



PREGUNTAS Y RESPUESTAS

IPoM septiembre 2022

1. ¿Seguirá subiendo la tasa de interés?

En julio de 2021, el Banco Central inició un proceso de alza de la Tasa de Interés de Política Monetaria (TPM) para hacer frente al alza de la inflación. Con el paso de los meses, dicho proceso fue intensificándose, en la medida que la inflación seguía aumentando, se sucedían sorpresas al alza y se evaluaba una mayor persistencia del aumento de los precios.

Con la decisión de la Reunión del martes 6 de septiembre, la TPM llegó a 10,75%, nivel que se ubica en torno al máximo que considera el escenario central de este IPoM. Los próximos movimientos de la tasa dependerán de la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la convergencia de la inflación a la meta.

El Consejo permanecerá especialmente atento a los riesgos al alza para la inflación, tanto por el elevado nivel que ésta ha alcanzado como por el hecho de que las expectativas de inflación a dos años plazo siguen por sobre 3%.

2. ¿La economía chilena se encuentra en recesión? ¿Cuáles son sus causas?

Una recesión técnica sucede cuando una economía consigna dos trimestres consecutivos con tasas de crecimiento trimestral negativas. Acorde con los datos conocidos hasta el segundo trimestre de este año, la economía chilena no está atravesando por este proceso. No obstante, dentro de las proyecciones contenidas en el escenario central de este IPoM, el PIB tendrá una reducción por varios trimestres cerrando incluso el 2023 con una contracción anual de entre 0,5 y 1,5%.

De cualquier modo, el retroceso previsto de la economía chilena se enmarca en el proceso de ajuste necesario para subsanar los desequilibrios que esta incubó en el transcurso de la pandemia, especialmente por el excesivo aumento del gasto en 2021. Este ajuste incluye una corrección importante de la demanda local, especialmente del consumo de bienes transables, que son aquellos productos posibles de comerciar con el exterior, esto es que puede ser exportados o importados. Este es un supuesto clave en la trayectoria descendente que se espera de la inflación hacia adelante y que también importa para la resolución de otros desbalances, por ejemplo, el del déficit de la cuenta corriente.

3. ¿Qué es la estanflación? ¿La economía chilena se encuentra en un período de estanflación?

La estanflación es un fenómeno donde se combina el estancamiento de la actividad, una inflación elevada y un alza del desempleo durante un período prolongado. El período posterior al shock petrolero de los setenta es uno de los que se usualmente se identifica como de estanflación. En ese momento, el shock de oferta causado por el alza del precio del petróleo causó un alza muy importante de la inflación y un estancamiento de la economía. Sin embargo, los bancos centrales no respondieron con la debida fuerza al alza de la inflación, lo que llevó a que este período de alta inflación y bajo crecimiento se extendiera por largo tiempo. Solo hacia inicios de los ochenta, vino una reacción significativa de la política monetaria, que, si bien logró bajar la inflación, tuvo un impacto muy importante en la economía mundial, especialmente en las economías emergentes.

¿Cómo se diferencia de eso la situación actual de la economía chilena? La economía chilena está pasando por un proceso de ajuste significativo. Esto implica transitar desde un exceso importante de gasto, que se ha traducido en una alta inflación, a una economía donde esos desequilibrios se resuelven y la inflación vuelve a aumentar acorde la meta de 3%. Con una alta probabilidad, en algún momento de este proceso, se dará que la inflación siga siendo elevada mientras que el crecimiento del PIB sea bajo o incluso negativo. Sin embargo, eso solo reflejará un momento transitorio. Muy importante en esa evaluación es que el Banco Central ha actuado oportunamente y con fuerza para reducir la inflación —a diferencia de lo que ocurrió en los setenta—, procurando que el ajuste de la economía sea ordenado, breve y lo menos costoso posible.

4. ¿El escenario externo actual contribuye o dificulta los esfuerzos del Banco Central para controlar la inflación?

Durante los últimos meses se ha observado una disminución de los precios de las materias primas y otros productos en los mercados internacionales, a la vez que los costos de transporte y los problemas en las cadenas de suministro a nivel global han ido cediendo paulatinamente. Todo esto ha permitido ir mitigando las elevadas presiones de costos externas que resaltaron en trimestres anteriores. En todo caso, en perspectiva histórica, continúan siendo elevadas.

