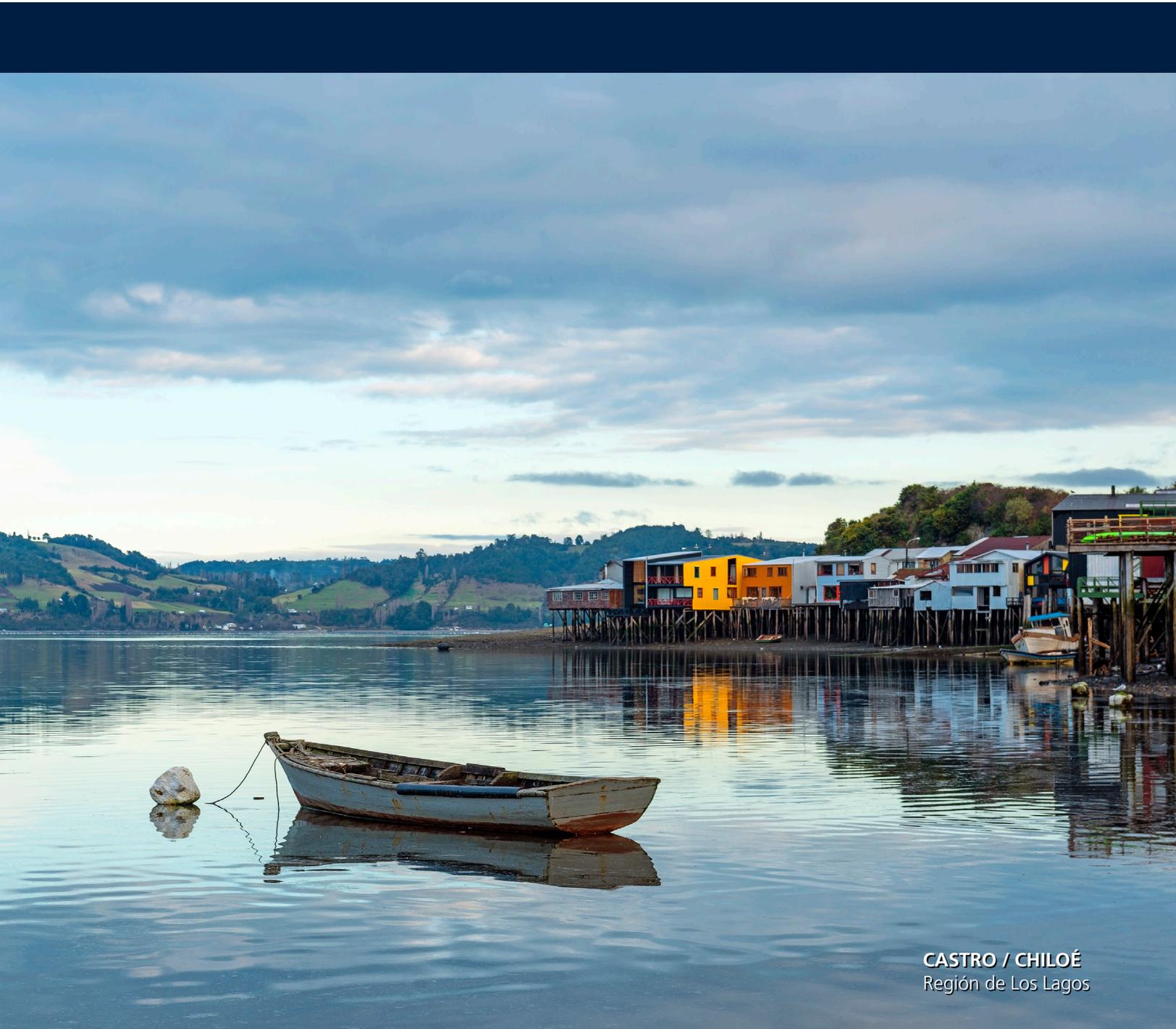


INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MARZO 2022





Informe de Política Monetaria

MARZO 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: Catro/Chiloé/ Región de los Lagos

Beltrán de Ramón Acevedo / Representante Legal

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

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

CONTENIDO* /

RESUMEN	3
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	7
II. CONDICIONES FINANCIERAS	15
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	20
IV. PRECIOS Y COSTOS	29
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	34
RECUADROS	
Impacto de la guerra en Ucrania en el escenario externo	12
Evolución reciente de la economía bajo las nuevas cuentas nacionales	25
Evolución reciente de las expectativas de inflación	45
Expectativas de inflación en hogares y empresas	47
<i>Forward guidance</i> de política monetaria y el corredor para la TPM	49

*/ El informe incluye la decisión de política monetaria del 29 de marzo. Para la construcción del escenario central, se utilizó como cierre estadístico el 23 de marzo.



