



# PREGUNTAS Y RESPUESTAS

IPoM diciembre 2021

---

## **1. ¿Por qué ha subido la inflación en Chile? ¿Es cierto que es solo es importado y que por tanto la reacción del Banco Central no debiera ser tan intensa?**

Las principales causas del aumento de la inflación en Chile son factores locales, el más importante el fuerte incremento del gasto, en particular el consumo privado. Los factores externos tienen relevancia, pero no son la principal explicación.

La inflación está subiendo en muchos países, pues la rápida recuperación de la demanda global de bienes se ha topado con una oferta contenida por problemas de abastecimiento, cuellos de botella y aumentos de los costos de transporte y de materias primas, entre otros factores.

Al comparar entre países, se observa que la magnitud del aumento de los precios de los bienes está correlacionada con el incremento de la demanda en cada uno, especialmente de consumo durable. Es decir, lo que ocurre con estos precios es básicamente producto de un factor local. Chile —y también EE.UU.— destaca entre los países donde el consumo durable ha tenido mayor crecimiento en comparación con el período pre-pandemia y donde, al mismo tiempo, la inflación de bienes ha aumentado más. En otros países, como por ejemplo Francia, los factores globales, o comunes entre economías, han tenido más preponderancia. En todo caso, 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 importado, sino más bien que ha sido causada por un factor que es común a varias economías a nivel global. Un ejemplo de esto puede ser la apertura relativamente sincronizada de las economías.

Utilizando los modelos que el Banco ocupa frecuentemente en sus proyecciones, es posible mostrar que el aumento de la demanda interna explica la mitad de la mayor inflación en el tercer y cuarto trimestre de este año. La depreciación del tipo de cambio, cuyo movimiento también se ha debido a factores locales, explicaría cerca de 20% del aumento de la inflación. Estos antecedentes están disponibles en el Recuadro IV.1 del IPoM de diciembre de 2021.

En todo caso, independiente del origen de la inflación, su aumento ha sido significativo y sus costos para las personas ya son claramente visibles. De ahí que el Banco debe reaccionar con firmeza para controlar la inflación y evitar que sus impactos negativos aumenten.

## **2.¿Por qué el escenario central del IPoM considera que la inflación seguirá tan alta en el primer semestre del 2022?**

La inflación ha aumentado rápidamente en los últimos meses, principalmente por el impacto de factores locales como el fuerte aumento del gasto interno y el traspaso a precios locales de la depreciación del peso. Si bien la política monetaria está realizando un ajuste del impulso monetario para ayudar a la convergencia de la inflación, y están finalizando las ayudas extraordinarias que se instauraron durante la pandemia, este proceso todavía tardará un tiempo. Se suma la relevancia de la indexación —el reajuste de los precios respecto de la inflación pasada— en la economía chilena, lo que tiene especial importancia en la evolución de la inflación subyacente durante los próximos meses. Ejemplo de ello es que se espera que los precios de los arriendos, los planes de salud, las colegiaturas y las matrículas de los establecimientos educacionales, entre otros, irán reflejando las alzas recientes de la inflación en los meses venideros. Se añade que, dada la metodología del INE para recoger estos precios en el IPC, varios de estos reajustes se reflejarán entre los meses de marzo y abril próximo.

## **3.¿Por qué el Banco Central tiene que seguir subiendo la tasa de interés?**

La actividad económica ya se recuperó de los efectos de la crisis del Covid-19. Por esta razón, ya no era necesario mantener una política monetaria tan expansiva como la que se instaló durante el 2020.

A esto, sin embargo, se sumó que la velocidad de recuperación de la economía fue mucho más rápida que lo esperado, resultado en que las políticas de apoyo a los ingresos desplegadas el 2021 tuvieron un fuerte impacto. De hecho, esta recuperación tomó tal velocidad, que, pese a que en el segundo trimestre la economía ya había recuperado su nivel previo a la pandemia, en el tercero el PIB tuvo un dinamismo muy elevado, creciendo 21% anualizado respecto del trimestre anterior.

