3,0	6,9	3,7	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	2,7	3,7	5,8	3,6
IPC subyacente diciembre	3,3	5,0	4,8	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles. (2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2023. (f) Proyección.

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

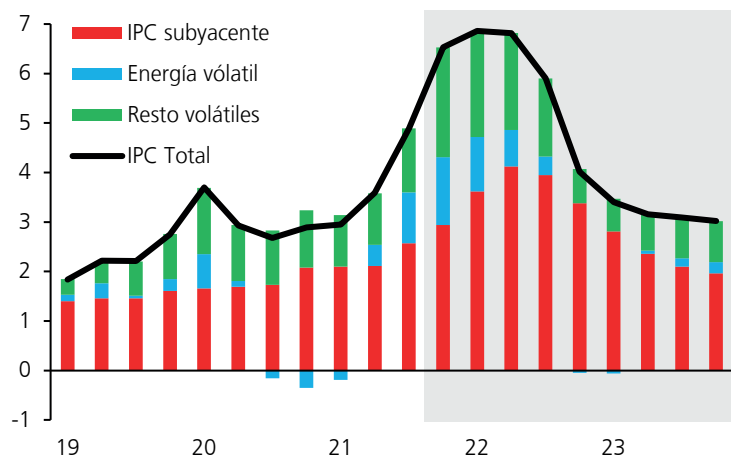


GRÁFICO V.6 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2021, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO V.7 INDICENCIAS EN LA INFLACIÓN ANUAL DEL IPC (1) (2)
(puntos porcentuales)



(1) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2021, corresponde a la proyección. (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.



ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD Y RIESGOS

Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, el Consejo considera un abanico de escenarios de sensibilidad que pueden requerir una acción de política monetaria algo distinta, tal como se deriva del corredor de la TPM (gráfico V.1).

Existen escenarios donde la evolución del gasto interno podría dar paso a trayectorias que lleven la TPM en direcciones opuestas, marcando los límites inferior y superior del corredor de TPM. Por un lado, el ajuste del consumo privado desde sus elevados niveles actuales podría tardar más que lo previsto o ser menos intenso, lo que retardaría el cierre de la brecha de actividad generando presiones inflacionarias adicionales. Un escenario de este tipo requeriría de una política monetaria más contractiva, ubicando la TPM en el límite superior del corredor de tasas. Por otro lado, tampoco puede descartarse un escenario en que la persistente incertidumbre que ha afectado a la economía chilena en los últimos trimestres provoque un efecto más negativo que el anticipado en el consumo y la inversión. En esta situación, las presiones inflacionarias de mediano plazo se reducirían, llevando a una política monetaria que retornaría más rápido a niveles en torno a la neutral. Este escenario marca el límite inferior del corredor de TPM.

Por otra parte, un escenario donde amaine la incertidumbre idiosincrática llevaría a una disminución de las presiones inflacionarias de corto plazo las que han estado muy determinadas por la evolución del tipo de cambio, al tiempo que aumentaría el dinamismo de la actividad en el mediano plazo. En este contexto, es esperable que se requiera una política monetaria menos contractiva que en el escenario central.

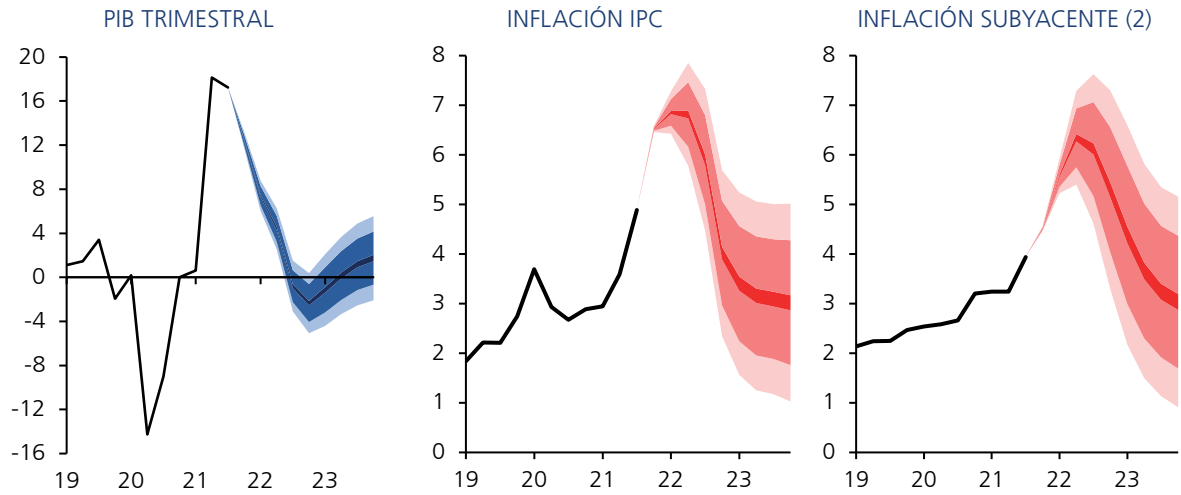
Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios de riesgo en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la reacción de la política monetaria sobrepasaría los límites del corredor para la TPM (gráfico V.8).