Con todo, la inflación se ha convertido en un problema común a muchas economías, más allá de que las causas específicas y su intensidad varían de país en país. Dada la persistencia del fenómeno inflacionario alrededor del mundo, distintos bancos centrales han seguido aumentando sus tasas de interés, en algunos casos con mayor fuerza que lo anunciado previamente o lo esperado por los mercados financieros. Destaca la Reserva Federal en EE.UU., que subió su tasa más que lo esperado y también ha entregado un mensaje más restrictivo.

Las dudas sobre la evolución de las tasas de interés y sus impactos en la economía han hecho que aumente la aversión al riesgo y la búsqueda de activos más seguros, llevando a un deterioro de las condiciones

financieras internacionales. Este es un factor importante, pues determina la capacidad de endeudamiento de empresas y países, y finalmente, las posibilidades de crecimiento para las distintas economías. En el caso de este IPoM, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales chilenos se ajustan a la baja respecto del informe anterior, atendiendo a este deterioro de las condiciones financieras.

La búsqueda de refugio también tiene efectos en el valor del dólar respecto del resto de las monedas del mundo. La mayor demanda por dólares ha hecho que esa moneda esté en sus mayores niveles de los últimos veinte años. El peso chileno también se ha visto afectado por esto. Más allá de las distorsiones que llevaron a la intervención del Banco Central en julio, el tipo de cambio peso/dólar ha aumentado respecto de los niveles promedio del segundo trimestre. Esto se suma al impacto que siguen teniendo los factores locales en el comportamiento del peso chileno.

El escenario central anticipa que el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá en valores más depreciados a lo largo del horizonte de proyección respecto de lo señalado en el IPoM de junio. Este es un factor relevante en la corrección al alza de las proyecciones de inflación.

Además, se ha observado que el efecto cambiario domina el retroceso en los precios de materias primas y los menores costos de transporte.

5. ¿Cómo afecta el resultado del plebiscito las proyecciones de este IPoM?

El resultado del plebiscito no tiene una implicancia específica en las proyecciones del Informe. La economía ha estado sujeta a un elevado nivel de incertidumbre posterior al estallido social de octubre de 2019. El escenario central supone que dicha incertidumbre va reduciéndose gradualmente en los próximos trimestres, en un medio de un proceso donde los cambios institucionales continúan, permitiendo un funcionamiento adecuado de las instituciones y de la economía.

6. ¿Cuándo comenzará a bajar la inflación?

El escenario central de este IPoM contempla que la inflación anual llegará a su máximo nivel durante el tercer trimestre de este año. Luego de este punto máximo el ritmo de aumento de los precios irá reduciéndose, lo que permitirá que el 2022 cierre en 12%, para alcanzar la meta de inflación dentro del horizonte de dos años, ya que a comienzos de 2024 volverá a valores más cercanos al 3%.

Los determinantes de este descenso son varios. El factor que más incidirá es el ajuste del gasto local, que permitirá ir resolviendo los desequilibrios macroeconómicos incubados en 2021. También contribuirá la caída de los precios de las materias primas que se espera a lo largo del horizonte de proyección, lo mismo que del tipo de cambio real (TCR), más allá de que este último se mantendrá en valores superiores a los estimados en el IPoM de junio. En la medida que vayan disminuyendo los registros de inflación, también se irán aplacando los efectos de segunda vuelta e indexación que de ella se derivan.

7. ¿Por qué el crecimiento económico será negativo en 2023?

La caída del PIB que se proyecta para el próximo año es la consecuencia de un proceso de ajuste necesario de la economía chilena, desde niveles extraordinariamente elevados. Este ajuste hará que la economía transite hacia tasas de expansión coherentes con su capacidad de crecimiento de mediano plazo, acomodando los desequilibrios que se incubaron en los últimos años, en especial por el auge del gasto en 2021. Dicho proceso ya está en marcha y ha ido adquiriendo fuerza con el paso de los meses, como se observa principalmente en las señales más claras de desaceleración del consumo privado.

La contracción de la economía en 2023 incorpora una caída tanto de la inversión como del consumo privado. En el caso del consumo privado, un factor fundamental es el fin de las abultadas medidas de apoyo a los ingresos adoptadas en 2021. La restrictividad de la política monetaria también tendrá un impacto sobre el comportamiento de la demanda, sumándose al efecto de la disminuida confianza de hogares y empresas, un mercado laboral menos robusto, y la elevada incertidumbre vigente. En la parte pública, el gasto se estima que permanecerá por debajo de los niveles alcanzados en 2021 —cuando se implementaron numerosas medidas para enfrentar la pandemia—, conforme al proceso de normalización de las finanzas públicas para resguardar su sostenibilidad en el mediano plazo.

