

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

JUNIO 2022



CATEDRALES DE MÁRMOL
Región de Aysén



Informe de Política Monetaria

JUNIO 2022

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: Catedrales de Mármol/Región de Aysén

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. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO	8
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	26
RECUADROS	
Aumento de la inflación global y respuesta de política monetaria	20
Riesgos financieros del escenario externo	22
Márgenes: evolución reciente y perspectivas para la inflación	24

*/ El informe incluye la decisión de política monetaria del 7 de junio. Para la construcción del escenario central, se utilizó como cierre estadístico el 1 de de junio.



RESUMEN

La inflación en Chile ha seguido escalando, alcanzado su máximo nivel de las últimas décadas. El principal factor tras el alza de la inflación continúa siendo el significativo aumento de la demanda durante 2021. No obstante, en los últimos meses se ha profundizado el impacto de las altas presiones de costos globales, consecuencia de los mayores precios de las materias primas, la energía y los alimentos. Todo esto en un contexto en que se han mantenido las dificultades en las cadenas de distribución global, el peso permanece depreciado y la brecha de actividad sigue siendo positiva. Las perspectivas de inflación de corto plazo aumentan de forma importante, respondiendo a esta suma de factores. En línea con lo anticipado, la actividad comenzó a ajustarse en el primer trimestre, aunque con una composición de la demanda donde el consumo privado continúa siendo elevado, mientras que la inversión se debilita. A mediano plazo, el ajuste de los desequilibrios macroeconómicos se mantiene como el elemento central para que la inflación converja a 3% en un plazo de dos años. El alto nivel de inflación y la mayor persistencia asociada a sus principales determinantes han requerido de una política monetaria más contractiva para lograr dicha convergencia. Esto llevó al Consejo a elevar la TPM a 9%, estimando que para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años, serán necesarios ajustes adicionales de menor magnitud. De todos modos, los riesgos siguen siendo elevados, en particular por el nivel que ha alcanzado la inflación y su mayor persistencia.

La inflación ha continuado aumentando, ubicándose significativamente por sobre lo previsto en el IPoM de marzo. El excesivo incremento de la demanda interna en 2021 sigue teniendo una influencia relevante en el alza de la inflación en el último año. No obstante, su comportamiento más reciente se ha visto influido en mayor medida por las presiones de costos externas derivadas del incremento de los precios de los alimentos y las materias primas, y las persistentes dificultades en las cadenas productivas y de suministros a nivel global. Todo esto se da en un contexto de un tipo de cambio depreciado respecto del nivel que mostraba en marzo y una brecha de actividad que se mantiene en niveles elevados.

A diferencia de trimestres previos, la mayor parte de la sorpresa inflacionaria de los últimos meses se relaciona con los precios de los alimentos y los volátiles. La inflación acumulada entre marzo y abril —3,3 puntos porcentuales— fue significativamente superior a lo previsto en el IPoM de marzo. La descomposición de la sorpresa muestra que más del 90% de la diferencia provino de aumentos mayores a los previstos de alimentos, energía y otros componentes volátiles. Así, entre diciembre y abril, el precio de los alimentos —volátiles y no volátiles— incluidos en el IPC acumuló un alza de 10%, que se sumó al incremento de 7,7% en los precios de la energía y se compara con el aumento de 3,8% en la inflación subyacente descontados los alimentos no volátiles.

Los datos de inicios de 2022 revelan que la economía ya entró en una fase de ajuste, mostrando un leve descenso desde los elevados niveles que alcanzó el año pasado. En el primer trimestre, la serie desestacionalizada del PIB decreció 0,8% respecto del trimestre anterior, caída que alcanzó a 0,2% en el PIB no minero. En abril, la serie desestacionalizada del Imacec mostró una caída de 0,3% respecto de marzo, no obstante, esta variación fue positiva —0,2%— para el Imacec no minero.



La demanda ha evolucionado con una marcada diferencia entre el comportamiento del consumo privado y de la inversión, en donde el primero sigue en niveles elevados. Los datos del primer trimestre dan cuenta de que el consumo privado permanece por encima de lo esperado en marzo, manteniéndose en torno a sus máximos alcanzados durante 2021. El consumo de bienes durables devolvió parte de la caída de fines del año pasado y el de servicios ha continuado con un alto desempeño. La formación bruta de capital fijo (FBCF), en cambio, se ha contraído en todas sus líneas, como se anticipó en marzo. En el primer trimestre, su serie desestacionalizada cayó casi 6% respecto del trimestre anterior. El retroceso más notorio se dio en el componente de construcción y otras obras.

En el plano externo, la inflación mundial ha aumentado significativamente en los últimos meses, con una aceleración de la parte subyacente en diversas economías. El desarrollo de la invasión de Rusia a Ucrania, junto con los impactos de los confinamientos en China, ha llevado no solo a aumentos de precios en los alimentos y las materias primas, sino también a un alza de sus perspectivas. Gran parte de los bancos centrales han elevado sus tasas de referencia y/o señalado una trayectoria de retiro más rápida de los estímulos monetarios, incluidos la Reserva Federal y el Banco Central Europeo. Comparado con el cierre del IPoM de marzo, los mercados globales muestran una mayor aversión al riesgo, observándose un alza de las tasas de interés de largo plazo, una caída de las bolsas y una apreciación del dólar. En todo caso, estas tendencias han tenido cambios importantes en el período, anotándose alguna reversión de estos movimientos en lo más reciente. El mercado chileno ha tenido un comportamiento más favorable que sus pares externos. Respecto del cierre del IPoM previo, las tasas de largo plazo no muestran variaciones, la depreciación del peso está en torno al promedio de las economías emergentes y la bolsa ha aumentado, aunque en esto último han tenido relevancia factores puntuales.

Proyecciones

La mayor persistencia de los elevados costos externos y un consumo más dinámico que lo anticipado, llevan a una revisión importante de la trayectoria de inflación respecto del IPoM previo. Parte de ella ya había sido incorporada en la decisión de política monetaria de mayo. En el escenario central, se estima que la variación anual del IPC seguirá aumentando, hasta valores algo por debajo de 13% durante el tercer trimestre. A partir de allí, comenzará a descender, terminando 2022 en torno a 10%, lo que es significativamente superior a lo previsto en marzo. La revisión de la proyección de inflación subyacente a diciembre de este año también es relevante, llegando a 2,5 puntos porcentuales por sobre lo previsto en marzo. En este caso, los principales cambios responden a los mayores precios de los alimentos incluidos en este índice, al efecto del alza del tipo de cambio y a los cuellos de botella logísticos en el precio de los bienes. También tiene un efecto el mayor consumo privado que se está observando y los impactos de segunda vuelta del incremento en la inflación esperada.

Hacia 2023 y 2024, el escenario central sigue contemplando que la inflación total y su contraparte subyacente tendrán un sostenido descenso, ubicándose ambas en torno a 3% para mediados de 2024, el fin del horizonte de política monetaria de dos años. En esta proyección, la inflación total cerrará 2023 alrededor de 3%, mientras que la inflación subyacente se ubicará más cercana a 4% anual. El descenso de esta última será más lento que el de la inflación total y comenzará más tarde que lo previsto en marzo, reflejo de la mayor persistencia de los *shocks* de costos externos y de la relevancia de los efectos de segunda vuelta.

Un elemento clave para la convergencia de la inflación a la meta de 3% en un plazo de dos años es que continúe la resolución de los significativos desequilibrios que acumuló la economía en 2021. En el escenario central, en 2022 y 2023 la economía crecerá por debajo de su potencial, con lo que la brecha seguirá reduciéndose y se ubicará en niveles negativos por algunos trimestres. Se sumará una lenta reducción del precio internacional de los combustibles y los alimentos respecto de sus niveles actuales y un tipo de cambio real (TCR) que descenderá, pero seguirá por sobre sus promedios de los últimos 15 o 20 años. Esta proyección no considera cambios en los parámetros estructurales de la economía chilena.



La liquidez remanente de las medidas de estímulo adoptadas en 2021 continuará sosteniendo el consumo en lo inmediato. No obstante, la mayor parte de sus fundamentos apuntan a que este se debilitará durante la segunda parte del año. En el mercado laboral, la creación de empleo continúa, pero a una velocidad más lenta que en meses anteriores y con menores salarios reales, en un contexto en que la tasa de desempleo permanece bajo 8%. Las condiciones financieras que enfrentan los hogares se han vuelto más restrictivas, tanto por las mayores tasas de interés como por el aumento de las exigencias para obtener créditos. En este contexto, coincidiendo con el efecto de la inflación en el poder adquisitivo de los hogares, las expectativas de los consumidores se han deteriorado con fuerza en los últimos meses, empeorando la percepción sobre el empleo, la inflación y la compra de bienes.

El mayor dinamismo del consumo durante la primera parte del año lleva a revisar al alza su proyección de crecimiento para 2022, retrasando su ajuste hacia la segunda parte de este año y 2023. Lo contrario ocurre con la FBCF, para la cual se prevén caídas más significativas durante este año y el próximo. Los fundamentos de la inversión también han empeorado. En el caso de las condiciones financieras, juegan un rol relevante el deterioro ya ocurrido en el mercado de capitales y los menores niveles de ahorro de largo plazo para el financiamiento de la inversión. Se suman las revisiones del catastro de inversión de la Corporación de Bienes de Capital, la persistencia de una elevada incertidumbre y una caída generalizada de las expectativas empresariales.

El ajuste del excesivo gasto de 2021 permitirá una reducción del déficit de cuenta corriente y un aumento del ahorro nacional en el horizonte de proyección. En el escenario central, el déficit de la cuenta corriente estimado para este año aumenta a cifras del orden de 6,5% del PIB, tanto por el mayor consumo previsto como por la evolución de los precios externos. En 2023 y 2024, el déficit se reducirá hasta valores entre 4,0 y 4,5% del PIB, coherente con el ajuste del gasto interno. El ahorro nacional pasará de tasas del orden de 18,5 a 20% del PIB entre 2022 y 2024.

En el plano externo, el impulso que recibirá la economía chilena se ha reducido, particularmente por el empeoramiento de las condiciones financieras globales ante el retiro de los estímulos monetarios (Recuadro I.2). Las proyecciones del escenario central consideran que los precios internacionales de los alimentos y las materias primas se mantendrán elevados por varios trimestres. Ello es coherente tanto con menores términos de intercambio para Chile, como con condiciones financieras más estrechas, dada la respuesta de política monetaria esperada en las principales economías (Recuadro I.1). Adicionalmente, las proyecciones consideran una reducción del crecimiento de los principales socios comerciales.

En el escenario central, la reducción de la brecha que comenzó a principios de este año se prolongará por varios trimestres. De este modo, el PIB tendrá una variación anual entre 1,5 y 2,25% este año, entre -1,0 y 0% en 2023 y entre 2,25 y 3,25% en 2024. Para este trienio, la proyección contempla una trayectoria del gasto fiscal coherente con lo reportado en el último Informe de Finanzas Públicas.

El Consejo estima que, tras el alza acordada en la Reunión de junio, serán necesarios ajustes adicionales de menor magnitud en la TPM para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años. De todos modos, los riesgos siguen siendo elevados, en particular por el nivel que ha alcanzado la inflación y su mayor persistencia.

Los riesgos en torno a la evolución del escenario macroeconómico siguen siendo importantes. La parte alta del corredor de TPM refleja escenarios de sensibilidad donde la persistencia de la inflación podría ser mayor que la prevista. Esto podría ocurrir si el consumo privado continúa sin mostrar un ajuste significativo en los próximos trimestres. Más allá de que sus fundamentos indican que debería comenzar a debilitarse en el corto plazo, no puede descartarse que siga presentando un dinamismo por sobre lo previsto, en particular por la capacidad de financiamiento que otorga la liquidez remanente y el descenso en el nivel de deuda de los hogares durante 2021. Un escenario de este tipo también puede darse si se incrementan las fuertes presiones de costos globales. Ello agudizaría el problema inflacionario, dando paso a una reacción más intensa de la



política monetaria de diversos bancos centrales en el corto plazo, pero aumentando la probabilidad de una recesión global en el mediano plazo.

La parte baja del corredor de TPM da cuenta de escenarios donde las presiones inflacionarias se reducen con mayor rapidez que la prevista. Es posible que la contracción de la actividad y la demanda sea más intensa, ya sea por una mayor debilidad de la inversión o una mayor velocidad de ajuste del consumo privado. Tampoco puede descartarse que en el escenario externo se observe una reducción de las presiones de costos globales y una inflación que ceda en la mayoría de las economías, incluido Chile.

También existen escenarios donde la economía enfrentaría cambios más significativos, que ubicarían el crecimiento por fuera del rango de proyecciones del escenario central. Uno de esos escenarios podría darse si el desarrollo de la invasión rusa a Ucrania adquiere características mucho más nocivas sobre la economía mundial. También podría suceder si las condiciones financieras globales sufren un empeoramiento aún más significativo, por ejemplo, ante un escenario donde la evolución de la inflación lleve a un ajuste mucho mayor al esperado de la política monetaria de las principales economías.

La inflación ha alcanzado valores que no se observaban hace décadas, y sus efectos negativos en las familias se reflejan en la preocupación pública por este fenómeno. Se suma que las expectativas de inflación a dos años plazo de economistas y operadores financieros persisten por sobre 3%, y que las expectativas de las empresas a horizontes más largos también han aumentado. Es importante destacar que inflaciones altas por períodos prolongados se vuelven más persistentes y la evidencia indica que el costo de ajustarlas aumenta, con el consecuente impacto en el bienestar de la población. El Consejo monitoreará cuidadosamente la evolución del escenario macroeconómico, velando por que se garantice la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria de dos años.



TABLA 1: INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2021	2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Mar.22	Jun.22	Mar.22	Jun.22	Mar.22	Jun.22
IPC promedio	4,5	8,2	10,8	3,4	5,0	3,0	3,0
IPC diciembre	7,2	5,6	9,9	2,9	2,7	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)						3,0	3,0
IPC subyacente promedio	3,8	7,7	9,1	4,7	6,4	3,0	3,1
IPC subyacente diciembre	5,2	7,2	9,7	3,3	3,8	3,0	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)						3,1	3,1

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.

(2) Para el IPoM de marzo 2022 corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2024, para el de junio a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2024.

(f) Proyección.

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

TABLA 2: SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2021	2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Mar.22	Jun.22	Mar.22	Jun.22	Mar.22	Jun.22
		(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	11,8	-3,1	-4,0	-3,1	-4,1	-1,5	-0,2
PIB socios comerciales (e)	6,3	3,3	2,7	3,3	2,9	3,1	3,1
PIB mundial PPC (e)	6,1	3,1	2,6	3,4	2,7	3,3	3,2
PIB desarrolladas PPC (e)	5,1	2,9	2,4	2,0	1,5	1,8	1,7
PIB emergentes PPC (e)	7,0	3,2	2,6	4,3	3,5	4,3	4,2
		(nivel)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	423	435	425	390	370	365	345
Precio del petróleo, promedio	69	94	104	83	92	77	83
WTI-Brent (US\$/barril)							

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO
(variación anual, porcentaje)

	2021	2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Mar.22	Jun.22	Mar.22	Jun.22	Mar.22	Jun.22
PIB	11,7	1,0-2,0	1,5-2,25	-0,25/0,75	-1,0/0,0	2,25-3,25	2,25-3,25
Demanda interna	21,6	-1,2	1,4	-1,1	-3,4	2,8	2,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	18,0	-1,1	1,0	-0,7	-3,4	2,8	2,5
Formación bruta de capital fijo	17,6	-3,8	-4,8	-0,2	-2,2	2,0	3,0
Consumo total	18,2	-0,2	2,8	-0,8	-3,7	3,1	2,4
Consumo privado	20,3	-0,3	2,1	-1,1	-4,1	3,2	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,5	3,3	1,3	5,4	5,7	2,8	3,0
Importaciones de bienes y servicios	31,3	-4,7	0,0	0,7	-3,0	2,7	2,3
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	-4,6	-6,6	-3,5	-4,5	-3,2	-4,0
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	18,8	19,7	18,4	20,3	20,0	20,5	20,1
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	24,0	23,1	23,3	23,2	22,8	23,2	22,4

(f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.