RESUMEN

La inflación y sus perspectivas de corto plazo han seguido aumentando y se anticipan niveles cercanos a 10% para mediados de 2022. La mayor inflación está teniendo efectos significativos en las familias, y sigue respondiendo principalmente al excesivo incremento del gasto de los últimos trimestres. Este impacto se ha acentuado en un escenario de importantes presiones de costos, las que han vuelto a aumentar a causa del *shock* a los precios de las materias primas provocado por la invasión de Rusia a Ucrania. El escenario central de proyección considera que en la última parte de 2022 la inflación comenzará a converger a la meta de 3%, cifra que alcanzará dentro del horizonte de dos años. Resolver los desequilibrios que acumuló la economía en los últimos trimestres es vital para esta convergencia, siendo fundamental el ajuste del impulso fiscal y monetario, entre otros. Coherente con esto, y con un escenario externo menos favorable, tras el excesivo crecimiento de 2021, la economía se expandirá a tasas bajo su potencial en 2022 y 2023, con contracciones del consumo privado y la inversión. El Consejo ha ajustado rápidamente la TPM hasta ubicarla en un nivel contractivo, necesario para contribuir al cierre de la brecha de actividad y la convergencia de la inflación en el horizonte de política monetaria. Además, estima que, de darse los supuestos del escenario central, futuros aumentos de la TPM serían menores que los realizados en los últimos trimestres.

La inflación ha seguido aumentando, acercándose a 8% anual. Gran parte de los componentes del IPC mostraron variaciones anuales al alza, destacando el rápido aumento del IPC subyacente de bienes, que pasó de alrededor de 5% a mediados de 2021 a cifras en torno a 9% a inicios de 2022. En los servicios se observa una variación anual menor, cercana a 5%, explicada por el congelamiento de varias tarifas reguladas en los últimos años y los rezagos en el ajuste de los precios indexados.

El significativo impulso al gasto durante 2021 sigue siendo el principal determinante del alza de la inflación. Su impacto se ha acentuado en un escenario donde las presiones de costos han sido significativas y han seguido aumentando. Las cadenas de distribución global aún no logran recuperarse de los efectos de la pandemia y, entre otros factores, siguen presentando disrupciones debido al alza de los contagios de Covid-19 y la política de tolerancia cero de China. Los precios de varias materias primas han alcanzado niveles elevados —energía, alimentos y algunos metales—, lo que se exacerba al considerar la depreciación que ha acumulado el peso en el último par de años. Se suma el alza de los costos laborales, ante una oferta que no se ha recuperado completamente tras el inicio de la pandemia. Distintas fuentes de información cualitativa —IMCE y el Informe de Percepciones de Negocios (IPN)— dan cuenta de la negativa evaluación de las empresas sobre el comportamiento de sus costos y su impacto en los márgenes.

El aumento de la inflación local ha ido más allá de lo previsto en diciembre, resaltando que la mayor parte de la sorpresa se ha concentrado en el componente subyacente del IPC. La inflación anual acumulada a febrero de 2022 resultó cerca de 1 punto porcentual mayor que la prevista en el escenario central de diciembre. Más de la mitad de esta sorpresa correspondió a mayores incrementos en los precios de los bienes considerados en el IPC subyacente. Una parte menos relevante de la sorpresa provino de los precios de alimentos y de los combustibles incluidos en su componente volátil.



Las perspectivas de corto plazo para la inflación anual han aumentado, hasta ubicarse en cifras cercanas a 10% a mediados de año. En esta mayor proyección se combinan varios factores. En un contexto donde la demanda interna continúa en niveles excepcionalmente elevados, el principal factor son las altas y crecientes presiones de costos, lo que provoca un mayor incremento de los precios. Esto, además, hace prever que parte de las sorpresas recientes de inflación tendrán un carácter más persistente, pues reflejan un acomodo de los márgenes ante el deterioro que experimentaron en los últimos trimestres. Se suma el alza reciente de los precios de ciertas materias primas debido a la invasión de Rusia a Ucrania y un tipo de cambio real (TCR) que se ubica en niveles elevados. Se añade una indexación a una mayor inflación pasada, que tendría especial impacto en las variaciones mensuales del IPC durante marzo y abril, estimándose que ambas cifras serán elevadas.

