



# PREGUNTAS Y RESPUESTAS

IPoM marzo 2022

---

## 1. ¿Por qué la inflación ha subido más que lo esperado en el IPoM de diciembre?

La inflación ha seguido aumentando y su variación anual alcanzó a 7,8% en febrero de este año. Respecto de lo considerado en el IPoM anterior, la inflación acumulada entre diciembre del 2021 y febrero del 2022 ha sido mayor que la prevista en cerca de un punto porcentual.

La principal razón detrás de la sorpresa al alza de la inflación corresponde a presiones de costos más altas y persistentes, que se dan en un contexto en que la demanda interna se mantuvo dinámica producto de las fuertes medidas de apoyo a los ingresos de las personas implementadas. Entre otros factores, las dificultades logísticas y productivas remanentes de la pandemia, tanto a nivel global como local, no han logrado resolverse del todo y siguen afectando los costos de transporte y/o la disponibilidad de suministros. Más de la mitad de la sorpresa inflacionaria se concentra en aquellos bienes de la canasta del IPC cuyos precios son menos volátiles (IPC subyacente).

Otra parte de la sorpresa radica en su componente más volátil, tanto en alimentos como combustibles, cuyos precios acumulan significativas alzas desde el IPoM pasado. En la inflación de los servicios subyacentes no ha habido grandes sorpresas.

## 2. ¿Seguirá subiendo la inflación? ¿Hasta dónde llegará?

La inflación ha aumentado significativamente a partir de la segunda parte de 2021. En junio de ese año la variación anual del IPC se ubicaba en 3,8%, cifra que aumentó hasta 7,8% en febrero pasado. La principal razón de este aumento es el excesivo incremento que tuvo el gasto interno durante el segundo semestre del año pasado —especialmente en el componente de consumo de bienes durables—, impulsado por la amplia liquidez que propiciaron las distintas medidas de apoyo a los ingresos.

El impacto de la mayor demanda se vio acentuado por una oferta de bienes y servicios que no ha logrado responder con la misma rapidez al auge del gasto, en parte porque su aumento fue excesivo y en parte porque los efectos de la pandemia en las cadenas de abastecimiento alrededor del mundo continúan presentes. Se suma el alza significativa de los costos que ha significado la evolución de las tarifas del transporte global, de los precios de las materias primas y de los salarios. Muchos de estos elementos también están relacionados en algún grado con el desempeño del tipo de cambio, que desde la crisis social de 2019 acumula una depreciación importante.

Las proyecciones de este IPoM muestran que la inflación seguirá subiendo en los próximos meses, hasta alcanzar valores cercanos a 10% anual a mediados del 2022. Ello considera que los factores antes descritos seguirán impulsando al alza los precios de venta. Por un lado, si bien la liquidez de los hogares ha disminuido, esta continúa elevada en términos históricos. Por otro, no se espera que las alteraciones de las cadenas de valor se solucionen del todo en lo inmediato, por lo que las empresas seguirán enfrentando altos costos de insumos. Se suma que la invasión a Ucrania volvió a impulsar los precios de las materias primas, en especial de combustibles y alimentos. Por último, se agrega el impacto de los procesos de indexación —reajuste de los precios considerando la inflación efectiva pasada—, lo que repercutirá principalmente en la inflación de servicios subyacentes en los próximos meses, especialmente en marzo y abril.

### **3.¿Por qué la inflación comenzará a descender a mediados de año?**

En la última parte del año, la inflación comenzará un proceso de convergencia a la meta, lo que se concretará dentro de dos años plazo, periodo que corresponde al horizonte de tiempo en que las decisiones de política monetaria logran su completo efecto sobre la economía. La desaceleración del gasto interno es un elemento clave detrás de esta proyección. En ello contribuirá el retiro de los importantes estímulos macroeconómicos aplicados, con lo que la economía crecerá por debajo de su potencial —o capacidad de crecimiento sin que se generen desequilibrios— este año y el siguiente.

Adicionalmente, se prevé que la recomposición y reestructuración más completa de las cadenas de suministro en el ámbito local y externo hagan ceder las presiones de costos relacionadas hacia 2023. La proyección también considera la reversión del shock de costos asociado a los precios de las materias primas, aportando incluso de manera negativa en la inflación anual durante el próximo bienio, de la mano de la elevada base de comparación que dejarán.