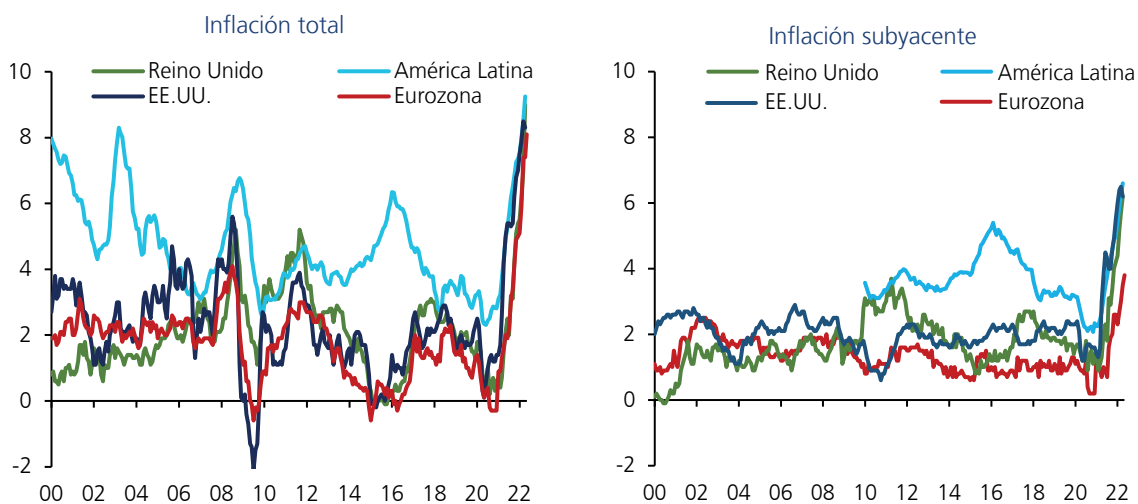
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

La inflación ha seguido aumentando con fuerza en el mundo, a medida que las presiones de costos a nivel global afectan en forma generalizada a bienes y servicios. Este fenómeno ha acelerado las perspectivas de alzas de tasas en la mayoría de los bancos centrales, transformándose en la principal causa del deterioro de las condiciones financieras globales. En Chile, la inflación ha continuado escalando y alcanzó su máximo nivel en las últimas décadas, convirtiéndose en uno de los mayores focos de preocupación de la ciudadanía. Las subidas de los últimos meses se explican en buena parte por el impacto de los mayores precios de alimentos, energía y otros volátiles, y se suman a niveles de inflación ya muy elevados, a causa de las presiones de demanda acumuladas durante 2021. La actividad comenzó a ajustarse en el primer trimestre, marcando divergencias importantes entre los componentes de la demanda: mientras el consumo se mantiene en niveles elevados, la inversión pierde fuerza. Hacia adelante, la demanda continuará en una senda de ajuste coherente con el restablecimiento de los equilibrios macroeconómicos, afectada por condiciones financieras más estrechas, una menor demanda por trabajo, la caída de los ingresos reales, la disminución de la liquidez, el peor escenario internacional, la persistencia de una elevada incertidumbre y el deterioro de las expectativas de los distintos agentes.

ESCENARIO INTERNACIONAL

La inflación mundial ha aumentado significativamente en los últimos meses, con registros que muestran alzas de precios generalizadas, lo que se traduce en una aceleración de la inflación subyacente en diversas economías (gráfico I.1). En EE.UU., a la elevada inflación de bienes, se han añadido mayores registros en servicios y en los componentes volátiles de la canasta, en medio de un mercado laboral que continúa estrecho y altos precios de viviendas. En la Eurozona, si bien la energía sigue siendo el principal factor detrás del aumento de precios, en lo más reciente se han acelerado la inflación de alimentos y las medidas subyacentes. En el Reino Unido, además de la mayor inflación de bienes y energía, los servicios han ganado incidencia, en un contexto de presiones salariales al alza. En América Latina, los precios de la energía y de los alimentos han continuado impulsando la inflación, lo que además se ha traspasado a mayores precios de algunos servicios.

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



(*) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, Colombia, Perú y México.
Fuentes: Oficinas estadísticas de cada país.

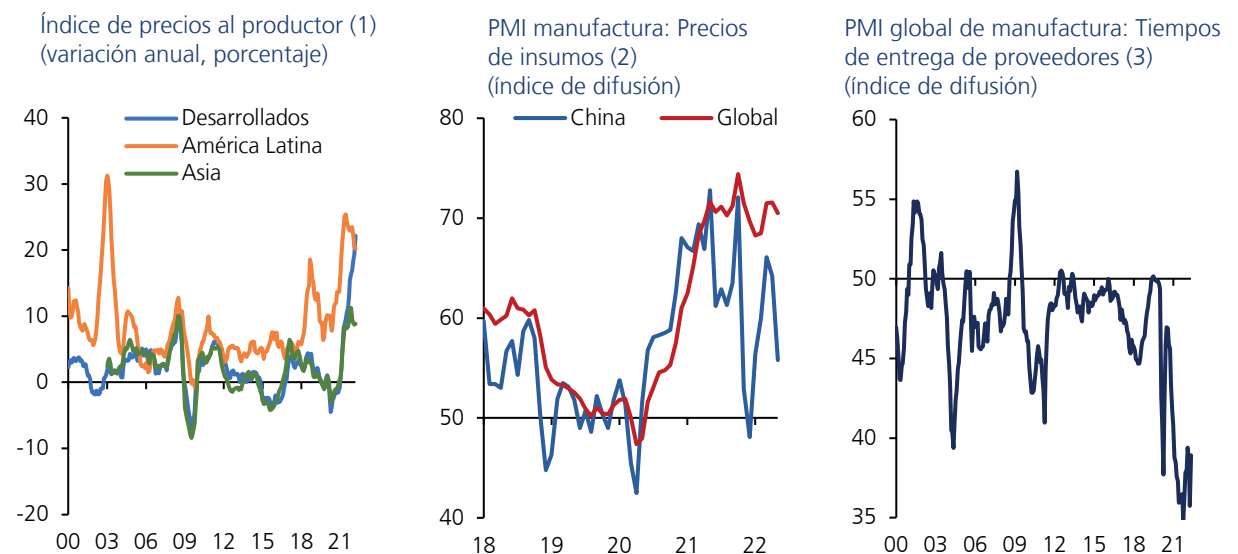


El alza de la inflación se ha dado en un escenario de persistentes presiones de costos a nivel global (gráfico I.2). Asimismo, más países han dado señales de mayor estrechez en sus mercados laborales.

Al impacto que seguía causando la pandemia sobre las cadenas de suministro global y el precio de las materias primas, se han sumado los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania y de los confinamientos recientes en China. Los índices de precios al productor han aumentado a niveles inéditos y de forma generalizada entre países en el último año, reflejando los mayores costos de materias primas e insumos intermedios.

La reimposición de confinamientos en China ha puesto presiones adicionales sobre las cadenas de suministro global, en un escenario en que este país mantiene su política de tolerancia cero frente al Covid-19. La lenta normalización de las cadenas de valor se ha visto postergada aún más por las restricciones en China, derivadas de los rebrotes durante marzo y abril, lo que provocó nuevas interrupciones de suministro y extensiones en los tiempos de entrega de los proveedores (gráfico I.2).

GRÁFICO I.2 PRESIONES DE COSTOS Y CUELLOS DE BOTELLA

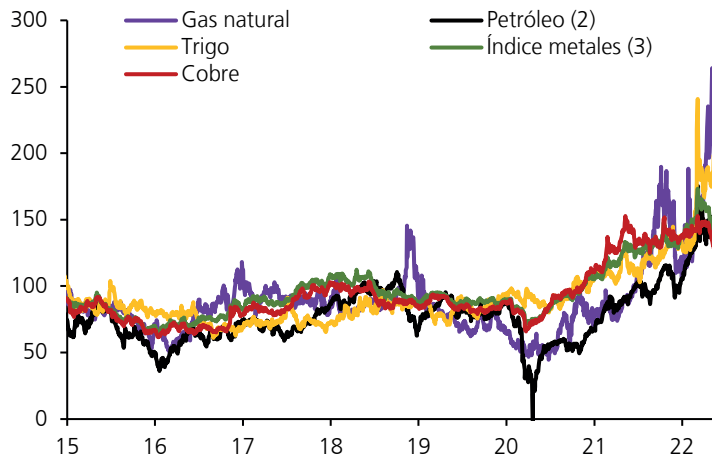


(1) Ponderaciones de acuerdo a PPC según cifras del FMI. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica mayores (menores) precios de insumos. (3) Un valor bajo (sobre) 50 indica una extensión (reducción) de los tiempos de entrega de los proveedores. Fuentes: Bloomberg, FMI, IHS Markit y JP Morgan.

Un factor importante detrás del alza de los costos ha sido el significativo aumento de los precios de las materias primas, la energía y los alimentos (gráfico I.3). El precio del petróleo persiste por sobre los US\$110 el barril, en un mercado que se percibe estrecho dada la situación de inventarios, la incertidumbre sobre la capacidad de la OPEP+ para cumplir sus compromisos productivos y el alcance de las sanciones a la importación de petróleo desde Rusia. El precio de los alimentos intensificó significativamente su tendencia al alza tras la invasión de Rusia a Ucrania. Esto se reflejó no solo en las transacciones *spot*, sino que también a lo largo de la curva de futuros, señalando una mayor persistencia. A mayo, el [índice de la FAO](#) acumuló un aumento de 17% respecto de fines de 2021, destacando los altos precios de los aceites vegetales y los cereales. El trigo y el maíz han seguido al alza, en un contexto en el que el bloqueo de puertos y los daños en la infraestructura ucraniana han generado dificultades significativas en la exportación de esos productos. Se suman las desfavorables cosechas en otros países. Además, los altos precios de los fertilizantes continúan perjudicando los costos de los productores de alimentos a nivel global, impulsados en parte importante por los precios del gas natural y por restricciones de oferta en algunos de los principales países exportadores, entre los que se encuentra Rusia.



GRÁFICO I.3 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (1)
(índice, promedio 2010-2022=100)

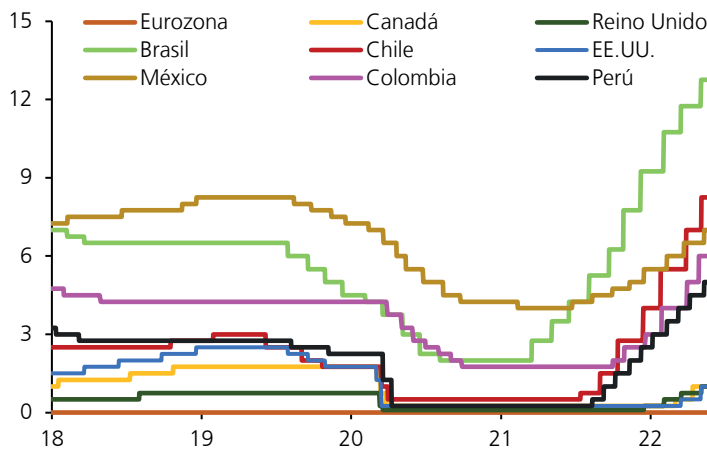


(1) Para el gas natural y trigo corresponden a futuros a 1 mes. (2) Promedio entre barril WTI y Brent. (3) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals.

Fuente: Bloomberg.

El alza generalizada de precios de los últimos meses, sumado a los elevados niveles inflacionarios iniciales, han llevado a gran parte de los bancos centrales a aumentar sus tasas de referencia y/o a señalar una trayectoria de retiro de los estímulos monetarios más rápida (gráfico I.4). La Fed realizó su mayor alza de tasas en dos décadas, anticipando subidas adicionales en las próximas reuniones y la reducción de su hoja de balance a partir de junio. Suecia, India y Australia sorprendieron al mercado al iniciar su proceso de normalización monetaria ante las mayores presiones inflacionarias. El Banco Central Europeo confirmó que finalizará el estímulo no convencional en el tercer trimestre de este año, aunque sigue conservando una postura más cauta respecto del aumento de tasas. Los bancos centrales de América Latina han seguido incrementando las tasas de política monetaria ante la mayor inflación.

GRÁFICO I.4 TASAS DE POLÍTICA MONETARIA
(porcentaje)

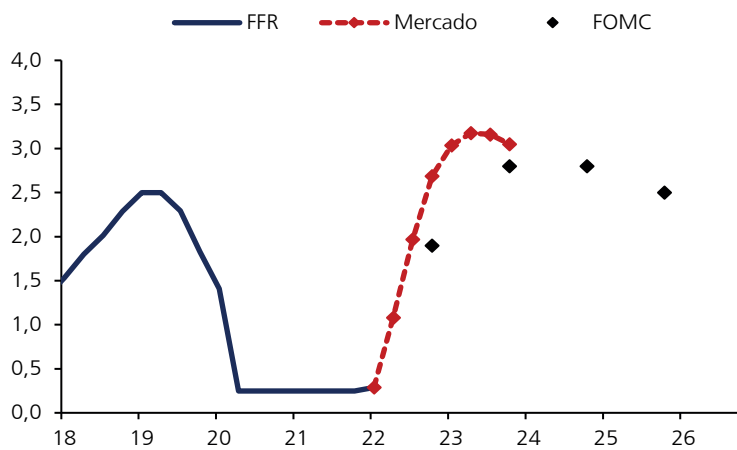


Fuente: Bloomberg.



La velocidad del aumento de los precios, las fuertes presiones de costos globales y su mayor persistencia esperada han intensificado las dudas en torno al ajuste monetario necesario para contener la inflación, lo que impone riesgos significativos para las condiciones financieras y, en particular, para las economías emergentes (Recuadro I.2). Especialmente relevante es lo que ocurre en EE.UU., donde la evolución de la inflación, sus expectativas y sus fundamentos, particularmente el comportamiento del consumo y del mercado laboral, plantean interrogantes sobre la trayectoria de alzas que deberá aplicar la Fed, en medio de tasas reales que siguen en niveles muy por debajo de su nivel neutral (Recuadro I.1). En este escenario se ha elevado de forma importante la probabilidad de una trayectoria de alzas aún más rápida por parte de la Fed y otras autoridades monetarias de países desarrollados, lo que provocaría un empeoramiento considerable de las condiciones financieras globales, generando un freno más brusco al crecimiento mundial (gráfico I.5).

GRÁFICO I.5 FED FUNDS RATE (*)
(puntos porcentuales)



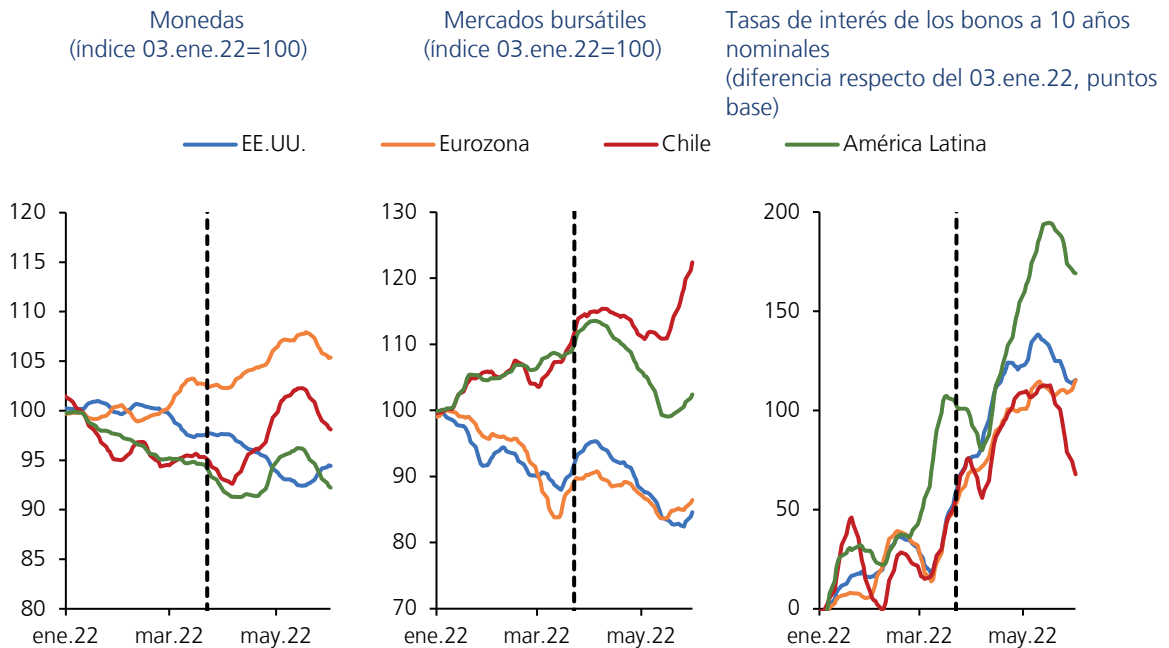
(*) Las proyecciones del FOMC corresponden a las de marzo 2022, las del mercado corresponden a los futuros al 1 de junio.
Fuentes: Fed y Bloomberg.