La alta inflación es un fenómeno transversal entre economías, aunque no siempre las causas principales son las mismas. En Estados Unidos y el Reino Unido, destaca el impulso de la demanda y la estrechez del mercado laboral, con una oferta contenida y presiones salariales al alza. En la Eurozona, la energía ha sido la principal causa de la inflación, contribuyendo en torno a la mitad de su aumento. En varios países de América Latina la razón fundamental se asocia al incremento de los precios de la energía y los alimentos.

En el escenario central, la inflación anual del IPC tendrá un rápido descenso a partir de la última parte de 2022, ubicándose en torno a 3% para comienzos de 2024. El descenso de la inflación se verá intensificado por un retroceso en los precios de la energía y algunos alimentos. La inflación subyacente, en cambio, tendrá una reducción más pausada, más influida por la reversión de la brecha de actividad. Con todo, también se situará en torno a 3% para inicios de 2024.

Un factor fundamental para la convergencia de la inflación a la meta es la resolución de los desequilibrios que acumuló la economía durante 2021. En el escenario central, en 2022 y 2023 la economía crecerá por debajo de su potencial, condición necesaria para que se reduzca la brecha que se provocó a partir del excesivo aumento del gasto observado el año pasado. A esto se sumará una reducción del precio de los combustibles respecto sus niveles actuales y un TCR que descenderá, pero seguirá por sobre sus promedios de los últimos 15 o 20 años.

Los datos de fines de 2021 y comienzos de 2022 apuntan a que la economía ya estaría en una senda de reducción de los elevados niveles de gasto del año pasado, proceso que está ocurriendo a una velocidad algo más rápida que lo previsto. El nivel de gasto en consumo privado, particularmente en durables, descendió durante el último trimestre de 2021, lo mismo que la actividad del comercio. Esto último se extendió a inicios de 2022. Indicadores adelantados del primer trimestre, como las ventas con boletas electrónicas y las importaciones, también muestran un descenso respecto de los altos niveles del año pasado.

En el escenario central, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo (FBCF) se contraerán durante el bienio 2022-2023. En el caso del consumo, será clave la elevada base de comparación, el descenso de la liquidez acumulada en los últimos trimestres —parte de la cual se ha destinado a ahorro— y la menor disponibilidad de crédito. En la FBCF jugarán un rol fundamental las condiciones financieras más estrechas y la persistencia de una mayor incertidumbre.

La variación anual del PIB será negativa durante varios trimestres, proyectándose que la actividad crecerá entre 1,0 y 2,0 en 2022 y entre -0,25 y +0,75% en 2023. Es importante notar que estas estimaciones difieren significativamente de las expectativas privadas —la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas y Consensus Forecast, ambos de marzo de 2022—, las que suponen que tanto el consumo como la inversión seguirán expandiéndose en 2022 y 2023, y que el aumento del PIB se ubicará por sobre el límite superior del rango previsto para cada año (Recuadro V.1). Hacia 2024, una vez resueltos los desequilibrios macroeconómicos, se proyecta que la actividad retomará tasas de expansión acordes con su potencial, expandiéndose entre 2,25 y 3,25%.



El escenario de convergencia de la inflación y de resolución de los desequilibrios macroeconómicos contempla una reducción significativa del gasto fiscal durante 2022. A la espera del decreto sobre responsabilidad fiscal de la nueva administración, el escenario central mantiene un supuesto de gasto público acorde con el presupuesto aprobado y la trayectoria de convergencia allí delineada, acorde con lo que ya ha señalado el Ministerio de Hacienda.

La proyección del escenario central considera que, a pesar del mayor precio del cobre, el impulso externo que recibirá Chile será menor que el previsto en diciembre. El alza de la inflación y la respuesta de los bancos centrales llevará a condiciones financieras menos holgadas, lo que ya se refleja en el comportamiento de los precios de distintos activos. A su vez, el crecimiento mundial proyectado para este año se reduce a 3,1% (4,2% en diciembre) y se mantiene en 3,4% en 2023.

La guerra en Ucrania ha introducido un factor adverso adicional sobre el escenario macroeconómico, aunque hasta ahora su impacto directo se mantiene acotado. El conflicto tiene un efecto significativo sobre los precios de importación, en especial por la fuerte alza del valor del petróleo respecto de las proyecciones del IPoM anterior (alrededor de 30% para el promedio 2022-2023). En materia de crecimiento mundial, el avance de la guerra y las sanciones impuestas a Rusia tendrán efectos importantes sobre el desempeño de la Eurozona, lo que se traduce en un menor crecimiento previsto para los socios comerciales chilenos. En cuanto a la respuesta de los mercados financieros, esta ha sido más importante en Rusia, Ucrania y sus vecinos y, en el escenario central, se asume que los efectos más intensos seguirán acotados a esos países (Recuadro I.1).