Una situación como esta, donde la economía crece por sobre su capacidad, no es sostenible ni sana, entre otras razones, por sus efectos en la inflación. Por ello, el Banco debe aumentar la TPM para generar condiciones más restrictivas para el gasto y así deshacer los desequilibrios que se acumulado y que pueden ser muy costosos para todos.

## **4.¿Le preocupa al Banco que las expectativas a dos años plazo estén sobre 3%?**

La inflación ha aumentado significativamente en los últimos meses, sorprendiendo al alza en varias oportunidades. En ese contexto, era esperable que las expectativas de inflación del mercado fueran aumentando. De hecho, a dos años plazo, las expectativas de inflación se ubican por sobre 3% desde hace algunos meses.

Por ahora, no hay evidencia de que el hecho el que las expectativas a dos años plazo estén por sobre 3% esté siendo un impedimento para lograr la meta de inflación. De hecho, las proyecciones del IPoM de diciembre consideran que, con las actuales expectativas, la evolución del escenario macroeconómico y la acción de la política monetaria permiten que la inflación se ubique en 3% dentro del horizonte de política monetaria de dos años.

El Banco advirtió tempranamente la complejidad del problema inflacionario que enfrentaba la economía. De hecho, comenzó a realizar un ajuste de la política monetaria bastante antes de lo que lo están haciendo otros bancos centrales, quienes han ido moviéndose paulatinamente hacia la evaluación que el Banco tenía a mediados del 2021.

En todo caso, como resalta el IPoM de diciembre, un escenario donde las expectativas de inflación se mantengan elevadas y dificulten la convergencia de la inflación en el horizonte de política hará necesario mayores alzas de la TPM en el corto plazo.

## **5.El rango de crecimiento del 2023 se ubica entre 0 y 1%. ¿Hay alguna posibilidad que sea menor a eso?**

El escenario central de este IPoM contempla que la economía chilena cerrará el 2021 con un crecimiento entre 11,5 y 12%, lo que sitúa al país como uno de los que tendrá la mayor tasa de crecimiento en el mundo. De hecho, destaca que tras retomar los niveles pre-pandemia en el segundo trimestre del año, la economía ha seguido mostrando un elevado dinamismo en el tercer trimestre, con un aumento trimestral de 21% anualizado.

La magnitud del impulso que recibió el gasto a partir de las medidas de apoyo a los ingresos ha hecho que se acumulen desequilibrios significativos en la economía, que se reflejan en que la actividad esté creciendo muy por sobre su capacidad, que la cuenta corriente se haya vuelto muy deficitaria y que la inflación esté mostrando un significativo aumento.

Revertir estos desequilibrios requiere que la economía modere significativamente sus tasas de expansión. Con ello es probable que en algunos trimestres se registren tasas de crecimiento negativo o en torno a cero.

Una cifra negativa para la actividad tiene, sin embargo, un significado muy distinto dependiendo de la situación inicial de la economía y de la composición de dicha variación. En particular, en el escenario central del IPoM, la economía partirá de un punto extraordinariamente alto para la actividad —más de 5% sobre su potencial; una de las mayores tasas de crecimiento en el mundo en 2021—y convergerá a un nivel a fines del 2023 muy similar al que se preveía en los IPoM de junio y septiembre. Esto indica que los cambios en las tasas de crecimiento reflejan más una redistribución de la actividad en el tiempo antes que un cambio más profundo. Por otra parte, el ajuste del consumo en este período debería estar concentrado en el consumo de bienes durables, que, al haberse acumulado fuertemente en los últimos meses, continuarán prestando servicios durante un buen tiempo antes de reponerse.

## **6.¿Por qué cae la inversión en el 2022?**

El escenario base considera una caída de 2,2% de la inversión para el 2022, con un aumento marginal —0,1%— el 2023.