La evolución de la economía china también conlleva un riesgo para los mercados financieros y la actividad mundial. Las perspectivas de crecimiento de esa economía se han reducido de forma importante en los últimos meses (Capítulo II), en medio de las restricciones de movilidad antes mencionadas, un mercado inmobiliario débil y altos niveles de deuda corporativa. Entre otros efectos, esto ha repercutido en la demanda mundial de cobre y sus perspectivas. De hecho, si bien la cotización del metal se ha mantenido en niveles elevados en comparación histórica, su valor ha bajado desde los máximos de US\$4,8 la libra que alcanzó tras el inicio de la guerra, hasta cerca de US\$4,3 al cierre de este IPoM.

El aumento de los riesgos en torno al escenario económico ha llevado a un deterioro de las condiciones financieras mundiales, especialmente para las economías emergentes (gráfico I.6). El menor apetito por riesgo global, provocado por la incertidumbre respecto de la inflación, dio paso a aumentos generalizados de las tasas de interés de largo plazo, a caídas en los principales mercados bursátiles y a una apreciación global del dólar. Asimismo, los premios por riesgo soberano y corporativo han subido, particularmente en economías emergentes. Los mercados se han vuelto especialmente sensibles a las noticias sobre la inflación y la política monetaria, observándose movimientos importantes en torno a estos eventos. En América Latina se añade la incertidumbre sobre la actividad de China, lo que afectó los precios de algunas materias primas, así como las bolsas y monedas locales. No obstante, en lo más reciente estas últimas mostraron alguna reversión. El mercado chileno, por su parte, ha tenido un comportamiento más favorable que sus pares externos. El rendimiento de los bonos en pesos a 10 años se encuentra en niveles similares al cierre del IPoM de marzo, y el tipo de cambio nominal se ha mantenido depreciado, aumentando en torno a 4% desde el cierre de marzo. En este período, la evolución del IPSA ha mostrado un desempeño positivo y ha acumulando ganancias, lo que se explica por algunos factores puntuales.



GRÁFICO I.6 CONDICIONES FINANCIERAS (1) (2) (3)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2022. (2) Promedios móviles de 7 días de los respectivos índices. (3) Para América Latina considera el promedio simple entre los índices de Brasil, Colombia, México y Perú. Fuente: Bloomberg.

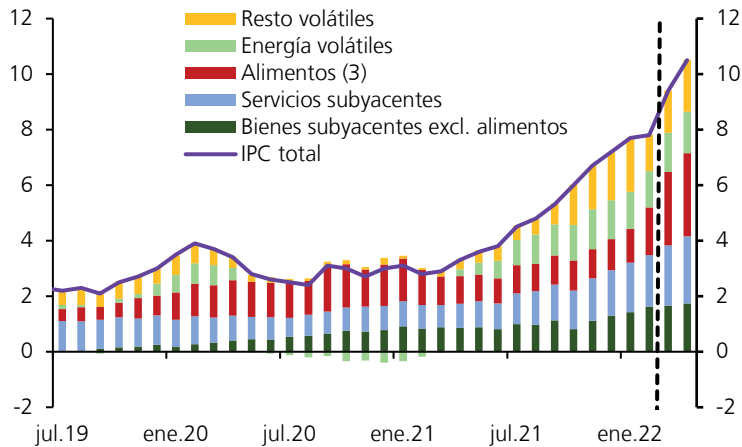
ESCENARIO NACIONAL

La inflación del IPC ha seguido aumentando, ubicándose en 10,5% anual en abril de este año, su máximo nivel en las últimas décadas (gráfico I.7). Destaca el fuerte incremento de los precios de los alimentos, que explicó algo menos de un tercio de la inflación anual acumulada a abril. Resalta también el efecto de los mayores precios de la energía, explicado por los combustibles. Esta tendencia ha estado en línea con la significativa alza de los precios internacionales (gráficos I.2 y I.3). El IPC subyacente —sin ítems volátiles— alcanzó una variación de 8,3% anual en abril. Esta cifra ha seguido vinculada principalmente al alza sostenida de los bienes, pero últimamente también ha mostrado una mayor contribución de sus componentes de alimentos y servicios, coherente con el dinamismo del consumo durante el primer trimestre del año y con los reajustes de precios y tarifas indexadas que ocurren habitualmente en marzo.

La inflación acumulada entre marzo y abril fue significativamente mayor a la proyectada en el IPoM de marzo. Esta sorpresa se explica en gran medida por el alza de los precios volátiles y los alimentos (gráfico I.8). La variación del IPC de marzo y abril resultó 1,65 puntos porcentuales (pp) superior a lo previsto. La suma de las sorpresas en los precios de los alimentos —volátiles y no volátiles— explicó gran parte de la diferencia (+0,82pp). Resaltó el mayor aumento del pan, las carnes y las frutas y verduras. Otra fracción de la sorpresa, como ha sido la tónica del último año, estuvo ligada a los precios de los combustibles (+0,17pp). La diferencia restante fue mayormente explicada por el resto de los ítems volátiles (+0,51pp), entre los que destacan los precios de los paquetes turísticos. Por el contrario, la inflación subyacente de servicios presentó sorpresas acotadas y en precios específicos, mientras que la inflación de bienes subyacentes —descontados los alimentos— estuvo en línea con lo proyectado en el IPoM de marzo.

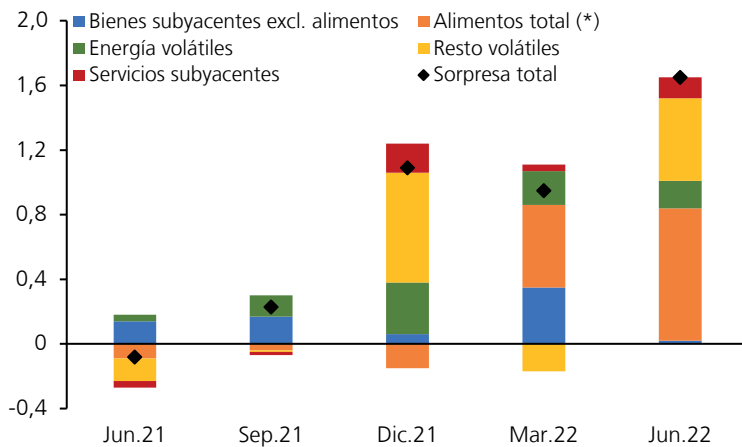


GRÁFICO I.7 INDICADORES DE INFLACIÓN (1) (2)
(incidencias en la variación anual, puntos porcentuales)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2022. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#), [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#) y [Glosario económico](#). (3) Considera la suma de alimentos volátiles y no volátiles.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO I.8 SORPRESAS INFLACIONARIAS ACUMULADAS EN CADA IPOM
(puntos porcentuales)



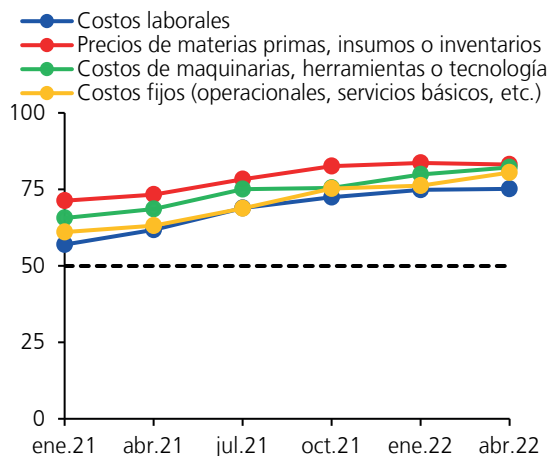
(*) Suma de alimentos volátiles y no volátiles.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



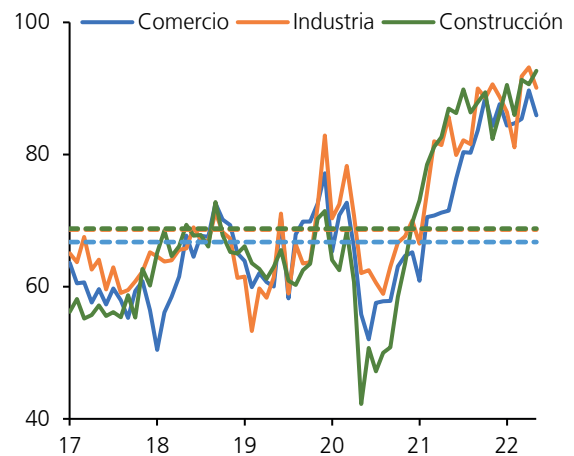
Esta mayor inflación se da en un contexto en que las presiones de costos que enfrenta la economía han aumentado significativamente. El [índice de costos de transporte](#) del INE ha continuado subiendo, impulsado por el valor de los combustibles. Los [precios al productor industrial](#) han mostrado alzas generalizadas en todos los sectores. En el [Informe de Percepciones de Negocios](#) (IPN) de mayo, las empresas reiteraron que las presiones de costos están entre los principales factores que han incidido sobre su desempeño (gráfico I.9). Estas presiones emergen de varios frentes, como la depreciación del peso, los precios de los combustibles, la persistencia de los problemas de suministro mundiales y los altos precios de algunos insumos y materias primas. Un escenario similar se refleja en las expectativas empresariales de costos recogidas en el IMCE, las que han continuado aumentando y siguen ubicándose muy por sobre sus promedios históricos.

GRÁFICO I.9 PRESIONES DE COSTOS

Percepción de la evolución de costos de la empresa en los últimos 3 meses (1)
(índice de difusión)



IMCE: Expectativas de costos (2) (3)
(índice de difusión)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 representan una mayor proporción de respuestas de aumento (disminución). (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (3) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos entre enero 2004 y mayo 2022.

Fuente: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Por su lado, la actividad comenzó un proceso de ajuste en el primer trimestre de 2022 (gráfico I.10).

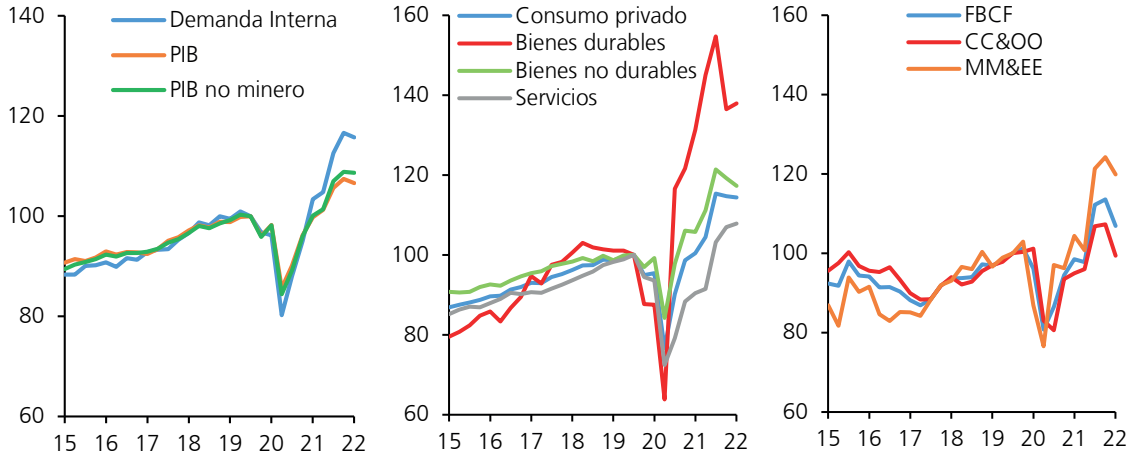
Durante ese período, la serie desestacionalizada del PIB decreció 0,8% respecto del trimestre anterior. Resaltaron las caídas en la actividad del comercio, el sector agropecuario-silvícola y la minería, lo que contrasta con la expansión de los servicios, en especial los personales. El Imacec de abril mantiene esta tendencia a nivel agregado, aunque su componente no minero sorprende al alza, reforzando que el ajuste de la economía está en marcha, pero más lento que lo esperado, particularmente en el comercio y los servicios de transporte.

El ajuste de la actividad se da con una marcada diferencia entre el comportamiento del consumo y la inversión, en donde el primero aún se mantiene en niveles elevados (gráfico I.10).

Los datos del primer trimestre señalan que, contrario a lo anticipado, el consumo privado no ha perdido dinamismo de forma relevante, pues permanece cerca de los máximos alcanzados durante 2021. De hecho, el consumo de durables, que sufrió una caída significativa a fines del año pasado, volvió a aumentar en el primer trimestre. Destaca también el consumo de servicios, que ha continuado con un alto dinamismo, especialmente en ítems como la salud, restaurantes y hoteles, y transporte, reflejo de la reapertura de la economía y mayores niveles de movilidad.



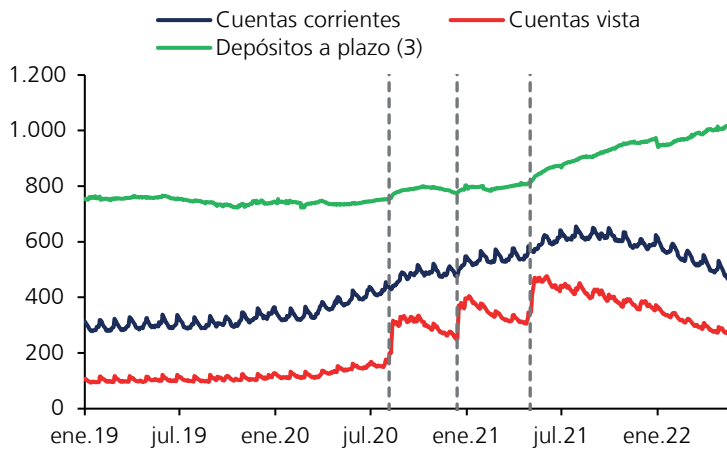
GRÁFICO I.10 INDICADORES DE ACTIVIDAD Y DEMANDA
(índice, tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

La resiliencia del consumo coincide con el mayor uso de la liquidez proveniente de las medidas de estímulo fiscal y de los retiros de los fondos de pensiones. De todas formas, esta sigue elevada en perspectiva histórica. Si bien el ahorro a plazo de los hogares se ha incrementado desde el tercer retiro, los saldos de las cuentas corrientes y a la vista de las personas muestran que la liquidez agregada de los hogares continúa muy por sobre sus niveles anteriores a la pandemia (gráfico I.11).

GRÁFICO I.11 SALDOS REALES EN CUENTAS DE PERSONAS (1) (2)
(millones de UF)



(1) Las tres líneas verticales indican el inicio de los pagos asociados a los retiros parciales de fondos previsionales. (2) En enero de 2022 se actualizó el Compendio de Normas Contables para Bancos de la Comisión para el Mercado Financiero, el cual se utiliza para la elaboración de las estadísticas monetarias (3) Incluye tanto depósitos a plazo como cuentas de ahorro a plazo de personas. Fuente: Banco Central de Chile.