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

Las expectativas de inflación a dos años plazo de los expertos —Encuesta de Expectativas Económicas y de Operadores Financieros— han permanecido por sobre 3% por varios meses, lo que es un motivo de preocupación. Las compensaciones inflacionarias también muestran valores elevados a varios plazos, aunque en este caso sus niveles están contaminados por premios que al ser descontados los reducen de manera importante (Recuadro V.1). Por su parte, indicadores que miden la percepción de hogares y empresas, obtenidas a partir de estudios cualitativos y encuestas, muestran que estos consideran que el alza de la inflación es un hecho transitorio, que se revertirá en unos trimestres más. Asimismo, las empresas indican que, por ahora, las mayores expectativas de inflación no han alterado significativamente la dinámica de formación de precios, mientras los hogares estiman que los ajustes que ya han hecho a su comportamiento de consumo serán suficiente para sortear el periodo de mayor incremento de los precios (Recuadro V.2).

El escenario central de este IPoM incorpora una dinámica inflacionaria más persistente que lo usual, en parte, como resultado de niveles de inflación esperados por encima de la meta de inflación a los horizontes habituales. Esto refleja la síntesis de antecedentes disponibles respecto de las expectativas de inflación y la evaluación que el Consejo hace de su efecto en la dinámica inflacionaria. En forma adicional, el límite superior del corredor de TPM considera un escenario de sensibilidad en que la persistencia de la inflación aumenta, requiriendo de una respuesta de política monetaria mayor que la del escenario central.

El límite inferior del corredor corresponde a un escenario donde la contracción de la actividad y la demanda es más intensa que en el escenario central. La velocidad con que se dé el ajuste del gasto interno será determinante para evaluar la rapidez con la que la inflación converja a la meta. En esa trayectoria negativa podrían combinarse, entre otros factores, un deterioro mayor de las expectativas y del mercado laboral y un impacto superior de la incertidumbre en la inversión. Esta sensibilidad requiere de una reducción más rápida de la TPM en respuesta a una actividad más débil que lo previsto en el escenario central.



Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la actividad se ubicaría por fuera del rango de proyecciones. En esta ocasión, el Consejo destaca un escenario donde los impactos de la guerra en Ucrania adquieren características mucho más nocivas sobre la economía. En esa situación se podría gatillar una desaceleración más severa o incluso una recesión mundial, además de un empeoramiento significativo de las condiciones financieras, particularmente para países emergentes. Sin embargo, por la propia incertidumbre que rodea al conflicto, es difícil anticipar cuáles efectos predominarían en las decisiones de TPM de materializarse una situación de este tipo.

RESUMEN PROYECCIONES

	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
PIB (var. anual; %)	1,0-2,0	-0,25 / 0,75	2,25-3,25
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,6	-3,5	-3,2
Inflación total (prom. anual; %)	8,2	3,4	3,0
Inflación subyacente (prom. anual; %)	7,7	4,7	3,0
Inflación a dos años (%) (*)	--	--	3,0
Crecimiento mundial (var. anual; %)	3,1	3,4	3,3
Precio del cobre (prom. anual; US\$cent/libra)	435	390	365

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2024.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



I. ESCENARIO INTERNACIONAL

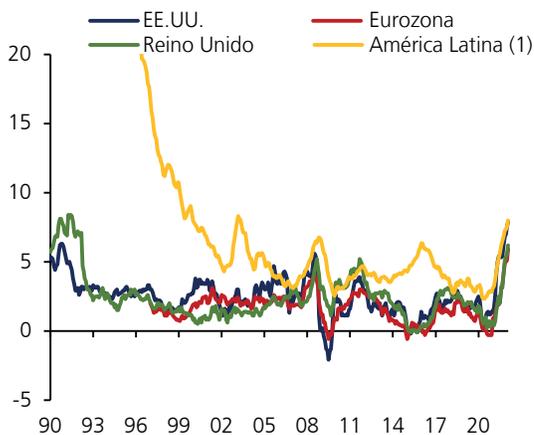
El panorama económico mundial se ha vuelto más complejo en los últimos meses. La inflación global ha seguido aumentando y ha dado mayores señales de persistencia. En las economías desarrolladas, esta ha alcanzado niveles no vistos desde hace varias décadas. Esto ha llevado a la Fed y otras autoridades a acelerar su proceso de normalización monetaria. En este escenario, las condiciones financieras se han deteriorado para las economías emergentes. En lo más reciente, la invasión rusa a Ucrania ha incrementado la incertidumbre de forma significativa y, además del alto costo a nivel humanitario, afectará la actividad —principalmente en la Eurozona— y ha puesto mayores presiones sobre los precios de las materias primas y el proceso de normalización de las cadenas de suministro. En esta línea, se ha incrementado el riesgo de un retiro más rápido que lo esperado del estímulo monetario por parte de la Fed en respuesta a nuevas sorpresas inflacionarias. Asimismo, también se ha elevado la posibilidad de un estrechamiento de las condiciones financieras como consecuencia de una mayor aversión al riesgo derivada de la guerra. Todos estos elementos auguran un menor impulso externo para la economía chilena.