8. ¿Qué es el déficit de la cuenta corriente y por qué es importante observarlo?

La cuenta corriente expresa el intercambio de bienes, servicios y transferencias que tiene la economía chilena con el resto del mundo. Es importante prestarle atención porque permite conocer el estado de distintas variables fundamentales para el funcionamiento económico, tales como el balance entre las exportaciones e importaciones, o el que se establece entre el ahorro (nacional y externo) con el gasto y la inversión. En otras palabras, mide la necesidad de ahorro externo de nuestra economía en cada momento.

Un déficit de cuenta corriente es una señal de la magnitud del gasto en una economía, el que puede estar siendo empujado por un elevado consumo privado, un alto gasto público o un fuerte impulso de la inversión. En todos estos casos, los mencionados niveles de gasto deberían superar a los de ahorro para que existiera un déficit.

Durante el segundo trimestre de 2022 la cuenta corriente nacional acumuló un déficit de 8,5% del PIB, el mayor nivel observado desde la década de los 80. Este nivel de déficit es el reflejo de los importantes desequilibrios entre ahorro y gasto que se generaron durante 2021.

Las proyecciones de este IPoM consideran que el déficit de la cuenta corriente tendrá un rápido descenso a partir del segundo semestre, en la medida que los desbalances señalados vayan resolviéndose. Así, cerrará en 6,3% el 2022, 3,6% el 2023 y 3,3% el 2024.

9. ¿Cuándo interviene el Banco Central en el mercado cambiario?

El Banco Central tiene entre sus objetivos velar por la estabilidad de la moneda, manteniendo una inflación

baja y estable en el tiempo, y promover la estabilidad del sistema financiero. Para lograr estos objetivos trabaja con un esquema de metas de inflación y flotación cambiaria, donde el valor del tipo de cambio se define libremente en el mercado, a través de las leyes de oferta y demanda de divisas.

De todos modos, el Banco se reserva la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario. Estas ocurren en situaciones excepcionales, donde el normal funcionamiento de los mercados pueda verse comprometido por distorsiones en el mercado cambiario. Un ejemplo de ello sucede cuando el valor del dólar se encuentra sujeto a una alta volatilidad, sin que ella pueda ser completamente explicada por el comportamiento de sus fundamentos. El Banco puede intervenir en la medida que observe que ello está generando dificultades importantes en el proceso de formación de precios, así como para la toma de decisiones de gasto y producción que deben realizar los hogares y empresas.

Frente a este tipo de situaciones, el Banco Central puede realizar operaciones de compra y venta de dólares en el mercado por plazos y montos definidos, lo que contribuirá a disminuir su volatilidad suavizando sus movimientos. Esto no se realiza para que el valor del dólar alcance un nivel específico, sino más bien para garantizar el retorno a un funcionamiento normal por parte de los mercados.

Desde la instauración del régimen de flotación cambiaria en 1999 el Banco Central ha intervenido el mercado cambiario en varias ocasiones. La más reciente fue a mediados de julio. Un recuadro del IPoM de septiembre explica las razones tras esa decisión.

10. ¿Cómo se han comportado las reservas internacionales del Banco Central?

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que dispone el Banco para apoyar la política monetaria y la estabilidad financiera. En ese contexto, uno de los principales objetivos de la gestión de las reservas es disponer de liquidez internacional de manera eficiente, cautelando el patrimonio financiero del banco. Esto se realiza sobre la base del marco legal definido en la Ley Orgánica Constitucional (LOC) y de un conjunto de prácticas y políticas internas que están en línea con las recomendaciones de organismos internacionales.

En octubre de 2021, el stock de reservas internacionales (RIN) del Banco Central alcanzó a US\$55 mil millones, el valor más alto registrado en un cierre de mes. Su progresivo aumento se explicó, principalmente, por: (1) el Programa de Reposición y Ampliación de Reservas llevado a cabo por el Banco entre enero y octubre de ese mismo año, que sumó US\$7,4 mil millones; (2) la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) que realizó el Fondo Monetario Internacional (FMI) en agosto de 2021 a todos los países que forman parte de dicho organismo, lo que en el caso de Chile significó un aumento de las reservas por US\$2,4 mil millones y; (3) el nivel inusualmente alto que alcanzó el Portafolio de Caja, el que llegó a US\$8 mil millones al cierre de octubre de 2021. El Portafolio de Caja está constituido por recursos de terceros, generalmente por depósitos en dólares de muy corto plazo que mantienen las empresas públicas, la Tesorería General de República y los bancos comerciales. La magnitud que alcance este portafolio de caja no depende del Banco Central, sino que de las decisiones de otros.