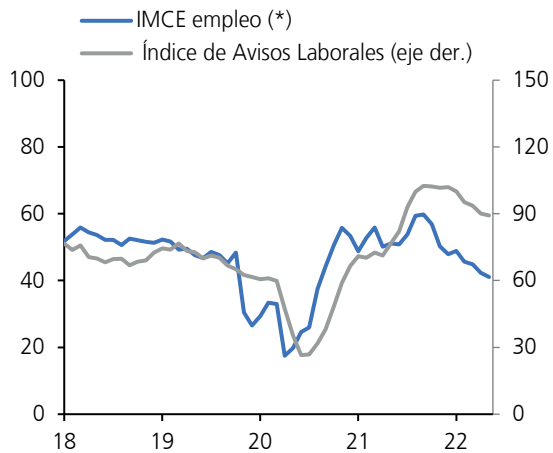


A diferencia del consumo, la inversión ha perdido dinamismo en todas sus líneas (gráfico I.10). En el primer trimestre del año, la serie desestacionalizada de la formación bruta de capital fijo (FBCF) cayó 5,9% respecto del trimestre anterior. El retroceso más notorio se dio en el componente de construcción y otras obras. La maquinaria y equipos también decreció, en lo que resalta la caída de importaciones de motores, generadores, transformadores eléctricos y maquinaria de uso industrial.

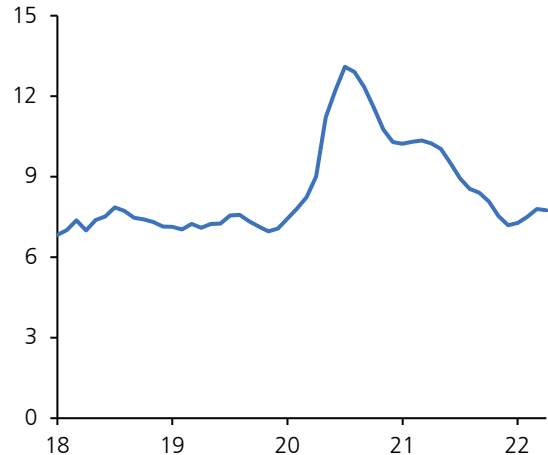
En el mercado laboral, destaca la pérdida de fuerza de la demanda por trabajo. El Índice de Avisos Laborales de Internet ha retrocedido cerca de 20 puntos desde los máximos del segundo semestre de 2021, al mismo tiempo que las expectativas de contratación (IMCE) se reducen sostenidamente desde hace varios meses (gráfico I.12). Los antecedentes recogidos en el IPN de mayo también apuntaban a un menor dinamismo del empleo en los meses venideros. Las encuestas laborales continúan evidenciando un aumento de la ocupación asociado a la mayor participación laboral, aunque a una menor velocidad en el margen. Este encuadre es coherente con salarios reales que han descendido de manera importante, en medio del aumento de la inflación. De todas formas, la tasa de desempleo continúa por debajo de su promedio de las últimas décadas —7,7% en el trimestre móvil febrero-abril (gráfico I.12).

GRÁFICO I.12 MERCADO LABORAL

IMCE empleo e Índice de avisos laborales de internet
(índice; índice enero 2015 = 100, prom. móvil trim.)



Tasa de desocupación
(porcentaje)



(*) Promedio de los indicadores de empleo en comercio, industria y construcción. Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

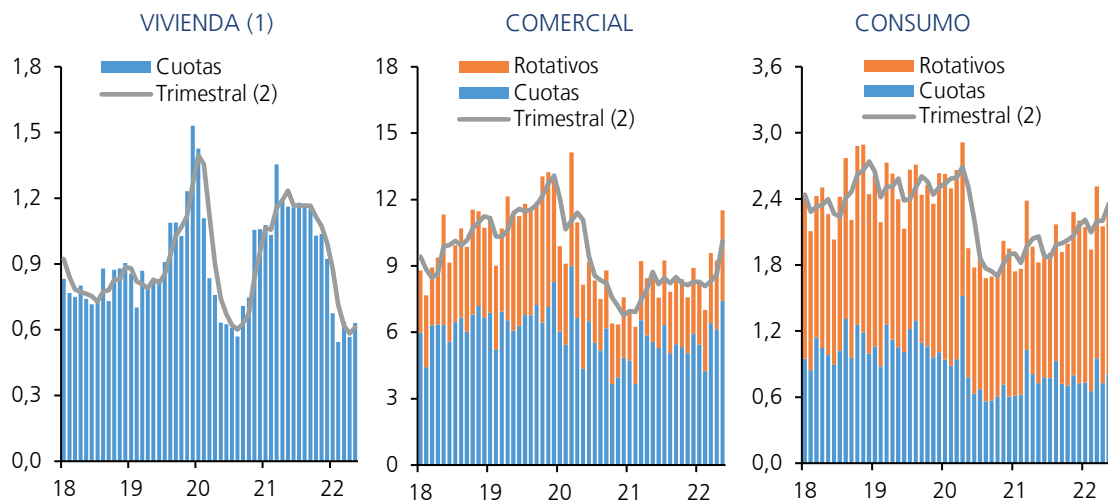
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Icare/Universidad Adolfo Ibáñez y Banco Central de Chile.

Las condiciones financieras que enfrentan hogares y empresas se han vuelto más restrictivas, fruto del alza de las tasas de interés y las mayores exigencias al momento de otorgar créditos. El promedio de las tasas de colocación de consumo se acerca a sus máximos de los últimos siete años, ubicándose en 25,1% anual en mayo. Las comerciales, ya bastante por sobre el récord de la última década, se sitúan en 12,3% anual. En tanto, las tasas hipotecarias en UF —de mayor plazo y, por lo tanto, más relacionadas a las tasas *benchmark* de más largo plazo— se encuentran en 4,4% anual. Además, según antecedentes recopilados en el IPN de mayo, al aumento de tasas se suma una evaluación crediticia más exhaustiva y la petición de mayores exigencias por parte de los bancos. La [Encuesta de Crédito Bancario \(ECB\) del primer trimestre](#) también muestra que la oferta de crédito continuaba contenida.



En este contexto, el crédito bancario se ha seguido desacelerando y su ratio respecto del PIB se encuentra por debajo de su promedio histórico. Los datos a mayo dan cuenta de un magro comportamiento de las colocaciones reales (gráfico I.13). El flujo mensual de nuevas colocaciones de vivienda se ha reducido en cerca de 50% en comparación con mayo de 2021 y se encuentra en torno a sus mínimos de los últimos años. Los flujos de créditos de consumo y comercial aún permanecen por debajo de lo que registraban previo a la pandemia. No obstante, el primero de ellos ha crecido en comparación anual, principalmente por un aumento sostenido de los créditos rotativos —líneas de crédito y tarjetas, y el segundo de ellos evidenció un repunte en mayo. De todas formas, tal como se menciona en el [Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre](#), la morosidad se mantiene baja y estable, aunque las provisiones se mantienen elevadas, en medio de la alta incertidumbre local.

GRÁFICO I.13 FLUJO DE CRÉDITO
(US\$ miles de millones constantes a precio de abril del 2022)

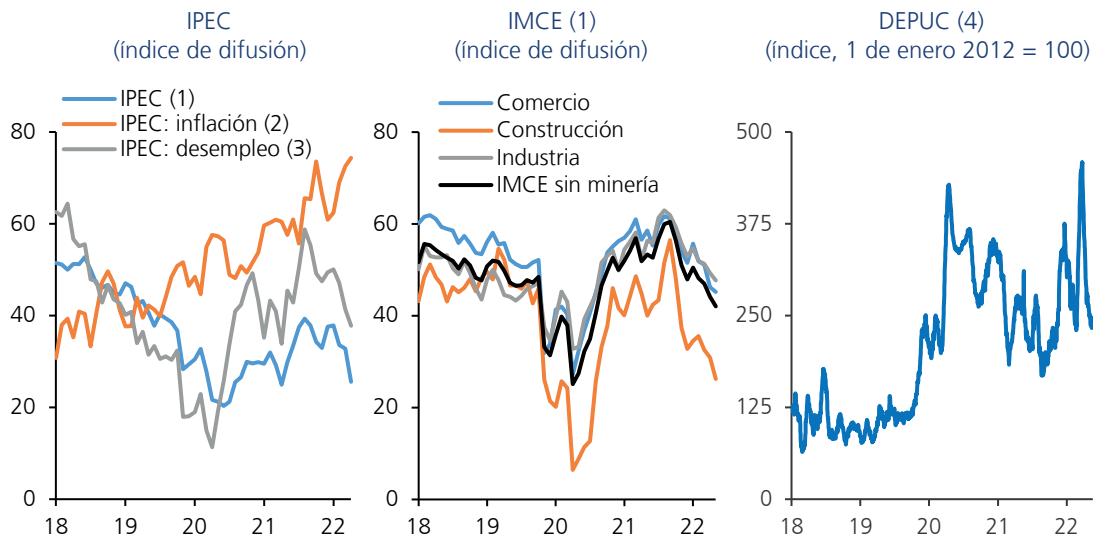


(1) Solo se incluyen operaciones en UF. (2) Promedio móvil trimestral.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Todo lo anterior coincide con un importante deterioro de la confianza de empresas y hogares, a lo que se suma la persistencia de una alta incertidumbre (gráfico I.14). Las expectativas de los consumidores (IPEC) han caído fuertemente en los últimos meses, a la vez que ha empeorado la percepción respecto del empleo y la inflación. En línea con esto, el IPN de mayo da cuenta de la preocupación de las empresas sobre el eventual efecto de la inflación sobre las futuras decisiones de consumo de los hogares. A su vez, la confianza empresarial (IMCE) descendió transversalmente entre sectores, especialmente en la construcción. Todo esto ha ocurrido en medio de una incertidumbre (DEPUC) que se mantiene muy elevada y que incluso ha llegado a superar los máximos de inicios de la pandemia.



GRÁFICO I.14 INDICADORES DE PERSPECTIVAS E INCERTIDUMBRE



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Porcentaje de encuestados que cree que los precios aumentarán “Mucho” en los próximos 12 meses. (3) Un valor mayor (menor) indica más (menos) desempleo. (4) Promedio móvil de 30 días. Desde diciembre del 2021, el índice incluye una actualización al diccionario de palabras utilizado para su construcción, como una forma de incorporar nuevos elementos que influyen en la coyuntura local.

Fuentes: GfK/Adimark, Icare/Universidad Adolfo Ibáñez y Banco Central de Chile en base a [Becerra y Sagner \(2020\)](#).

EXPECTATIVAS ECONÓMICAS

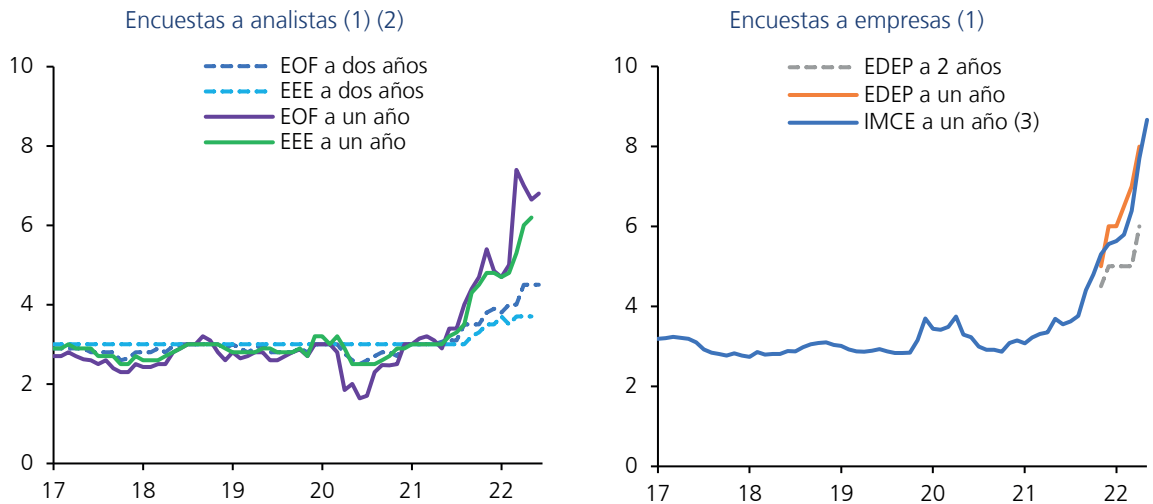
Las expectativas de inflación a dos años plazo siguen por sobre 3%, aunque la mayor alza se observa en las medidas de más corto plazo (gráfico I.15). A un año, la mediana de las encuestas —la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de junio— ubican la inflación en 6,2 y 6,8%, respectivamente (5,3 y 7,4% en el IPoM anterior). Para el final del horizonte de política monetaria, las perspectivas no muestran grandes cambios respecto del IPoM de marzo y continúan por sobre 3%. Las expectativas de inflación que se desprenden de los precios financieros también han continuado incrementándose, aunque sus aumentos se han concentrado en el horizonte de un año. Al cierre estadístico, los seguros de inflación la ubican en 6,8% a doce meses. En tanto, las compensaciones inflacionarias a plazos más largos siguen mostrando una inflación por sobre el 3% —6,2 y 4,7% a dos y cinco años, respectivamente. De todas formas, es importante tener presente que esta última medida es afectada por los premios por liquidez, riesgo y otros elementos que se intensifican en escenarios de alta incertidumbre como el actual ([Recuadro IV.1, IPoM diciembre 2016](#); [Recuadro V.1, IPoM marzo 2022](#)).

Las expectativas de las empresas respecto de la inflación también se han incrementado (gráfico I.15). Tanto los datos de la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) de abril como los del IMCE de mayo indican que las empresas esperan una inflación cercana a 8% a un año. Por su lado, casi el 80% de las empresas entrevistadas en la Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN) de mayo estima que durante los próximos doce meses la inflación estará muy por encima de lo que se considera normal para ese horizonte.

Las expectativas de actividad se han corregido a la baja para este año y el siguiente. En la EEE de mayo, las medianas de las expectativas de PIB para 2022 y 2023 se redujeron a 1,5 y 0,5%, respectivamente (2,0 y 1,5% en marzo). Para 2024 se sigue anticipando un crecimiento de 2,0%. Las perspectivas sobre el consumo y la inversión también se han deteriorado, ubicándose en 1,0 y -1,0% respectivamente para este año, y en torno a 0% para el próximo.



GRÁFICO I.15 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(variación anual, porcentaje)

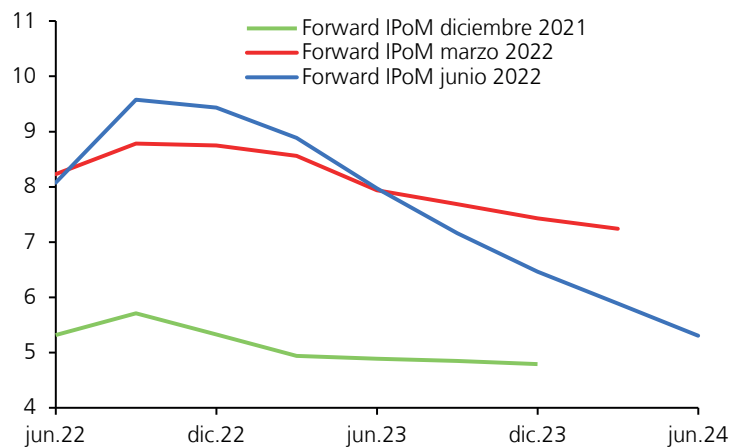


(1) Se muestran las medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de junio de 2022. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible. (3) Promedio de las medianas de comercio e industria.

Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez y Banco Central de Chile.