### **4.¿Por qué las expectativas de expertos consideran que la inflación a dos años plazo será superior a 3% anual?**

Las expectativas de expertos se han mantenido desde hace varios meses en niveles por sobre la meta de 3% anual a dos años plazo, lo que es un factor de preocupación. El escenario central de este IPoM incorpora una dinámica inflacionaria más persistente que lo usual, en parte, como resultado de una inflación esperada de una fracción del mercado que está por encima de esa meta en el horizonte de política monetaria de dos años. Las diferencias en la trayectoria inflacionaria respecto de lo considerado en el IPoM podrían asociarse a la divergencia entre las proyecciones para la actividad y la demanda contenidas en este Informe versus las observadas en otras mediciones. Por ejemplo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y Consensus Forecasts prevén una inflación que superará el 3% anual en la última parte del horizonte de política monetaria, pero al mismo tiempo consideran que el consumo y la inversión seguirán aumentando este año y el próximo, lo que es una diferencia importante respecto del IPoM, que supone que ambos se contraerán.

## **5.¿Cuáles serán los impactos de la guerra entre Rusia y Ucrania en la economía chilena?**

El efecto más inmediato se verá reflejado en la inflación, debido al impacto que tendrá en los precios locales el aumento del valor de las materias primas a nivel internacional. Particularmente importante ha sido el alza de los precios de la energía, los alimentos (como el trigo) y algunos metales.

Otro canal de transmisión hacia Chile será el efecto que la guerra tenga en la extensión de los cuellos de botella que han afectado la inflación a nivel mundial. Esto, por una posible escasez de insumos claves producidos por Rusia y Ucrania para industrias relevantes, como el sector automotriz.

Respecto de la actividad, el efecto inmediato de la guerra para Chile será de menor magnitud. Las proyecciones consideran que, además de los países directamente involucrados en la guerra, la economía de Europa es la que se verá más perjudicada, dada su cercanía a la zona de conflicto y dependencia comercial mutua con Rusia.

Si bien Rusia y Ucrania representan casi el 4% del comercio mundial, no están dentro de los principales socios comerciales de Chile, por lo que el impacto para la actividad local sería acotado. De hecho, en el escenario central el crecimiento de los socios comerciales en promedio para el período 2022-2023 se reduce hasta 3,3% (3,6% en el IPoM de diciembre), mientras para el mundo se ajusta a 3,1% (3,8% en diciembre).

En cuanto a las variables financieras, la guerra ha generado una mayor volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales, inclusive en Chile. Sin embargo, hasta ahora los impactos negativos del conflicto en este ámbito se han observado principalmente en los países directamente involucrados y sus vecinos.

De todos modos, la evolución futura del conflicto es altamente incierta. No se puede descartar escenarios en los que la guerra entre Rusia y Ucrania se intensifique y tenga un impacto mayor en la economía chilena que lo previsto en el escenario central de este IPoM. La propia incertidumbre que rodea a este evento hace difícil predecir cuáles efectos predominarían en estos casos y, por tanto, sus implicancias para la política monetaria local.

## **6.¿Por qué se corrige a la baja rango de crecimiento para este año y el próximo? ¿Habrá recesión?**

En el escenario central, la economía crecerá 1,0-2,0 en este año y entre -0,25/0,75% el 2023, lo que se compara con los rangos previstos en diciembre entre 1,5 y 2,5% para 2022 y entre 0,0 y 1,0% para 2023. Estas proyecciones consideran que el PIB tendrá una contracción anual durante varios trimestres.

El ajuste de las perspectivas de crecimiento se condice con una demanda interna que también se contraerá. En el escenario central, la inversión se reducirá 3,8% anual este año y 0,2% anual el próximo, en tanto que el consumo privado lo hará en 0,3 y 1,1% anual, respectivamente.