A nivel interno, el principal riesgo sigue siendo que la evolución de las finanzas públicas no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo. En una situación como esa, se observarían mayores presiones de gasto que las previstas en el escenario central, junto con un deterioro más significativo del mercado financiero local y del valor del peso. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de un aumento de la TPM por sobre lo que indica el límite superior del corredor, pese a lo cual es posible que la inflación no alcance a converger a la meta de política dentro del horizonte de dos años.

En lo externo, el principal riesgo se relaciona con la posibilidad de un retiro apresurado de los estímulos monetarios en EE.UU. en medio de la aparente debilidad de la economía china. Un escenario en el que el panorama inflacionario en EE.UU. se complique podría llevar a la Reserva Federal a retirar los estímulos más agresivamente y a un deterioro significativo de las condiciones financieras para las economías emergentes. Sus efectos negativos podrían amplificarse por la debilidad que ha mostrado recientemente la economía china y los problemas financieros en algunas de sus grandes empresas. Un escenario como este agravaría los efectos negativos en la demanda externa y el precio de las materias primas, llevando a una caída de la actividad local que rápidamente volvería negativa la brecha de actividad. En un escenario como ese, la TPM podría ubicarse por debajo del límite inferior del corredor.



GRÁFICO V.8 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. (2) Medida por el IPC sin volátiles.

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



RECUADRO V.1:

Impacto macroeconómico de alzas de tasas de interés de largo plazo

Las tasas de interés de largo plazo guardan una relación tenue con la política monetaria porque están expuestas a un espectro amplio de fuerzas que obedecen a factores globales, particularidades en los mercados en que se transen los instrumentos de deuda, y diversos elementos que inciden sobre las perspectivas económicas de más largo plazo. Por esta razón, el impacto macroeconómico de un alza de la tasa de interés de largo plazo depende crucialmente de cuál sea la explicación de dicho incremento^{1/}. Por un lado, existen factores “positivos”, como una mejora en las perspectivas de crecimiento. En esta situación, el aumento de la tasa será el reflejo de un mejor panorama económico y, por lo tanto, entrega una señal positiva para los mercados que supera al impacto de un mayor costo de financiamiento. Por otro lado, existen factores “negativos”, como el incremento del riesgo. En esta situación, el aumento de la tasa será reflejo de un panorama menos auspicioso y, por lo tanto, entrega una señal negativa para los mercados que amplifica el impacto de un mayor costo de financiamiento^{2/}.

En Chile, la principal tasa *benchmark* de interés de largo plazo —medida por la tasa del BTP-10— ha acumulado un alza del orden de 300 puntos base (pb) durante el 2021, casi el doble que sus pares externos (160pb en el mismo lapso) (gráfico II.1). Los aumentos de las tasas del BTP-10 son significativos no solo en comparación a estos últimos, sino también contra su propia historia reciente, llegando en un período de pocos meses hasta niveles no vistos en más de una década (gráfico V.9). Una descomposición estructural del incremento de las tasas largas muestra que el principal factor tras él ha sido la mayor percepción de riesgo, seguido por las mejores perspectivas de crecimiento para este año. Esta evaluación tiene implicancias importantes para la evolución prevista de la inversión en el escenario central de proyecciones. De hecho, ayuda a explicar que para el 2022 este IPoM anticipe una contracción de esta parte del gasto privado y para el 2023 se proyecte una expansión marginal.

GRÁFICO V.9 TASA DE INTERÉS A DIEZ AÑOS PLAZO (BTP)
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Ver Recuadro II.2 del [IPoM de septiembre 2021](#).

^{2/} Estos riesgos incluyen la incertidumbre sobre las tasas futuras, riesgos de depreciación e inflación, la posibilidad de que la deuda baje de calificación o el emisor entre en *default*, así como riesgos de liquidez.