La caída de la inversión en el 2022 tiene varios orígenes. Por un lado, en los últimos meses se ha producido una fuerte alza de las tasas de interés de largo plazo (en torno a 300pb en el año). Como muestra un recuadro del IPoM, esto además se ha explicado por la mayor relevancia que ha alcanzado el componente de riesgo que determina el nivel de la tasa. Este tiene un impacto especialmente negativo en la inversión, lo que se refleja en la caída esperada para el 2022.

Asimismo, el cambio en las condiciones financieras y, en particular, las distorsiones generadas en el mercado de renta fija por las liquidaciones masivas de activos por las AFP, ha reducido la disponibilidad de financiamiento a largo plazo.

En tercer lugar, la elevada incertidumbre también juega un rol en las expectativas, lo que impacta a la inversión. En el Informe de Percepciones de Negocios de noviembre se encuestó a más de 700 empresas, de las cuales menos de un tercio señaló que realizaría inversiones en el 2022. Este número contrasta con la respuesta que se obtuvo en enero, cuando algo más de la mitad estimaba que realizaría inversiones el próximo año. De hecho, tanto el Catastro de la CBC como el que mantiene la OGPS muestran un bajo monto de inversión para el 2022.

Cuarto, la evolución de las condiciones financieras y la mayor percepción de riesgo ha contribuido a una depreciación idiosincrática del peso, que acumula este año algo más de un 15%, encareciendo el costo de los bienes de capital importados.

Quinto, un número importante de empresas han emergido de la crisis con mayores cargas de deuda, por lo que difícilmente estarán dispuestos a buscar financiamiento para nuevos proyectos, especialmente si ese mayor endeudamiento fuera acompañado de un descalce cambiario.

Por último, están pendientes un número importante de cambios regulatorios o tributarios que pueden afectar a industrias importantes, cuyas empresas naturalmente esperarán a tener mayor claridad sobre los mismos antes de emprender nuevos proyectos.

Todo esto ya se refleja tanto en la composición como en el flujo de inversiones, donde ha decaído el número de grandes proyectos previstos para los próximos años.

## **7. ¿Qué explica que la economía crezca tanto este año y tan poco los años siguientes?**

En el escenario central la economía crecerá entre 11,5 y 12% este año, muy por sobre su crecimiento potencial (en torno a 2,1% en el periodo 2021-2023). Además de la baja base de comparación del 2020, su significativo dinamismo se explica por el incremento excesivo de la demanda interna, en particular del consumo privado, debido a la elevada liquidez de los hogares producto de los masivos retiros de ahorros previsionales y las transferencias fiscales. Aunque la formación bruta de capital fijo también ha tenido un crecimiento importante, esta partió de un nivel más bajo en 2020 y se ha tendido a concentrar en maquinaria y equipos, que son inversiones de menor envergadura, parte de ellas para reponer, sustituir o modernizar procesos productivos.

Para los siguientes años, el escenario central contempla rangos de crecimiento del PIB de 1 a 2% y de 0 a 1% para el 2022 y 2023, respectivamente. Esta proyección considera una contracción del consumo privado y de la inversión en el 2022.

El importante descenso de las tasas de crecimiento de la economía en el 2022 y 2023 responde a la necesidad de resolver los desequilibrios que la economía ha acumulado en los últimos trimestres y que están provocando problemas, como el aumento que ha observado la inflación en los últimos meses. Todo esto, en un contexto donde el crecimiento potencial de la economía promedia 2,1% en el período 2021-2023.

## **8.¿Qué efectos tendrá la variante Ómicron en la economía?**

La aparición de la una nueva variante de la pandemia tiene implicancias de orden sanitario que, a su vez, generan efectos en la economía. El Banco Central toma como un dato las decisiones de la autoridad sanitaria, pues no es su campo de especialidad ni de acción.

Los efectos económicos de un alza de los contagios y del uso de la capacidad hospitalaria dependerán de cuán estrictas deban ser las medidas sanitarias que imponga la autoridad correspondiente. También de si ellas se asemejan o no a las medidas más estrictas que se han impuesto a lo largo de la pandemia.