La reducción de la demanda interna está influida por el menor saldo remanente de las medidas de apoyo de 2021, el descenso del gasto fiscal y condiciones más restrictivas de acceso al crédito. Relativo a esto último, el incremento transversal de las tasas de interés de las colocaciones es uno de los elementos que más destaca, y que en el caso del financiamiento de más corto plazo se da en estrecha relación con la transmisión de los ajustes de la política monetaria local. Un aspecto interesante de esta transmisión es el aumento del ahorro de las personas en los últimos meses. La incertidumbre imperante, tanto en el plano interno como externo, también es un factor que incide en la corrección de las perspectivas de crecimiento. En este contexto, las expectativas de empresas y consumidores se encuentran en terreno pesimista según sus respectivas mediciones.

## **7. ¿Hasta dónde aumentará la TPM?**

La inflación ha alcanzado niveles no vistos en más de una década, con sorpresas importantes en los últimos meses y perspectivas que han aumentado. El excesivo incremento del gasto interno sigue siendo el principal factor detrás del alza de los precios, con impactos que se han amplificado debido a las elevadas y duraderas presiones de costos.

El Consejo ha respondido aumentando la TPM rápidamente. En los últimos meses, de hecho, lo hizo a un ritmo mayor al previsto en el escenario central del IPoM de diciembre. Así, tras la Reunión de Política Monetaria de marzo, la TPM se ubicó en 7%.

La mayor alza de la TPM contribuirá a la normalización del gasto interno —supuesto clave del descenso de las presiones inflacionarias a mediano plazo— y a un cierre algo más temprano de la brecha de actividad. Además, permitirá mitigar el impacto de la mayor persistencia de una alta inflación en la formación de expectativas.

El Consejo estima que, de darse los supuestos del escenario central de este IPoM, futuros aumentos de la TPM serían menores que los realizados en los últimos trimestres. Si bien el aumento de la TPM ha sido rápido y significativo, los riesgos para la convergencia de la inflación persisten. El Consejo los monitoreará cuidadosamente, velando por que se garantice la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria de dos años.

## **8. ¿Qué factores podrían hacer que la TPM suba más o menos que el escenario central?**

Diversos factores pueden modificar la trayectoria prevista para la TPM en el escenario central del IPoM, los que se recogen en los escenarios de sensibilidad que se plantean en el Informe.

Dentro de los escenarios de sensibilidad destaca uno en que la persistencia de la inflación aumenta. Ello requeriría una respuesta de política monetaria mayor que la del escenario central, como se observa en el límite superior del corredor para la TPM. Un segundo escenario, que corresponde al límite inferior del corredor, es uno donde la desaceleración de la demanda local es más intensa que lo previsto. En esta trayectoria negativa podrían combinarse, entre otros factores, un deterioro mayor de las expectativas y del mercado laboral y un impacto superior de la incertidumbre en la inversión. Esta sensibilidad requiere de una reducción más rápida de la TPM en respuesta a una actividad más débil que lo previsto en el escenario central.

También hay escenarios alternativos de sensibilidad que ubicarían la trayectoria de la TPM dentro de los bordes del corredor. En lo interno, una menor contracción del gasto público elevaría las presiones de demanda e inflación, además de contribuir negativamente al desempeño de las condiciones financieras por un aumento de los premios por riesgo. En una situación así, se necesitaría una política monetaria más contractiva.

En lo externo, pueden darse escenarios donde las presiones inflacionarias provocadas por la guerra en Ucrania difieran de lo estimado en el escenario central. Una posibilidad es que la evolución del conflicto contribuya a una intensificación de las restricciones de oferta vigentes, así como a un desarme de las cadenas de suministro, que impulsen aún más la inflación externa. En contraste, está la posibilidad de que prime el impacto negativo de una mayor incertidumbre en la demanda global, pero también local, en especial en la inversión. Las consecuencias de estos escenarios sobre la trayectoria de la TPM van en sentido opuesto.

El IPoM también identifica escenarios de riesgo, donde la reacción de la política monetaria superaría los límites del corredor de TPM. En esta ocasión, el Consejo destaca un escenario donde los impactos de la guerra en Ucrania adquieren características mucho más nocivas, ya sea sobre el desempeño de la actividad y/o la inflación global. Por la propia incertidumbre que rodea al conflicto, es difícil anticipar cuáles efectos predominarían en las decisiones de TPM de materializarse una situación de este tipo.

## **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.