En este contexto, el mercado local ha ajustado al alza la trayectoria esperada para la TPM. Las expectativas de TPM contenidas en las encuestas —EEE y EOF— se han incrementado. La primera de ellas ubica el nivel terminal en 9,0%, el que se alcanzaría en la Reunión de junio. En tanto, en la EOF se estima que la tasa llegará hasta 9,5% en julio. Además, en ambas encuestas se anticipaba que la TPM se mantendría en esos valores hasta al menos diciembre de este año, para luego comenzar a descender. Por su parte, las expectativas implícitas en los precios financieros auguraban una trayectoria algo diferente, ubicando el punto de inflexión de la trayectoria de tasas en septiembre de este año (gráfico I.16).

GRÁFICO I.16 EXPECTATIVAS DE TPM (1) (2)
(promedio trimestral, porcentaje)



(1) 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). (2) Promedio trimestral al 7 de diciembre de 2021, al 23 de marzo de 2022 y al 1 de junio del 2022, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO I.1:

Aumento de la inflación global y respuestas de política monetaria

La inflación y sus perspectivas han seguido subiendo a nivel global, acumulando señales de persistencia y superando las proyecciones de bancos centrales y analistas. El comportamiento de las medidas subyacentes sugiere que el incremento de precios se ha vuelto cada vez más generalizado. La proporción de ítems cuyo precio ha aumentado más que la meta ha llegado a máximos históricos en EE.UU. y la Eurozona (gráfico I.17). Todo esto ocurre en un contexto en que en varias economías se observan evidentes señales de estrechez del mercado laboral y/o el gasto ha seguido aumentando en servicios y permanece alto en bienes. Se suma que las restricciones en China y la invasión de Rusia a Ucrania mantendrán elevados por más tiempo los precios de los alimentos y la energía, al mismo tiempo que harán persistir los cuellos de botella que enfrentan algunos bienes.

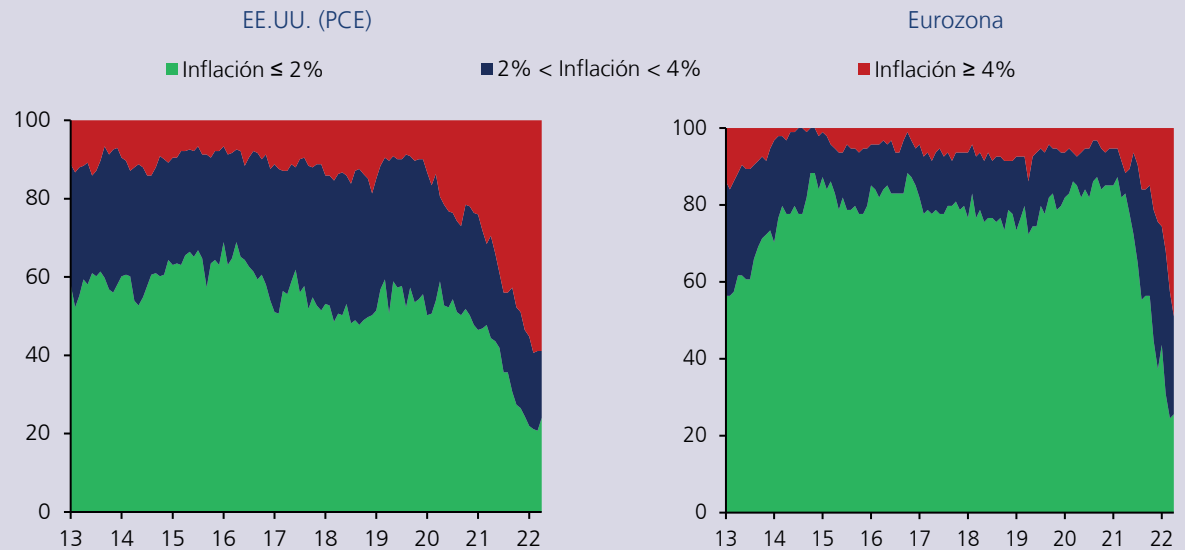
La mayoría de los bancos centrales ha comenzado a aumentar sus tasas de política monetaria para frenar las alzas inflacionarias, sin embargo, la velocidad e intensidad del proceso varía considerablemente entre economías (gráfico I.18). En varias economías emergentes, y especialmente en América Latina, el ciclo se inició alrededor de mediados de 2021 y ha avanzado rápidamente, lo que les permite tener tasas reales por encima o en torno a sus propias estimaciones de tasas neutras. En las desarrolladas, el ritmo de alza ha sido notoriamente más lento y menos intenso. Los bancos centrales de países exportadores de materias primas han tendido a responder más rápido que la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) o el Banco Central Europeo, que aún no comienza a aumentar las tasas de interés, pero ha señalado que estaría pronto a hacerlo. En estas últimas dos economías, las tasas reales de corto plazo aún son negativas y se ubican significativamente por debajo de las estimaciones de tasa neutral, lo que se traduce en estímulos aún positivos (gráfico I.18).

El hecho que economías de relevancia mundial mantengan tasas de política monetaria en niveles altamente expansivos incuba riesgos significativos, tanto para ellas como a nivel global. Mientras más se prolongue la elevada inflación, aumenta la probabilidad de que ingresen en un espiral nocivo de precios-salarios y/o que las expectativas de inflación se desanclen y afecten la formación de precios, provocando que la inflación se mantenga en niveles elevados por aún más tiempo. En la medida que esto se generalice, dificultaría la convergencia inflacionaria incluso en economías que comenzaron a aumentar sus tasas antes, como Chile. En ese escenario, cuya probabilidad aumenta en la medida que persistan los altos niveles de inflación, los bancos centrales tendrían que intensificar repentinamente el alza de sus tasas, pudiendo generar importantes turbulencias en los mercados financieros globales, y empeorando significativamente las condiciones financieras para las economías emergentes (Recuadro I.2).

El escenario central del IPoM considera que el ritmo de alza de tasas de la Fed será algo más rápido e intenso que el incorporado en los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM. Esta política monetaria más contractiva, junto con la significativa caída de los precios de los activos financieros a nivel global en lo más reciente explican, en parte, que las perspectivas de crecimiento global del escenario central estén por debajo de lo considerado por organismos internacionales y/o el consenso de los bancos de inversión. Además, al igual que en los últimos IPoM, uno de los escenarios de sensibilidad supone nuevas sorpresas inflacionarias a nivel global y mayores alzas de tasas tanto de la Fed como de otros bancos centrales. En ese escenario, la trayectoria de la TPM sería más elevada que la del escenario central (Capítulo II). Alternativamente, se considera un escenario de sensibilidad donde las presiones inflacionarias ceden por sí solas, requiriendo reacciones más moderadas de política monetaria en las principales economías. Es decir, un encuadre más similar a lo implícito en los actuales precios de mercado y proyecciones de actividad mundial de las principales contrapartes.



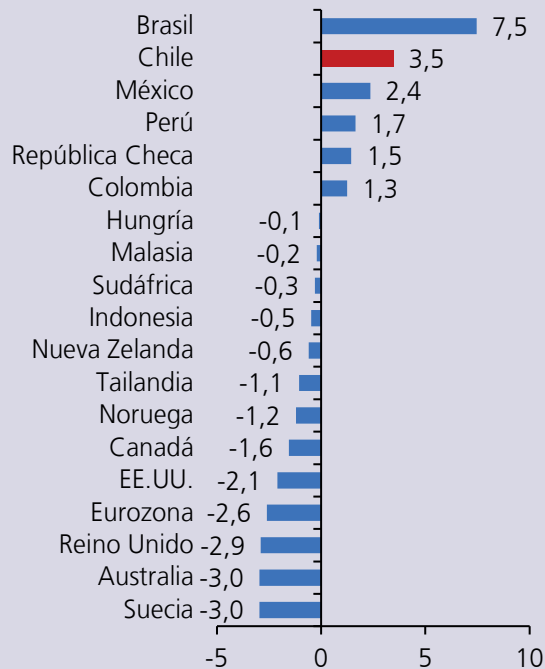
GRÁFICO I.17 DISTRIBUCIÓN DE ÍTEMS DE LA CANASTA DE CONSUMO SEGÚN AUMENTO DE PRECIOS (porcentaje)



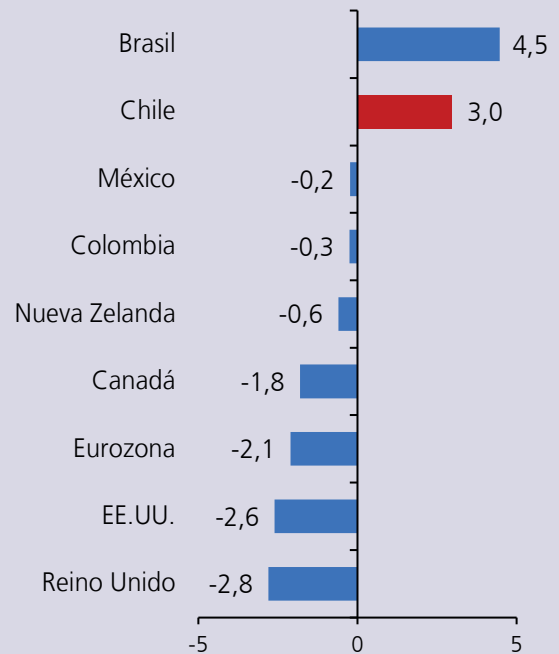
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.18 TPM REAL Y EN BRECHA RESPECTO DE LA TPM NEUTRAL

TPM real
(TPM - expectativa de inflación 2T23,
puntos porcentuales)



Diferencial entre TPM real y tasa neutral (*)
(puntos porcentuales)



(*) Estimaciones de tasa neutral publicadas por los bancos centrales de cada país.
Fuentes: Bancos centrales de cada país y Bloomberg.



RECUADRO I.2:

Riesgos financieros del escenario externo

Las altas presiones inflacionarias han elevado las perspectivas para las tasas de política monetaria a nivel global, constituyendo el principal factor detrás del deterioro de las condiciones financieras mundiales desde el IPoM de marzo. En particular, la Fed ha comenzado con el retiro del estímulo monetario convencional y no convencional, y las sistemáticas sorpresas inflacionarias y la evolución de sus fundamentos sugieren que esto podría intensificarse hacia adelante (Recuadro I.1). En el pasado, estos eventos ocasionaron salidas de capitales relevantes para las economías emergentes. Así, el retiro de estímulo por parte de la Fed, la incertidumbre sobre la intensidad con la que este proceso continuará y las potenciales consecuencias que tendría sobre las economías emergentes, han elevado considerablemente la aversión al riesgo, especialmente para activos de economías emergentes. Se suman como factores de vulnerabilidad el elevado nivel que aún mantienen los precios de algunos activos, particularmente las viviendas; el alto nivel de apalancamiento soberano y corporativo; el aumento de la incertidumbre global por el conflicto entre Rusia y Ucrania; y las señales de debilidad de la economía china.

Las bolsas mundiales han tenido caídas importantes en lo reciente, y no se descarta una profundización de estas tendencias, especialmente en las economías desarrolladas. En estas últimas, si bien el nivel de las bolsas ya luce algo más coherente con las perspectivas de utilidades, es esperable que continúen cayendo en la medida que se intensifique el ciclo contractivo de política monetaria global, siga aumentando la aversión al riesgo y empeoren las perspectivas de crecimiento. Tras el inicio de la pandemia, los precios de las viviendas aumentaron fuertemente en las economías desarrolladas, impulsados por los cambios en las preferencias y el rápido crecimiento del crédito hipotecario (gráfico I.19). Sin embargo, las alzas recientes en las tasas de interés de largo plazo y la menor liquidez global se han traspasado al costo de estos créditos, elevando la probabilidad de una reversión de los precios de los bienes raíces, lo que el Banco Central Europeo destacó como un riesgo relevante en su último reporte de estabilidad financiera. El deterioro en los precios de los activos podría afectar además la economía global vía la caída en el consumo por la menor riqueza de los hogares y su menor ingreso disponible^{1/}.

Los elevados niveles de endeudamiento soberano y corporativo también vaticinan potenciales complicaciones, especialmente en combinación con mayores tasas de interés y menor liquidez global. Estos factores han provocado un importante incremento en el costo de financiamiento para gobiernos y empresas en economías desarrolladas y emergentes. Si bien aún se mantienen en niveles no muy alejados de promedios históricos, el incremento de la deuda tras el Covid-19 y las peores perspectivas de crecimiento conforman un encuadre de debilidad que podría gatillar problemas de sostenibilidad (gráfico I.20). En China, la situación también luce delicada, dados los desequilibrios acumulados en los últimos años en el sector inmobiliario. Además, varias economías emergentes muestran déficits de cuenta por sobre sus promedios históricos.

El contexto actual eleva la probabilidad de que las condiciones financieras para Latinoamérica y Chile empeoren aún más^{2/}. El escenario central de este IPoM anticipa un ritmo de normalización monetaria de la Fed más rápido que el implícito en los precios de mercado, y además considera un escenario de sensibilidad donde mayores presiones inflacionarias pudieran acelerar el proceso aún más. En el pasado, estos episodios han gatillado salidas relevantes de capitales de la región, provocando problemas de sostenibilidad de deuda y recesiones económicas^{3/}. Además, varios factores internacionales mitigadores de otros episodios estarían ausentes: el dólar se ha apreciado, las tasas de interés de largo plazo están aumentando, el ciclo económico está entrando en una fase de menor expansión, las perspectivas para China han empeorado y existen riesgos de que los precios de algunas materias primas, como el cobre, caigan ante la mayor debilidad global^{4/}. En Chile, se suma que los espacios de política monetaria y fiscal se han acotado dado el contexto inflacionario actual, y que los retiros de fondos de pensiones han reducido la capacidad de estos para mitigar una potencial salida de capitales de no residentes^{5/}.

^{1/} [Case, Quigley y Shiller \(2013\)](#) y [Sousa \(2009\)](#) y [Alfaro y Sagner \(2021\)](#).

^{2/} Esto fue reconocido como unos de los elementos centrales del escenario externo en el reciente [Informe de Estabilidad Financiera](#).

^{3/} Ver [Rey y Miranda Agrippino \(2022\)](#) y [Miranda-Agrippino y Nenova \(2022\)](#).

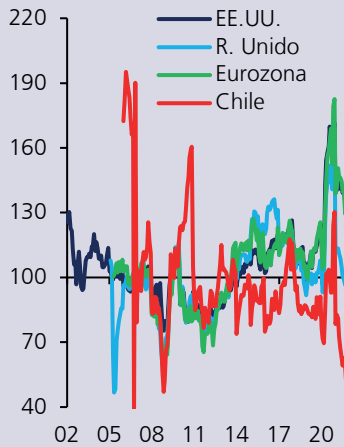
^{4/} [Recuadro I.1 IPoM Marzo 2017](#).

^{5/} [Informe de Estabilidad Financiera Primer Semestre 2022](#).

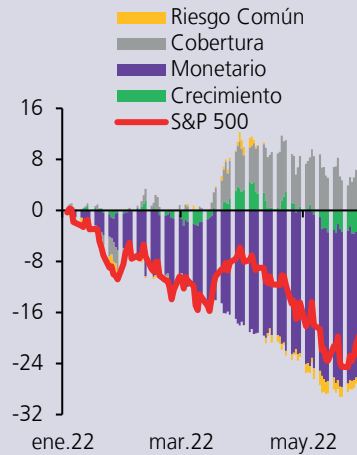


GRÁFICO I.19 RATIOS PRECIO/UTILIDAD, DESCOMPOSICIÓN S&P 500 Y PRECIOS DE VIVIENDAS

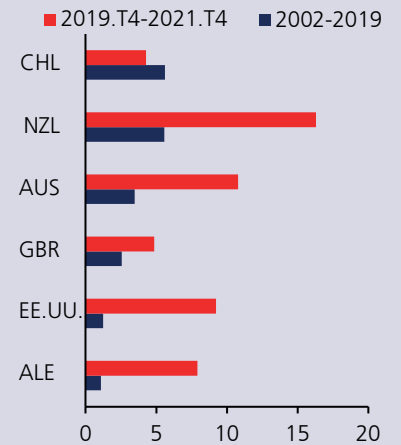
a. Razón precio/utilidades esperadas a doce meses (promedio 2006 - 2019 = 100)



b. Descomposición de cambios acumulados del S&P 500 (1) (puntos porcentuales)



c. Crecimiento promedio precios reales de las viviendas (puntos porcentuales)

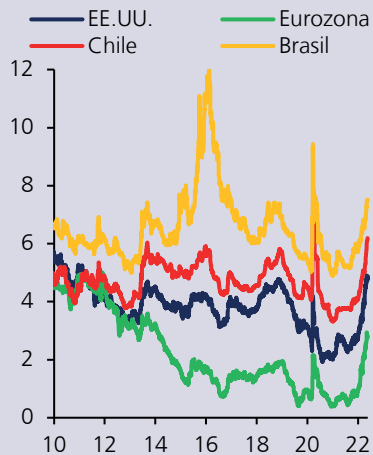


(1) El modelo descompone los movimientos comunes de las tasas de 2, 5 y 10 años y el índice accionario, identificando los distintos efectos según los tamaños relativos y signos de los coeficientes (Cieslak y Pang, 2021). Tasas usadas corresponden a los swaps cero-cupón.