En un principio, estos efectos podrían verse aminorados, pues la economía ha atravesado por un significativo proceso de adaptación que les permite a muchos sectores seguir operando aún bajo restricciones significativas a la movilidad. El impacto que tuvieron las cuarentenas decretadas en el primer semestre de este año es un buen ejemplo. Si bien abarcaron un porcentaje mucho mayor de la población nacional, su impacto económico fue mucho menor al de inicios de la pandemia.

En todo caso, lo que suceda con la variante es un tema que aún está en discusión en la comunidad científica, tanto respecto de su transmisibilidad, la severidad de la enfermedad que desarrolla quien la contraiga y la efectividad de las vacunas.

## **9.¿Qué significa que la economía esté creciendo por sobre su potencial?**

El PIB potencial se refiere al nivel de actividad coherente con una inflación estable (o cercana a su nivel objetivo) y, por tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad —diferencial entre el PIB efectivo y potencial— asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo.

El nivel del PIB potencial está dado por todos los elementos que determinan una capacidad productiva sostenible de la economía (o, en otras palabras, que no genere desequilibrios), entre ellos la dotación de los distintos factores de producción, como la fuerza laboral, el capital y tecnología disponible, o la intensidad de uso de estos.

A partir del tercer trimestre de este año, la brecha de actividad se ha tornado positiva. Ello significa que la economía está operando por arriba de un nivel sostenible, lo que provoca presiones inflacionarias. Este elevado dinamismo de la actividad es producto del significativo dinamismo de la demanda interna, en lo que han contribuido la amplia liquidez de los agentes y la reapertura de la economía. Este fenómeno ha impactado sobre todo al consumo privado.

## **10. ¿Por qué han subido las tasas de interés de los créditos hipotecarios?**

Los créditos hipotecarios son financiamientos a largo plazo y, por lo tanto, sus tasas de interés se ven muy influenciadas por lo que suceda con las tasas de interés de largo plazo en el mercado local. Estas últimas han tenido alzas importantes este año. Así, por ejemplo, las de los bonos de la Tesorería (BTP) a 10 años han subido del orden de 300 puntos base en este período.

Como se relata en un recuadro del IPoM de diciembre, varios factores explican esa alza de las tasas de largo plazo, siendo uno muy relevante el aumento de la incertidumbre.

## **Preguntas frecuentes sobre el IPoM**

### **1. ¿Qué es el IPoM?**

El Informe de Política Monetaria (el IPoM), es un documento oficial del Consejo del Banco Central que tiene como propósitos principales: (i) Informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general su visión sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) Exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) Proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. El IPoM responde además a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM se publica cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, la actividad y la demanda agregada, y los desarrollos recientes de los precios y costos.

El IPoM incluye también una sección (Capítulo 5) donde se presentan las consideraciones detrás de la estrategia de política monetaria para los próximos trimestres, y se describe cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria ante determinadas modificaciones al escenario central. Estos escenarios son los llamados escenarios de sensibilidad, que implican situaciones donde la economía se comportaría dentro de los rangos previstos en la proyección de crecimiento, pero el logro de la meta de inflación requeriría de una trayectoria de política monetaria distinta.

En el IPoM también se discuten escenarios más extremos, los llamados escenarios de riesgo. En este tipo de situaciones, la economía saldría de los límites que considera el rango de crecimiento y la política monetaria, sin duda, sería distinta. Tanto los escenarios de sensibilidad como los de riesgo juegan un rol importante para la toma de decisiones del Consejo, pues le permiten prevenir el curso de acción ante eventos que modifiquen el panorama económico previsto. De hecho, el impacto de estos escenarios de sensibilidad sobre la política monetaria es recogido en el llamado “Corredor de la TPM”, gráfico que se publica en el Capítulo 5 del Informe, y que da cuenta de los márgenes en que se movería la TPM en los próximos dos años si alguna de estos escenarios de sensibilidad se cumpliera.