Entre octubre de 2021 y junio de 2022, las RIN tuvieron un descenso de US\$9,2 mil millones, bajando a US\$45,8 mil millones. La mayor parte de esa caída (US\$6,2 mil millones) se explicó por la disminución de los depósitos mantenidos por terceros en el Portafolio de Caja. Los restantes US\$3,0 mil millones correspondieron a una disminución por el menor valor de los instrumentos en los que se encuentran invertidos las reservas (US\$2,4 mil millones) y por un aporte de recursos (US\$0,6 mil millones) realizado al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) con motivo de la adhesión del Banco Central a dicho organismo multilateral. Cabe mencionar que el FLAR es un organismo donde participan varios países latinoamericanos y que tiene por objetivo acudir en apoyo de las balanzas de pagos de los países miembros, otorgando créditos o garantizando préstamos de terceros. También apunta a mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros; y contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros.

Es importante reiterar que el Banco Central cuenta con recursos líquidos en moneda extranjera suficientes para hacer frente a posibles periodos de estrés financiero que pudieran tener un efecto negativo sobre la balanza de pagos. Además de las Reservas propias, dispone de facilidades complementarias de liquidez por otros US\$27,8 mil millones, las que se desglosan en US\$18,5 mil millones con el Fondo Monetario Internacional; US\$1,3 mil millones con el FLAR y US\$8,0 mil millones con el Banco Popular de la República de China. Estos recursos, que fortalecen la posición de liquidez internacional del país, podrían hacerse efectivos en caso de que el Banco Central lo requiriera.

En el IPoM de septiembre se incluye un reporte especial sobre la evolución de las Reservas Internacionales del Banco Central de Chile.

Preguntas frecuentes sobre el IPoM

1. ¿Qué es el IPoM?

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

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

El IPoM incluye también una sección (Capítulo 2) donde se presentan las consideraciones detrás de la estrategia de política monetaria para los próximos trimestres, y se describe cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria ante determinadas modificaciones al escenario central. Estos escenarios son los llamados escenarios de sensibilidad, que implican situaciones donde la economía se comportaría dentro de los rangos previstos en la proyección de crecimiento, pero el logro de la meta de inflación requeriría de una trayectoria de política monetaria distinta.

En el IPoM también se discuten escenarios más extremos, los llamados escenarios de riesgo. En este tipo de situaciones, la economía saldría de los límites que considera el rango de crecimiento y la política monetaria, sin duda, sería distinta. Tanto los escenarios de sensibilidad como los de riesgo juegan un rol importante para la toma de decisiones del Consejo, pues le permiten prevenir el curso de acción ante eventos que modifiquen el panorama económico previsto. De hecho, el impacto de estos escenarios de sensibilidad sobre la política monetaria es recogido en el llamado “Corredor de la TPM”, gráfico que se publica en el Capítulo 2 del Informe, y que da cuenta de los márgenes en que se movería la TPM en los próximos dos años si alguna de estos escenarios de sensibilidad se cumpliera.

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

El Banco conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Esto es parecido a lo que se hace en otros países del mundo que, como Chile, tienen flotación cambiaria, y se denomina ‘Esquema de Metas de Inflación’. En

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

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

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

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

El Consejo del Banco Central conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Por ello, el horizonte de política se refiere a este plazo de dos años. En cambio, el horizonte al cual el Banco realiza sus proyecciones es algo diferente. En particular, en cada IPoM se incluyen proyecciones para distintas variables para el año en curso y dos años completos adicionales.

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

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

El corredor de tasas envuelve las trayectorias probables en torno al escenario central descrito en el IPoM, y las trayectorias asociadas a los escenarios de sensibilidad en torno a éste. Se trata así de un corredor dentro del cual es más probable se mueva la TPM dada la información actual. Igualmente, existen escenarios de riesgos que podrían llevar a que la tasa se mueva fuera de dicho corredor. El corredor de la TPM se publica en el Capítulo 2 del IPoM, y el Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020 presenta su metodología de construcción.

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

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