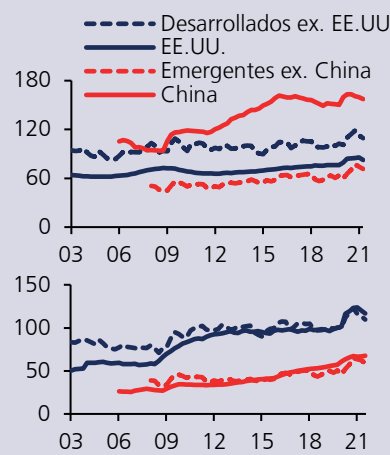
Fuentes: Banco Central de Chile, Bank for International Settlements y Bloomberg.

GRÁFICO I.20 TASAS DE BONOS CORPORATIVOS Y SOBERANAS, Y NIVELES DE DEUDA

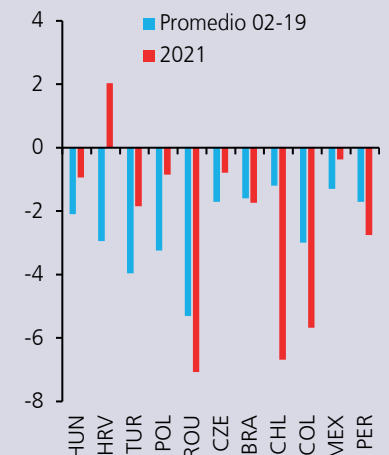
a. Tasas de bonos corporativos (EE.UU. y Eurozona: clasificación BBB; Chile y Brasil: índices CEMBI; puntos porcentuales)



b. Deuda corporativa no financiera (panel superior) y deuda soberana (panel inferior) (porcentaje del PIB)



c. Cuenta corriente como porcentaje del PIB (*) (puntos porcentuales)



(*) El dato de 2021 para Hungría, Croacia, Rumania, República Checa y Brasil corresponde a la estimación del FMI para el año 2021.

Fuentes: Bank for International Settlements, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



RECUADRO I.3:

Márgenes: evolución reciente y perspectivas para la inflación

La inflación ha aumentado en Chile y en el mundo en los últimos meses. Las causas y su relevancia varían entre economías, contándose entre ellas: la alta demanda, en un contexto de costos presionados por disrupciones de las cadenas productivas; aumentos en el valor del transporte y las materias primas; y una menor oferta de trabajo. En este contexto, han surgido dudas respecto de si la mayor inflación también podría reflejar un traspaso de costos a precios por sobre lo usual, es decir, un aumento en los márgenes de venta de las empresas que va más allá del ciclo económico. Este Recuadro, utilizando microdatos a nivel de empresas, estudia dicha hipótesis para la economía chilena.

Los márgenes de venta se definen como la razón de precios de venta a costos marginales de producción y tienen un valor promedio que depende de la demanda que enfrenta la empresa y la estructura productiva de la misma. En presencia de rigideces nominales que ralentizan los ajustes de precios, es esperable que ante *shocks* que implican alzas en los costos de producción, los márgenes caigan. Si el aumento en costos se debe a presiones por mayor demanda, entonces la caída en los márgenes se relaciona con aumentos en la actividad. Por otro lado, si el aumento en costos se debe a *shocks* sobre el precio de insumos y factores de producción, la caída en márgenes se relaciona con caídas en la actividad.

[Bauducco et al. \(2022\)](#) muestra que, en Chile, la caída de los márgenes se ha asociado mayormente con aumentos de la actividad y, en lo más reciente, se encuentran por debajo de su media histórica (gráfico I.21). Además, da cuenta de una importante caída durante 2021, que se asocia al fuerte aumento de la demanda en un contexto de relajación de las restricciones por la pandemia y de políticas de apoyo a los hogares.

Si los determinantes de los márgenes promedio se mantienen estables, los márgenes tenderán a revertir a ese valor. De esta manera, la compresión de márgenes se asocia con aumentos de éstos y de precios futuros, tanto a nivel de firma como en el agregado, en horizontes de hasta dos años ([Bauducco et al. \(2022\)](#)). Es de esperar que, dado el bajo nivel actual de márgenes, su normalización conlleve presiones inflacionarias en lo venidero. En lo grueso, estos ajustes son coherentes con los implícitos en las proyecciones inflacionarias de este IPoM, dada la evolución esperada para la economía (gráfico I.21)^{1/}.

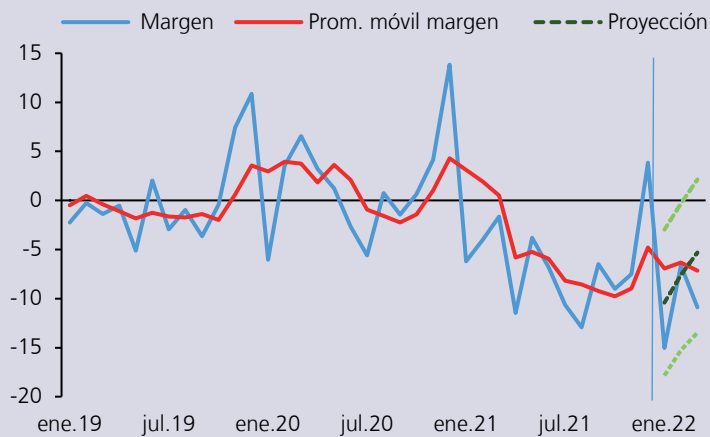
Es importante mencionar algunos matices en torno a este supuesto. En primer lugar, se considera un comportamiento de las empresas acorde con patrones históricos. Esto, sin embargo, podría ocurrir de forma más acelerada, por ejemplo, por el efecto que las mayores expectativas de inflación puedan tener sobre la frecuencia de ajuste de los precios de las empresas, lo que podría provocar una mayor inflación en el corto plazo. En segundo lugar, las estimaciones de márgenes suponen estructuras productivas estables en el tiempo. No obstante, los cambios que ha provocado la pandemia en algunos sectores, como el comercio, podrían alterar

^{1/} En el gráfico I.21 se muestra que el margen agregado efectivo se encuentra dentro del intervalo de confianza de una proyección realizada a partir de un vector autorregresivo con datos hasta fines de 2021 —que utiliza como variables explicativas macroeconómicas el IMACEC, IPC, tipo de cambio nominal y TPM— y, por lo tanto, en línea con la evolución reciente de las variables macroeconómicas más relevantes.



la validez de este supuesto. En tercer lugar, la descompresión de márgenes asociada a una menor demanda podría verse retrasada, al menos parcialmente, por caídas de márgenes derivadas de aumentos en los costos de producción debido a factores globales. Finalmente, es importante aclarar que la verificación de menores márgenes en el contexto actual no es indicativa de menores utilidades por parte de las empresas, pues estas también dependen de otros factores, como los volúmenes de ventas. De hecho, como se muestra en el [Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2022](#), durante el año pasado las utilidades de las empresas de mayor tamaño tuvieron un aumento muy importante.

GRÁFICO I.21 MÁRGENES (*)
(porcentaje)



(*) En azul se muestra la mediana ponderada de las diferencias respecto de la media de los márgenes, en rojo el promedio móvil de tres meses de esta variable. En línea punteada se reportan las proyecciones fuera de muestra para 2022 para el margen, estimadas con un VAR(12) que incluye margen, IMACEC, IPC y tipo de cambio nominal, con sus intervalos de confianza al 90% de significancia.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Servicio de Impuestos Internos.



II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

La inflación local ha seguido subiendo en los últimos meses y acumula una significativa sorpresa respecto de lo previsto en el último IPoM. Las diferencias desde ese entonces se relacionan en gran parte con factores de costos externos, que se reconocen como más persistentes. Ello ha repercutido principalmente en los precios de los alimentos y otros ítems volátiles. Más allá de esto, el excesivo aumento del gasto interno en 2021 continúa teniendo una fuerte incidencia en los altos registros de inflación vigentes. En el escenario central, se prevé que en el tercer trimestre la inflación total alcance valores algo por debajo de 13% anual, para luego comenzar a descender, convergiendo a 3% dentro del horizonte de política de dos años. Los riesgos asociados al nivel que ha alcanzado la inflación y su persistencia son muy elevados. De hecho, si bien la inflación subyacente —sin volátiles— llegará a niveles algo menores que la medición total, su velocidad de convergencia a 3% será más lenta y se logrará solo hacia mediados de 2024. En cuanto a la actividad, la economía se ha ido ajustando gradualmente en lo que va del año, aunque el consumo se mantiene en niveles elevados. Diversos fundamentos de la demanda apuntan a una mayor debilidad tanto de la inversión como del consumo hacia adelante. Con todo, la economía mantiene desequilibrios importantes en la brecha de actividad y el saldo de la cuenta corriente. La restrictividad monetaria seguirá contribuyendo a la normalización de gasto interno, elemento clave para la disminución de las presiones inflacionarias a mediano plazo. El cambio en el panorama inflacionario ha llevado al Consejo a efectuar nuevas alzas de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en sus reuniones de mayo y junio, situándola en 9%, estimando que para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años serán necesarios ajustes adicionales de menor magnitud en la TPM.

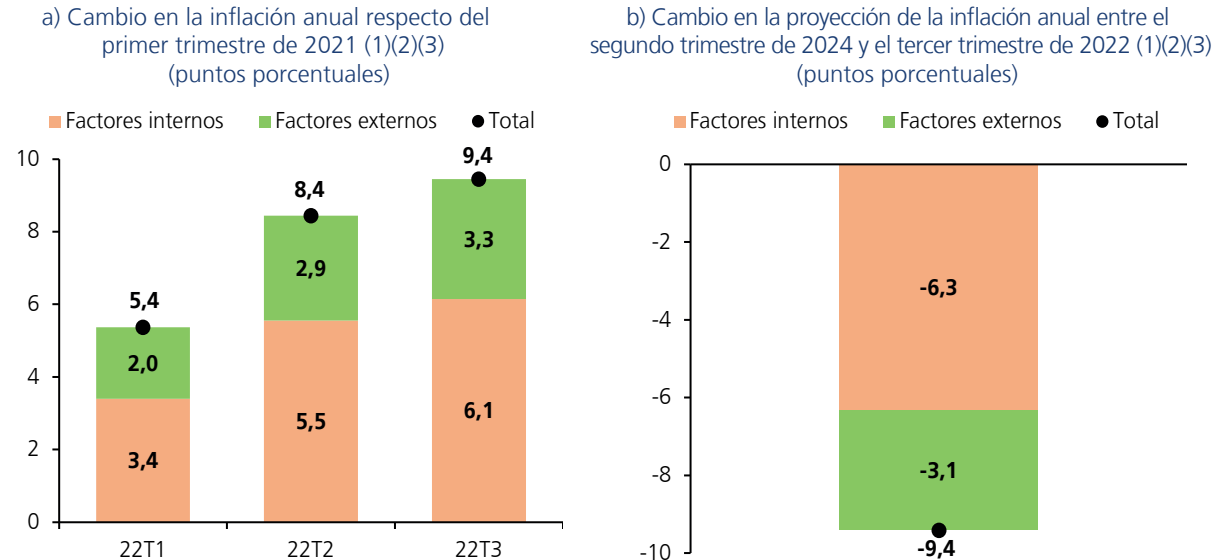
ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

La inflación ha subido de manera significativa en los últimos trimestres y supera largamente lo proyectado en el IPoM anterior. La variación del IPC acumulada entre marzo y abril estuvo muy por sobre lo esperado, siendo el componente de alimentos el que explicó gran parte de la sorpresa, relacionada con el alza de los precios externos de estos productos (Capítulo I, gráfico I.8). El IPC subyacente, que aumentó 8,3% anual en abril, estuvo en línea con lo proyectado en marzo si se excluyen los precios de los alimentos.

Pese a que los determinantes externos de la inflación han ido cobrando relevancia, el aumento acumulado en el último año continúa estando fuertemente influenciado por los factores de demanda y de costos internos (gráfico II.1a). Los elementos locales explican casi dos tercios del incremento de la inflación entre el primer trimestre de 2021 —cuándo alcanzó 2,9% anual— y lo que se estima para el tercer trimestre de este año, momento en que alcanza su máximo nivel la proyección de inflación anual. En ello influye principalmente el auge del gasto local durante 2021, y en menor medida la depreciación idiosincrática del peso chileno. La economía comenzó una senda de ajuste en el primer trimestre, aunque la demanda local sigue mostrando una divergencia relevante entre la resiliencia del consumo privado y la debilidad de la inversión. Los fundamentos del gasto privado apuntan a que el consumo perderá impulso en lo venidero, en un contexto donde las expectativas de empresas y consumidores se han deteriorado de modo importante en los últimos meses.



GRAFICO II.1 DESCOMPOSICIÓN ESTRUCTURAL DEL IPC



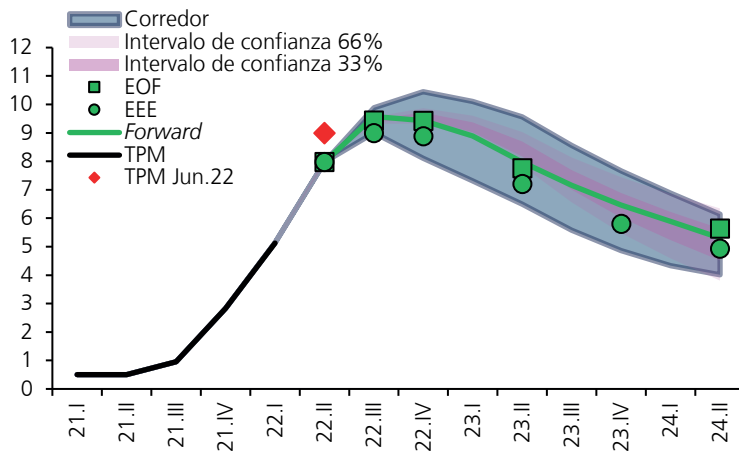
(1) Factores internos: demanda, presiones de costos en bienes y servicios y persistencia inflacionaria explicada por efectos de segunda vuelta e indexación. Incluye efecto asociado a depreciación cambiaria idiosincrática. Factores externos: efecto de mayor precio del petróleo, alimentos importados y otras materias primas, mayor inflación externa y condiciones financieras externas menos favorables. (2) La descomposición de factores es construida con los modelos de proyección estructurales del Banco Central de Chile (XMAS-MSEP). (3) Datos del segundo y tercer trimestre de 2022 y del segundo trimestre de 2024 corresponden a proyecciones. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Los riesgos para la convergencia de la inflación son elevados, en particular por el alto nivel que ha alcanzado y su mayor persistencia. La Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) revela un alza de la inflación esperada a dos años por parte de las empresas, luego de varios meses estable. El sondeo también da cuenta de que las expectativas a un año siguieron subiendo. Esto último es refrendado por lo que reporta el IMCE y, en el caso de los consumidores, el IPEC, y coincide con lo que se desprende de las encuestas a expertos y las proyecciones implícitas en los precios de los activos financieros, que permanecen por sobre 3% a dos años plazo (gráfico I.15).