## **2. ¿Qué significa que el BC tenga un esquema de metas de inflación y tipo de cambio flotante? ¿Cuál es la meta de inflación?**

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, como Chile, tienen flotación cambiaria, y se denomina ‘Esquema de Metas de Inflación’. En este marco de políticas, el Banco se compromete a que la inflación proyectada a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Este compromiso guía las expectativas de las personas y empresas, y para su cumplimiento es fundamental informar a la ciudadanía sobre el diagnóstico que el Consejo del Banco tiene del estado de la economía, así como las acciones de política que podría tomar en diferentes coyunturas. Para conseguir esto, y con ello mantener la credibilidad en el logro de la meta de inflación, el Banco ha implementado una política de transparencia activa, que considera la publicación del IPoM y otros informes, el acceso libre a la información contenida en la página web institucional, la presentación en espacios públicos de sus informes y el contacto permanente con la ciudadanía, entre otros.

La meta de inflación de 3% se define respecto de la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), a partir de la evolución mensual de los precios de una canasta representativa de consumo de bienes y servicios. Se considera un horizonte de dos años para la meta de inflación, entre otros elementos, porque los efectos de las medidas que adopta el Banco demoran en reflejarse en la economía.

La existencia de un régimen de flotación cambiaria (que el tipo de cambio se determine libremente por las fuerzas del mercado) ayuda a la política monetaria, porque permite que el tipo de cambio haga los ajustes de precios para adaptarse a eventos externos que puedan afectar a la economía chilena.

## **3. A qué se refieren con el horizonte de política, ¿cómo se diferencia con el de proyección?**

El Consejo del Banco Central 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%. Por ello, el horizonte de política se refiere a este plazo de dos años. En cambio, el horizonte al cual el Banco realiza sus proyecciones es algo diferente. En particular, en cada IPoM se incluyen proyecciones para distintas variables para el año en curso y dos años completos adicionales.

#### **4.¿Qué es el sesgo de política?, ¿cómo leer el corredor?**

El Consejo decide el nivel de la tasa de interés de política monetaria (TPM) en la Reunión de Política Monetaria que se realiza ocho veces al año. En esa reunión, el Consejo revisa la evolución de la economía, sus perspectivas y las implicancias para la convergencia de la inflación a la meta de 3%. Acorde con esto, determina si es necesario modificar la orientación de la política monetaria, ya sea decidiendo un cambio inmediato de la TPM o comunicando que lo habrá en algún futuro cercano, o si la orientación permanecerá sin cambios. Esta orientación prospectiva de la política es lo que comunica el sesgo.

El corredor de tasas envuelve las trayectorias probables en torno al escenario central descrito en el IPoM, y las trayectorias asociadas a los escenarios de sensibilidad en torno a éste. Se trata así de un corredor dentro del cual es más probable se mueva la TPM dada la información actual. Igualmente, existen escenarios de riesgos que podrían llevar a que la tasa se mueva fuera de dicho corredor. El corredor de la TPM se publica en el Capítulo 5 del IPoM, y el Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020 presenta su metodología de construcción.

#### **5.¿Qué material adicional se publica junto con el IPoM?**

La publicación del IPoM es complementada con un set de información dirigido a distintos tipos de público, y que tiene por objetivo mejorar el entendimiento de las decisiones del Consejo y la orientación futura de la política monetaria. Así, para el público especialista, el Informe es complementado con minutas sobre investigación que se ha realizado en el Banco, archivos que recolectan información histórica sobre las proyecciones y presentaciones técnicas a cargo del Consejo y miembros del staff del Banco. Para el público general, el IPoM se complementa con infografías que resumen de manera más sencilla los contenidos del Informe, presentaciones que recogen los principales temas incluidos en él, un set de preguntas y respuestas para relevar los principales temas del IPoM y un video que presenta de forma simple la información incluida en el Informe. Además, el Consejo y miembros del staff del Banco realizan presentaciones en diversas instancias para que el público general pueda acceder a estos contenidos de primera fuente.