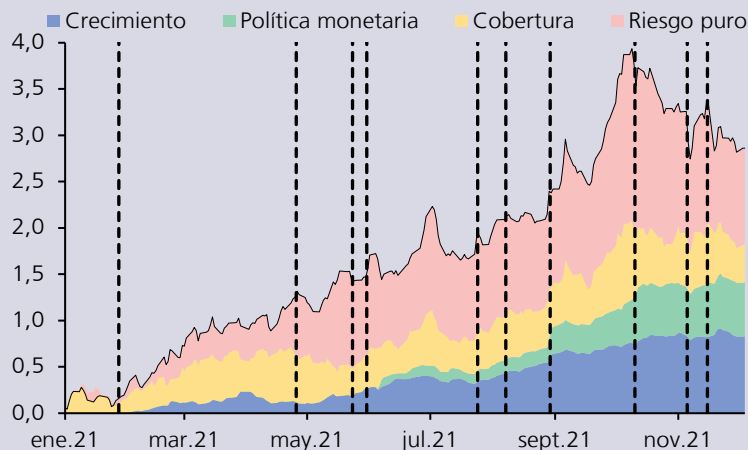


Las causas del aumento de la tasa de interés de largo plazo

La dinámica reciente de las variables financieras y reales ha estado determinada por dos factores principales. Por un lado, un fuerte impulso a la demanda ligado a los masivos retiros de ahorros previsionales y transferencias fiscales, lo que ha elevado las expectativas y riesgos de inflación y, en consecuencia, ha gatillado una reacción de política monetaria. Por otro, un aumento significativo de los premios por riesgo asociados, en buena medida, a los retiros previsionales y a la incertidumbre relacionada con la discusión sobre cambios estructurales. De este modo, las tasas de interés estarían subiendo tanto por razones de sorpresas de crecimiento, como por mayores percepciones de riesgo (ver Recuadro I.1 del [IEF del segundo semestre de 2021](#)).

Una descomposición estructural de la tasa larga^{3/} da cuenta que de los 300pb que ha aumentado en lo que va del 2021, el factor principal ha sido la mayor percepción de riesgo (“riesgo puro”), que explica cerca de un tercio del incremento. Algo más atrás se ubica el factor relacionado con las expectativas de crecimiento, que explica algo menos de 90pb del alza. El cambio en las expectativas de política monetaria tiene un rol menor, explicando 55pb del aumento (gráfico V.10). Un segundo factor de riesgo, distinto al riesgo puro, que se denomina “cobertura”, recoge cambios en la perspectiva de riesgo entre activos de renta fija y variable, de modo que ante un *shock* positivo de cobertura los agentes se moverían desde la renta fija a la variable, presionando al alza las tasas de interés. En la coyuntura actual, buena parte del riesgo de cobertura podría asociarse a mayores expectativas de inflación, lo que explica casi 50pb adicionales del alza de tasas^{4/}. Así, considerando los factores de riesgo de manera conjunta (riesgo puro más cobertura), estos explican la mitad del aumento de la tasa larga desde principios de año.

GRÁFICO V.10 DESCOMPOSICIÓN ESTRUCTURAL DE LA TASA CERO A 10 AÑOS (1) (2) (3)
(diferencia respecto del 30 de diciembre del 2020, puntos porcentuales)



(1) Descomposición estructural en base a [Cieslak y Pang \(2021\)](#). (2) Descomposición basada en la tasa *Swap* Promedio Cámara (SPC) cero cupón a 10 años. (3) Líneas verticales de izquierda a derecha indican los siguientes eventos ocurridos durante el 2021: inicio discusión tercer retiro (29-ene.), fallo Tribunal Constitucional asociado al tercer retiro de fondos previsionales (28-abr.), propuesta de gobierno de “mínimos comunes” (26-may.), ingreso de Proyectos de Ley asociados al retiro del 100% de ahorros previsionales (2-jun.), programación de inicio discusión del Proyecto de Ley asociado al cuarto retiro de fondos previsionales (27-jul.), anuncio extensión IFE y subsidio al empleo (10-ago.), publicación del IPoM de Septiembre (1-sep.), RPM de Octubre (13-oct.), rechazo en la cámara del senado del cuarto retiro (8-nov.) y elecciones (18-nov.).
Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

^{3/} Ver [Cieslak y Pang \(2021\)](#) y Recuadro II.2 del IPoM de septiembre 2021.

^{4/} [Cieslak y Pang \(2021\)](#) muestran que el riesgo de cobertura es, en general, procíclico con la inflación.