En este contexto, el Consejo ha implementado una política monetaria más contractiva que la prevista en marzo, elevando la TPM hasta 9%, estimando que para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años, serán necesarios ajustes adicionales de menor magnitud en la TPM (gráfico II.2). El Consejo se mantendrá atento a la evolución de la inflación y sus determinantes, pues los riesgos siguen siendo elevados, en particular por el nivel que ha alcanzado la inflación y su mayor persistencia.



GRAFICO II.2 CORREDOR PARA LA TPM (*)
(promedio trimestral, porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología descrita en el [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#) y el [Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022](#). Incluye la EEE de mayo y EOF pre RPM de junio y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 01 de junio. 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 promedio cámara (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

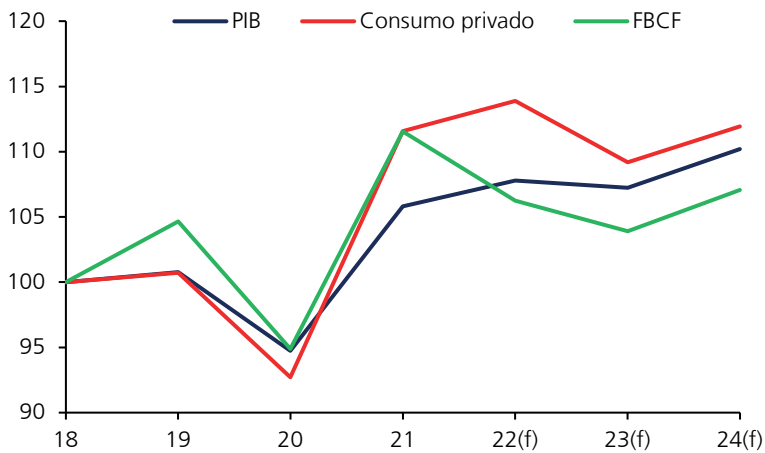
El consumo privado ha mantenido un dinamismo por sobre lo previsto, ubicándose en el primer trimestre en niveles similares a los del trimestre anterior. Su resiliencia puede explicarse, en buena parte, por un uso más intensivo de la liquidez remanente de las medidas de apoyo a los hogares. La utilización de esos recursos ha tendido a adelantarse respecto de los supuestos realizados en IPoM previos. Los saldos en cuentas corrientes y vista de las personas se han reducido en torno a 30% en términos reales (UF) respecto del máximo de mediados de 2021. Por componentes, el consumo de bienes durables es el que tuvo el mejor desempeño en el primer trimestre, mientras que el de servicios estuvo favorecido por una reapertura más consolidada de la economía. Esto último también impulsó el consumo de gobierno, principalmente por la provisión de servicios de educación.

Si bien el mayor uso de la liquidez contribuirá a que el consumo privado permanezca en niveles elevados en lo inmediato, también lleva a un agotamiento más temprano de esos recursos (gráfico II.3). Datos parciales del segundo trimestre, como las ventas con boleta electrónica o los Imacec de comercio y servicios, siguen reflejando un desempeño sólido. El escenario central asume que las personas irán ocupando los ingresos remanentes a un ritmo similar al observado en los primeros meses del año, lo que llevará a que estos se acaben de manera más anticipada. Ello entrega un punto de partida más elevado para esta parte del gasto en el segundo y tercer trimestre, pero también implica una mayor caída en 2023. Así, las proyecciones para la expansión del consumo privado este año se incrementan hasta 2,1% (-0,3% en el último IPoM), mientras que se reducen a -4,1 el próximo año (-1,1% en el IPoM previo).

El panorama para el consumo también se ve afectado por el deterioro de sus fundamentos. La confianza de los consumidores (IPEC) se ha tornado aún más negativa (gráfico I.14) y las condiciones crediticias son más restrictivas. Las tasas de interés de las colocaciones de consumo bordean sus máximos en varios años, coherente con la transmisión de los cambios de la política monetaria. Se suma que los ingresos laborales reales han ido desacelerándose, con índices salariales que exhiben variaciones anuales negativas (-2,2% real anual en abril, promedio CMO-IREM) (gráfico II.4), y que la creación de empleo ha ido ralentizándose (Capítulo I).

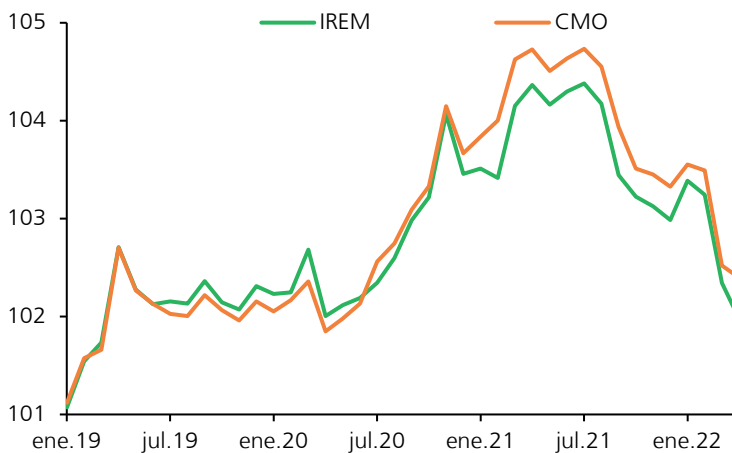


GRAFICO II.3 PIB, CONSUMO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (*)
(índice 2018=100)



(*) Las proyecciones del PIB consideran el punto medio de los rangos proyectados en este IPoM.
(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO II.4 SALARIOS REALES
(índice promedio 2018=100, series desestacionalizadas)



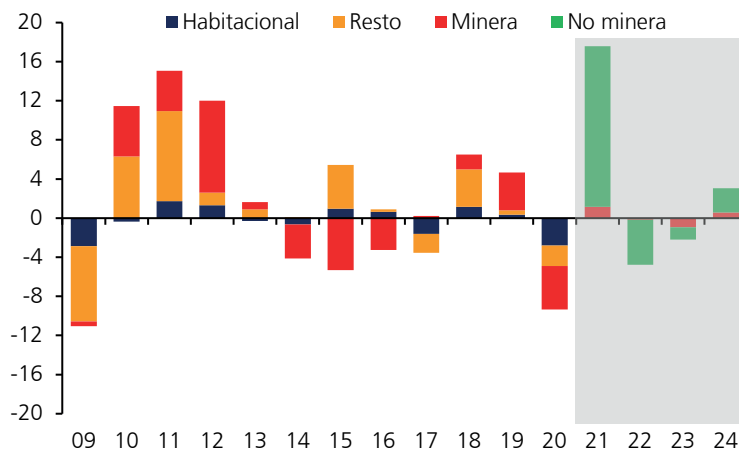
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

A diferencia del consumo, la formación bruta de capital fijo (FBCF) ha mostrado una marcada debilidad, en línea con lo anticipado en marzo (gráfico II.3). El menor desempeño se observa especialmente en la inversión en construcción y obras. Antecedentes como las ventas de viviendas (CChC) o cifras de superficie autorizada (INE) dan cuenta de la desaceleración de este componente, en tanto que el Imacec sectorial no ha logrado retomar los niveles de actividad previos a la pandemia. Maquinaria y equipos también empezó a contraerse, más allá de la sorpresa positiva del primer trimestre.



En adelante, se espera que la inversión siga mostrando un deterioro, afectada por la estrechez de las condiciones financieras, en un contexto donde la incertidumbre ha permanecido elevada por varios trimestres y la confianza empresarial se ha vuelto más pesimista (gráfico II.5). El deterioro ya ocurrido en el mercado de capitales y los menores niveles de ahorro de largo plazo han influido negativamente en las condiciones para el financiamiento de la inversión. De hecho, como se señala en el [Informe de Estabilidad Financiera](#) y la [Encuesta de Crédito Bancario](#) (ECB), los estándares de otorgamiento de crédito se han tornado cada vez más exigentes, tanto por mayores requisitos como por el alza de las tasas de interés de los préstamos de más largo plazo —los hipotecarios inclusive. El mayor debilitamiento del peso en los últimos meses afectará principalmente el componente transable de la inversión, a través del encarecimiento de los bienes de capital. Se prevé que el tipo de cambio real (TCR) permanezca en valores más altos a lo largo del horizonte de proyección respecto de lo estimado en marzo, en medio de un escenario externo menos favorable. Con esto, se proyecta que la FBCF tenga una caída de 4,8 y 2,2% en 2022 y 2023, respectivamente. Para 2024, se anticipa un aumento de 3,0%.

GRAFICO II.5 INCIDENCIAS REALES ANUALES EN LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (*)
(puntos porcentuales)



(*) El componente de FBCF resto se trata residualmente. La FBCF sectorial hasta 2020 son datos publicados y para 2021 es una estimación interna. Para informar las proyecciones de los años 2022, 2023 y 2024 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.

La caída prevista para la FBCF es coherente con lo que indican varias fuentes de información. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital del primer trimestre redujo la inversión prevista para el período 2022-2025 (-US\$2.180 millones), mientras en el [Informe de Percepciones de Negocios de mayo](#), más de la mitad de las empresas reiteró algún grado de inseguridad respecto de la concreción de sus inversiones. Acorde con los entrevistados, estas dudas respondían en buena medida a la elevada incertidumbre imperante, sobre todo respecto de las definiciones político-legislativas en curso. De igual forma, datos de la última ECB señalan una menor demanda de créditos comerciales, en la cual se argumentan menores necesidades con fines de inversión ante la alta incertidumbre respecto del escenario económico. Todo esto se condice con la permanencia del indicador de incertidumbre política y económica local en niveles elevados (DEPUC) (gráfico I.14).

En este contexto, el crecimiento previsto para 2022 estará entre 1,5 y 2,25% (1,0-2,0% en marzo). Ello considera una reducción de la actividad que irá adquiriendo fuerza a medida que avanza el año (tabla II.1). En el primer trimestre, esta se contrajo 0,8% respecto del anterior (serie desestacionalizada) y aumentó 7,2% comparado con igual período del año pasado. La proyección del escenario central anticipa variaciones anuales negativas a partir de la segunda mitad del año, en gran parte por el efecto de las elevadas bases de comparación que dejó el boom de gasto durante 2021.



En 2023, el escenario central prevé que la economía tendrá una variación anual entre -1,0 y 0,0% (-0,25/0,75% en marzo) (tabla II.1). En 2024, se sigue previendo una expansión del PIB entre 2,25 y 3,25%, valores que están en línea con su crecimiento potencial.

TABLA II.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
		(variación anual, porcentaje)		
PIB	11,7	1,5-2,25	-1,0 / 0,0	2,25-3,25
Ingreso nacional	15,9	1,3	-0,5	3,3
Demanda interna	21,6	1,4	-3,4	2,5
Demanda interna (sin var. de exist.)	18,0	1,0	-3,4	2,5
Formación bruta de capital fijo	17,6	-4,8	-2,2	3,0
Consumo total	18,2	2,8	-3,7	2,4
Consumo privado	20,3	2,1	-4,1	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,5	1,3	5,7	3,0
Importaciones de bienes y servicios	31,3	0,0	-3,0	2,3
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	-6,6	-4,5	-4,0
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	18,8	18,4	20,0	20,1
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	25,3	25,0	24,5	24,1
FBCF (% del PIB nominal)	24,0	23,3	22,8	22,4
FBCF (% del PIB real)	24,3	22,7	22,3	22,4
		(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-20.307	-21.200	-15.500	-14.300
Balanza comercial	10.528	9.700	12.400	11.500
Exportaciones	94.677	100.600	100.700	102.300
Importaciones	84.148	90.900	88.300	90.800
Servicios	-11.979	-14.100	-12.900	-12.300
Renta	-18.423	-17.100	-16.100	-14.600
Transferencias corrientes	-433	300	1.100	1.100

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario central sigue considerando una disminución significativa del gasto fiscal en 2022. Esto se enmarca en un proceso de normalización de las finanzas públicas orientado a asegurar la sostenibilidad de la deuda bruta en el mediano plazo. Según el último [Informe de Finanzas Públicas](#) (IFP), el gasto se reducirá 25,2% real este año, tras alcanzar en 2021 su mayor aumento desde que hay registros (+33,4% real). A la espera de la ratificación del decreto sobre responsabilidad fiscal de la nueva administración anticipado en el IFP para el período 2023-2024, se considera una trayectoria de gasto acorde a la meta de balance estructural señalada por el Ministerio de Hacienda.

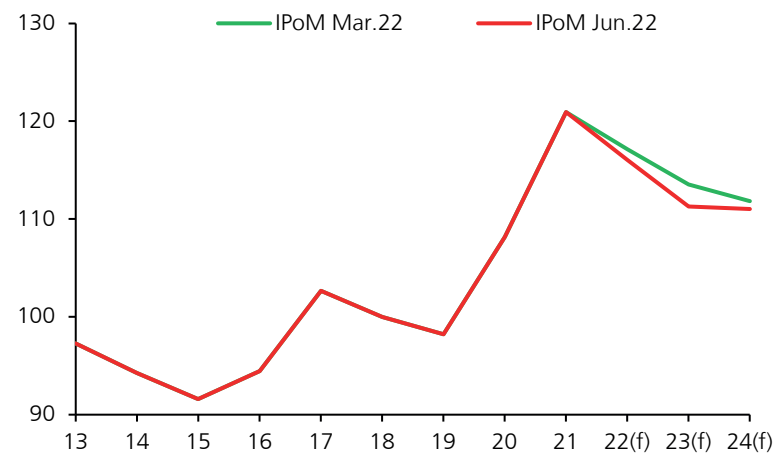


El déficit de la cuenta corriente será mayor que lo anticipado en marzo a lo largo de todo el horizonte de proyección. De todos modos, se sigue esperando que este se reduzca en el próximo bienio, conforme con la normalización del gasto local. La estimación para 2022 aumenta en 2 puntos porcentuales, hasta 6,6% del PIB, lo que incluye un saldo de balanza comercial más negativo asociado a la sorpresa positiva de las importaciones de maquinaria y equipos en la partida del año, la revisión al alza del consumo, el deterioro en los términos de intercambio y el menor crecimiento previsto de los socios comerciales. La disminución del déficit que se proyecta para 2023 y 2024 (4,5 y 4,0%, respectivamente) contempla un incremento del ahorro nacional, en lo que contribuirán el ajuste de las políticas macroeconómicas y la normalización de la dinámica autónoma del consumo, en un contexto de debilidad de la inversión. Medido a precios de tendencia^{1/}, el déficit será de 6,7% en 2022, 4,1% en 2023 y 3,4% en 2024 (5,6, 4,0 y 3,5% en marzo, respectivamente).

Las perspectivas para el escenario internacional consolidan un panorama de menor impulso para la economía local. Estas reconocen un deterioro más marcado de las condiciones financieras externas, en un contexto en que los bancos centrales han intensificado el retiro de los estímulos monetarios ante una inflación global más alta y persistente (gráficos I.4 y I.6). Los mercados mundiales han ido incorporando expectativas de un ajuste monetario mayor, en especial de la Reserva Federal (Fed) en EE.UU. Las dudas en torno a la velocidad con la cual esta retirará los estímulos han contribuido a un aumento de la volatilidad financiera y a una disminución del apetito por riesgo global, con alzas generalizadas de las tasas de interés y una apreciación del dólar frente a otras monedas (Recuadros I.1 y I.2). Los *spreads* soberanos han subido, lo mismo que los corporativos, en medio de un endeudamiento elevado de las empresas sobre todo en países desarrollados.

Los términos de intercambio se revisan a la baja en el horizonte de proyección (gráfico II.6). Ello supone un efecto más prolongado de los *shocks* de oferta que han afectado los precios del petróleo y los alimentos, que se asocian, principalmente, a la invasión de Rusia a Ucrania. Los impactos del conflicto en la producción y/o en la organización de los respectivos mercados, sumado a otros elementos, han elevado estos precios (gráfico I.3) y se estima que continuarán influyendo en su trayectoria hacia adelante, que en ambos casos es superior a lo planteado en el IPoM de marzo, en especial en los alimentos. Estos ajustes contribuyen a mayores perspectivas para la inflación externa relevante para Chile (IPE) (tabla II.2).

GRAFICO II.6 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2018=100)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{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](#)).



TABLA II.2 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

	Prom. 10-19	2020	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
				(variación anual, porcentaje)		
Términos de intercambio	1,0	10,1	11,8	-4,0	-4,1	-0,2
Precios externos (en US\$)	0,6	-1,1	9,3	6,7	3,9	2,7
				(nivel)		
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	306	280	423	425	370	345
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	39	68	103	90	81
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	42	70	106	94	85
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	610	333	579	909	748	669
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	0,5	0,3	1,6	3,5	3,3

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

También contribuye al ajuste de los términos de intercambio un menor precio del cobre, afectado por una demanda prevista más débil de China (tabla II.2). La reimposición de restricciones sanitarias y el deterioro del sector inmobiliario en esa economía han mermado su desempeño y perspectivas. Aun así, hasta ahora el precio del cobre se ha mantenido en valores elevados, por arriba de US\$4 la libra, respaldado en su mayoría por el bajo nivel actual de inventarios. En el período 2022-2024, se prevé que este alcance US\$3,8 (US\$4,0 en marzo). Para el precio del petróleo se sigue esperando una senda descendente a partir del trimestre en curso. Se proyecta que este llegará a US\$93 el barril en igual período (promedio WTI-Brent), versus US\$85 en marzo.

El crecimiento esperado de los socios comerciales vuelve a reducirse: 2,8% en promedio en 2022-2023, comparado con 3,3% anticipado en marzo. Los dos más importantes, EE.UU. y China, concentran las correcciones (tabla II.3). En el primero, el resultado del PIB del primer trimestre confirmó una demanda final sólida, más allá de la sorpresa negativa en el dato efectivo que explica el ajuste para el año en su conjunto. Este dinamismo se mantendrá en el corto plazo, respaldado además por un mercado laboral todavía robusto, mientras que para el próximo año se anticipa una desaceleración de la actividad de la mano de una política monetaria más contractiva y peores condiciones financieras. La menor expansión prevista de China se basa, principalmente, en el impacto señalado de las políticas cero Covid y la situación inmobiliaria, lo que ya es visible en el deterioro de diversos indicadores, como las ventas minoristas, de viviendas o la tasa de desempleo. Se agrega un espacio de acción acotado de la política económica, sobre todo monetaria, dados los bajos niveles vigentes de las tasas de interés. Para América Latina, las proyecciones no contemplan grandes revisiones y continúan moderadas. Por otro lado, las repercusiones de la invasión de Rusia a Ucrania siguen golpeando con especial fuerza las perspectivas para la Eurozona, que vuelven a recortarse pese al anuncio de nuevos paquetes fiscales en varios de esos países.



TABLA II.3 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 10-19	2020	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
Mundo a PPC	3,7	-3,1	6,1	2,6	2,7	3,2
Mundo a TC de mercado	3,1	-3,3	5,9	2,6	2,4	2,7
Socios comerciales	3,9	-2,0	6,3	2,7	2,9	3,1
Estados Unidos	2,3	-3,4	5,7	2,6	1,2	1,9
Eurozona	1,4	-6,5	5,4	1,9	1,9	1,7
Japón	1,2	-4,6	1,7	1,5	1,3	0,7
China	7,7	2,2	8,1	3,7	4,7	4,9
India	7,1	-7,3	9,2	7,0	5,8	7,0
Resto de Asia	4,5	-2,3	4,1	3,2	3,5	3,7
América Latina (excl. Chile)	1,8	-7,5	6,1	1,7	1,5	1,9
Exp. de prod. básicos	2,2	-4,0	4,7	3,3	2,0	1,9

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

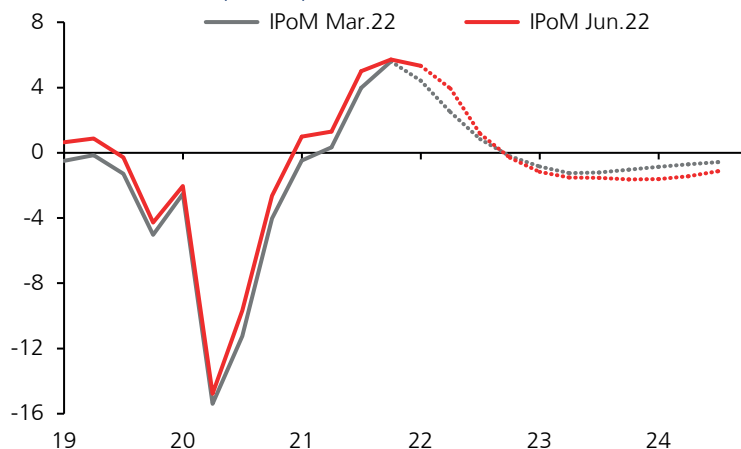
(f) Proyección.

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

BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

En el escenario central, la brecha de actividad seguirá reduciéndose en los próximos trimestres. A mediano plazo, esta se volverá algo más negativa que lo previsto el último IPoM, por la mayor contracción prevista de la actividad (gráfico II.7). El punto de partida de la brecha es algo más alto, debido a la leve sorpresa al alza del PIB no minero en el primer trimestre. Sin embargo, se sigue previendo que se sitúe por debajo de cero hacia fines de este año.

GRAFICO II.7 BRECHA 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](#) (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial.

Fuente: Banco Central de Chile.



Esta proyección considera un crecimiento del PIB potencial^{2/} en torno a 3% promedio en el período 2022-2024. La reestimación del PIB potencial infiere un aumento sustantivo de su nivel respecto de 2021, cuando creció 1,3%. Ello está en línea con la mayor apertura de la economía, luego de la caída del PIB potencial en 2020 (-0,8%) producto de las restricciones de oferta y de movilidad gatilladas por la pandemia. A partir de 2023, su tasa de expansión irá convergiendo a la del PIB tendencial, más relacionado con la capacidad de crecimiento de mediano plazo de la economía y cuya estimación está en torno 2,8% ([Recuadro V.1, IPoM junio 2021](#)). En esta ocasión, no se efectúan revisiones para esta última ni para la tasa de política monetaria neutral —parámetros estructurales relevantes de la economía chilena.

Las perspectivas de inflación aumentan a lo largo de todo el horizonte de proyección, pero sobre todo en el corto plazo. La mayor parte de la corrección se relaciona con factores externos, asociados al alza de los costos producto de los cuellos de botella en el comercio internacional y, en especial, al incremento mayor y más persistente de los precios de los alimentos. El ajuste al alza de los precios internacionales de estos productos en el escenario central lleva a revisar las proyecciones tanto de los ítems volátiles como no volátiles, cuya sorpresa positiva desde el IPoM pasado además se asume como más persistente (gráfico I.8). La inflación del componente de energía también se ajusta al alza por los cambios del escenario central para el panorama externo, aunque su incidencia en la corrección de la inflación proyectada es menor. En tanto, la reimposición de cuarentenas en China ha agudizado los cuellos de botella a nivel global, que por su magnitud tardarán varios trimestres en resolverse. Ello mantendrá elevado el costo de los bienes e insumos importados, en general (gráfico I.2).

Otros elementos detrás de la revisión son la depreciación del peso desde el último IPoM y el alza en la incidencia de los efectos de segunda vuelta, dada la mayor inflación efectiva y estimada. La paridad peso/dólar ha mostrado vaivenes importantes en las últimas semanas. Considerando el promedio al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, su nivel es 4% más depreciado. El incremento de la inflación esperada, de la mano de los mayores registros efectivos, repercutirá en la inflación a través de los procesos de indexación de los precios de bienes y servicios. Esto se da en un contexto en que los márgenes se comprimieron durante 2021 (Recuadro I.3).

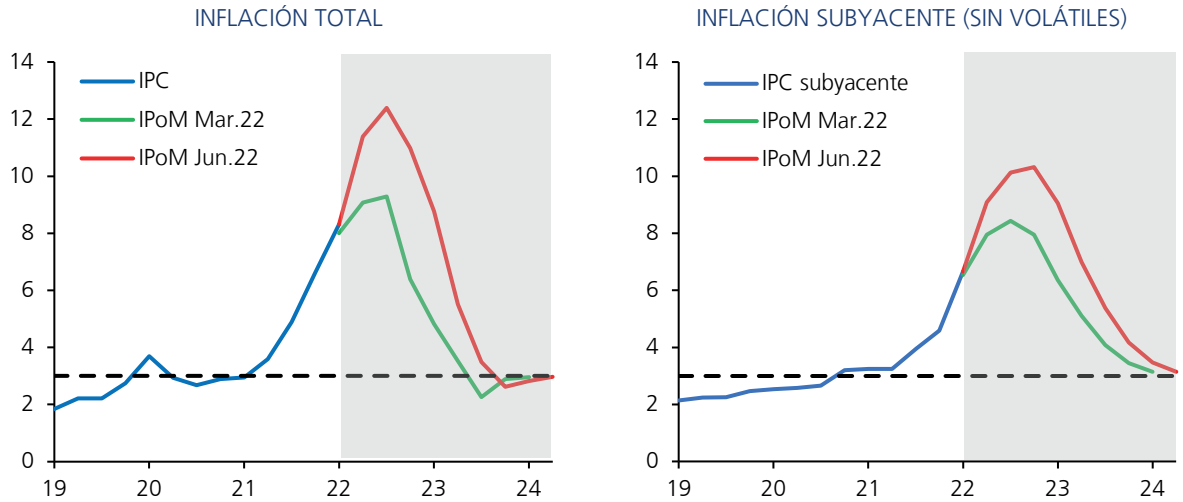
En el escenario central, la inflación total anual continuará subiendo, para ubicarse algo por debajo de 13% anual durante el tercer trimestre de 2022. Luego comenzará a descender, influida por la normalización de la actividad y la demanda desde sus elevados niveles actuales y la moderación de las presiones de costos externas (gráfico II.1b). Se prevé que hacia fines de año se ubique cerca de 10% (5,6% en marzo). La convergencia a la meta se sigue dando dentro del horizonte de dos años (gráfico II.8 y tabla II.4). Dos tercios de la caída que se anticipa de la inflación desde su máximo en el tercer trimestre de este año hasta el final del horizonte de proyección obedece a la devolución de los factores internos. Ello corresponde principalmente al ajuste esperado de la economía local, luego del auge del gasto de 2021, que ha sido el mayor impulsor de la inflación. El retiro de los cuantiosos estímulos monetarios y fiscales implementados en el bienio anterior seguirán contribuyendo en este proceso. Se sumará una lenta reducción del precio internacional de los combustibles y los alimentos respecto de sus niveles actuales. Asimismo, el TCR irá disminuyendo, si bien permanecerá por sobre el promedio de los últimos 15 o 20 años. El retroceso de la inflación en este escenario también permitirá ir aplacando los efectos de segunda vuelta que de ella se desprenden.

La inflación del componente subyacente comenzará a disminuir en la última parte de este año, para finalizar en 9,7% anual (7,2% en marzo). Los riesgos en torno a la persistencia de la inflación se observan en el ritmo de descenso más lento de la inflación subyacente. Si bien su nivel máximo será menor al de la inflación total, su convergencia a 3% se dará solo hacia mediados de 2024.

^{2/} El concepto de PIB potencial se refiere al nivel del PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo.



GRAFICO II.8 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del segundo trimestre de 2022, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

TABLA II.4 INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
IPC promedio	4,5	10,8	5,0	3,0
IPC diciembre	7,2	9,9	2,7	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	3,8	9,1	6,4	3,1
IPC subyacente diciembre	5,2	9,7	3,8	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,1

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2024.
(f) Proyección.
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 rango de escenarios de sensibilidad que pueden requerir una acción de política monetaria algo distinta, tal como se deriva del corredor de la TPM (gráfico II.2).

La parte alta del corredor está dada por escenarios de sensibilidad en los que la persistencia de la inflación podría ser mayor a lo previsto, lo que conduciría a una trayectoria de la TPM por arriba del escenario central. Más allá del deterioro de sus fundamentos, no puede descartarse que el consumo privado se mantenga en niveles elevados por más tiempo, por la capacidad de financiamiento que otorga la liquidez remanente y niveles de deuda de los hogares más bajos que los de comienzos de la pandemia, o por otros factores que alienten una reactivación abrupta del crédito. Otra posibilidad es que las presiones de costos externas se agudicen por los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania y las cuarentenas en China, impulsando aún más la inflación mundial e intensificando la reacción de los bancos centrales, con efectos negativos en las condiciones financieras para las economías emergentes. En ambos casos, las presiones inflacionarias para la economía chilena se incrementarían.

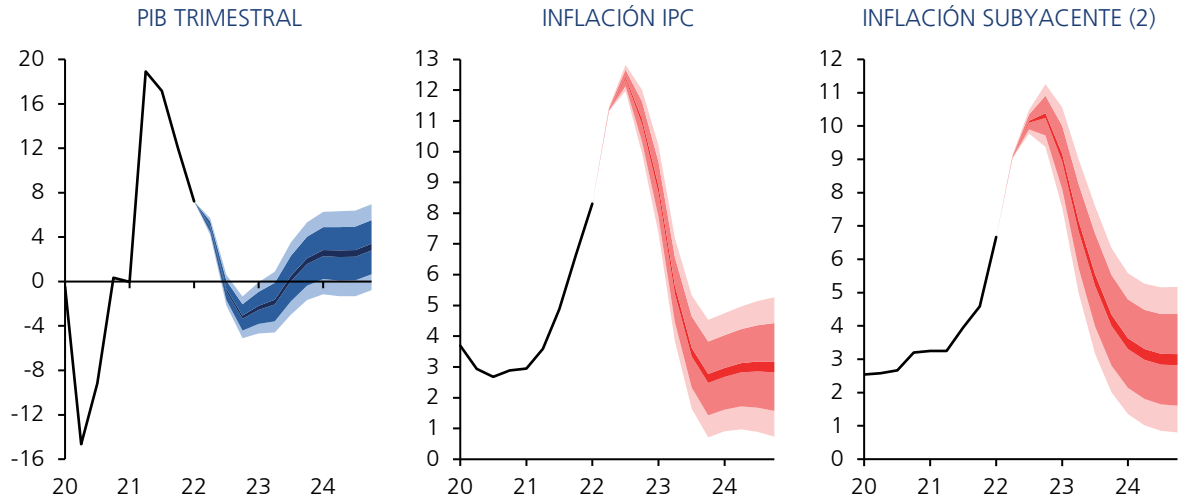
Alternativamente, la parte baja del corredor está definida por escenarios en los que las presiones inflacionarias ceden más rápido y se requiere una respuesta menos contractiva de la política monetaria que la del escenario central. Por un lado, puede ocurrir que la caída de la actividad y la demanda local sea mayor, de la mano del deterioro de las expectativas y de la alta incertidumbre. Así, tanto el consumo como la inversión podrían debilitarse más que lo esperado, lo que también afectaría de manera negativa al empleo. La caída del gasto local reduciría las presiones inflacionarias. También puede darse una situación en que las presiones de costos globales disminuyan más pronto y, con ello, la inflación. El menor ajuste monetario que se necesitaría en las diferentes economías favorecería además el crecimiento mundial y el desempeño de los mercados financieros internacionales.

Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios 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 II.9).

En esta ocasión, el Consejo vuelve a destacar los riesgos relacionados con el escenario externo. Un escenario posible es que los impactos de la invasión de Rusia a Ucrania en la economía mundial sean más severos. También puede darse un deterioro más marcado de las condiciones de financiamiento a nivel mundial, entre otros, porque la evolución de la inflación gatille una respuesta más contractiva que lo esperado en las principales economías, que en el mediano plazo también podría provocar una fuerte recesión mundial. Cualquiera de estas situaciones plantea importantes desafíos para el manejo de la política monetaria local, en un contexto en que la actividad interna se prevé que siga ajustándose en lo venidero.



GRAFICO II.9 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 central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 a 2017. (2) Medida por el IPC sin volátiles.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