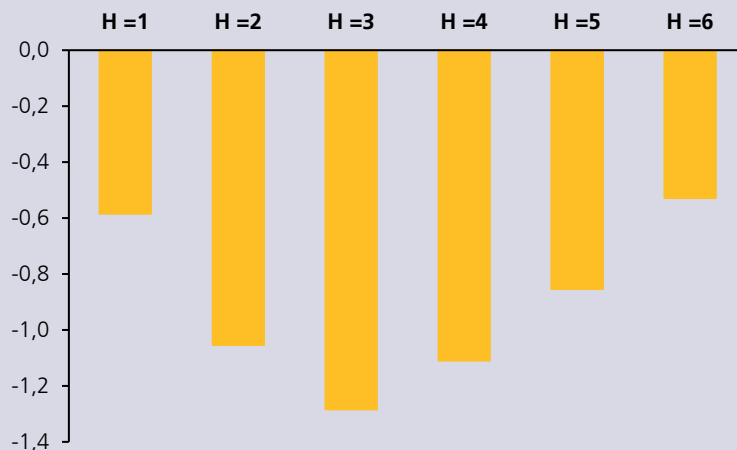
Cabe destacar que los factores de riesgo, particularmente el riesgo puro, han tenido un rol incluso más significativo en el aumento de la tasa larga registrado hasta el 12 octubre: de los casi 400pb que había aumentado la tasa larga, la mitad se debían solamente a premio por riesgo puro. Si bien este premio se ha ido reduciendo en lo reciente, los rezagos con que operan los premios por riesgo sobre las variables reales sugieren que la evolución futura de la inversión aún seguirá respondiendo al *peak* de los premios por riesgo observado en octubre.

Efectos de mayores premios por riesgo en la inversión

Las tasas de interés de los bonos se transmiten a las tasas de colocaciones que ofrecen los bancos a través de diversos mecanismos (ver [Berstein y Fuentes, 2004](#); [Pedersen, 2016](#), entre otros), de modo que mayores tasas de interés de largo plazo implicarán costos de financiamiento más elevados para los proyectos de inversión.

Para cuantificar el efecto macroeconómico de un *shock* donde aumenta el riesgo, es necesario aislarlo de otros desarrollos que están ocurriendo en la economía al mismo tiempo. Además, se debe considerar que un incremento del riesgo tiene efectos sobre otras variables, como el consumo y la inflación, y que también afectan a la inversión. Utilizando un modelo empírico^{5/} se obtiene que un *shock* de riesgo puro de las características del observado desde principios de año resulta en una contracción de la formación bruta de capital fijo de entre 1 y 1,5% al cabo de cuatro trimestres (gráfico V.11). Estos resultados son opuestos a los que ocurrirían si la misma alza de la tasa a 10 años estuviera causada por mejores perspectivas de crecimiento. El mismo modelo indica que ante un *shock* en las expectativas de crecimiento que aumenta la tasa a dos años en 100pb, la inversión se incrementaría en torno a 2%, lo que se iría diluyendo con el paso del tiempo (gráfico V.12).

GRÁFICO V.11 RESPUESTA DE LA INVERSIÓN ANTE UN *SHOCK* DE RIESGO PURO DE 100PB (*)
(puntos porcentuales)



(*) Función impulso respuesta de un modelo BVAR con restricciones de cero y signo, calibrado con los *shocks* de riesgo puro documentados por [Cieslak y Pang \(2021\)](#). Horizonte H en trimestres.
Fuente: Banco Central de Chile.

^{5/} Se considera un modelo de vectores auto-regresivos Bayesiano (BVAR) semi-estructural estimado en base a la estrategia propuesta por [Korobilis \(2020\)](#). Este incluye un número amplio de variables macroeconómicas y financieras, en conjunto con una estrategia de identificación de los *shocks* que las afectan.



GRÁFICO V.12 RESPUESTA DE LA INVERSIÓN ANTE UN *SHOCK* DE PRODUCTIVIDAD QUE AUMENTA LA TASA A 2 AÑOS EN 100PB (*)
(puntos porcentuales)



(*) Función impulso respuesta de un modelo BVAR con restricciones de cero y signo, calibrado con los *shocks* de oferta. Horizonte H en trimestres.

Fuente: Banco Central de Chile.

Conclusiones

El escenario central de este IPoM contempla una contracción de la formación bruta de capital fijo para el 2022 de 2,2% anual, dando cuenta del efecto que el deterioro de las condiciones financieras tiene sobre este componente de la demanda. Este Recuadro muestra que el impacto de los aumentos de las tasas de interés de largo plazo sobre la inversión depende de si se originan en una mayor incertidumbre o en mejores perspectivas de crecimiento. También señala que los factores de incertidumbre que actualmente están afectando a la economía chilena —del ámbito político y legislativo— explican una porción relevante del alza de tasas de este año. No puede descartarse un escenario en que la persistente incertidumbre provoque un efecto más negativo que el anticipado en la inversión. Por otra parte, en un escenario donde se reduzca la incertidumbre idiosincrática, aumentaría el dinamismo de la inversión en el mediano plazo.