EVOLUCIÓN DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

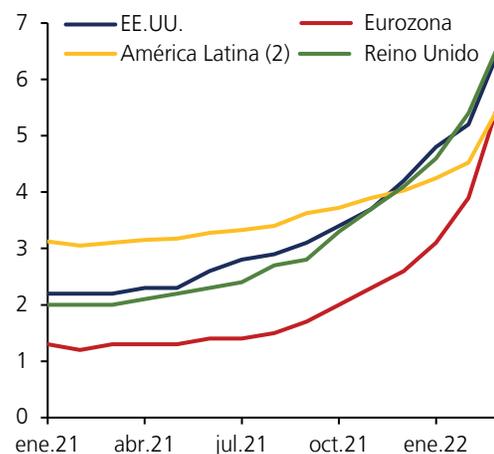
La inflación ha seguido aumentando globalmente y en algunos países ha alcanzado niveles que no se observaban desde hace varias décadas (gráfico I.1). Si bien ha sido transversal entre economías, la causa principal de esta mayor inflación difiere entre ellas. En EE.UU. y el Reino Unido, destacan el impulso de la demanda y la estrechez del mercado laboral, con una oferta contenida y presiones salariales al alza; además, en el primero se suman los aumentos de precios de la vivienda. En la Eurozona, la energía continúa siendo la principal impulsora de la inflación, contribuyendo en torno a la mitad de su aumento. En varios países de América Latina la causa fundamental se asocia al incremento de los precios de la energía y los alimentos. Con todo, esto sigue dándose en un contexto en el que las presiones de costos no han cedido, en particular porque las cadenas de suministro no han logrado reponerse por completo tras el impacto de la pandemia, y en que el estímulo monetario aún se mantiene elevado en las economías desarrolladas.

GRÁFICO I.1 INFLACIÓN MUNDIAL Y EXPECTATIVAS

Inflación mundial
(variación anual, porcentaje)



Proyecciones de inflación para 2022
(variación promedio anual, porcentaje)



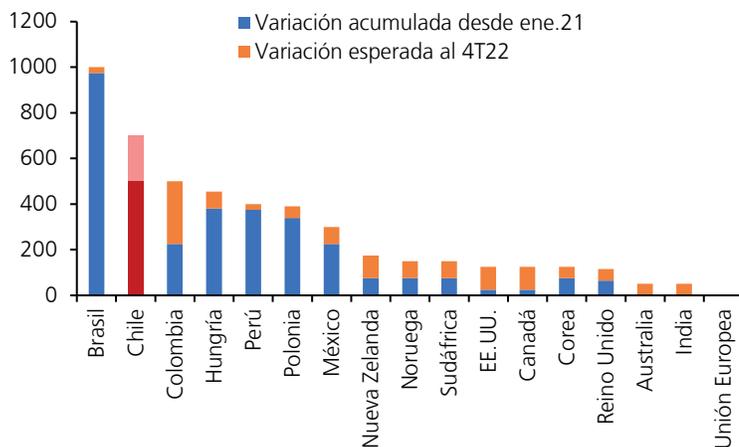
(1) Corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, Colombia, Perú y México. (2) Corresponde al promedio simple de la inflación anual a diciembre 2022 para Brasil, Colombia, Perú y México.

Fuentes: Oficinas estadísticas de cada país y Consensus Forecast.



En este escenario de mayor inflación, la acción y comunicación de los bancos centrales ha ido ajustando la expansividad de la política monetaria. La Fed y el Banco de Inglaterra ya comenzaron su proceso de normalización monetaria. El Banco Central Europeo, que había mostrado una postura más cauta en meses anteriores, en su reunión de marzo señaló la posibilidad de un término anticipado de su programa de compra de activos a partir del tercer trimestre, el que estará sujeto a la evolución de la economía. Entre los exportadores de materias primas, Canadá se sumó al aumento de tasas, mientras Nueva Zelanda y Noruega han continuado elevándolas. En América Latina, los bancos centrales han seguido incrementando las tasas de referencia en vista de la persistente inflación en la región. De este modo, para este año se espera que la mayoría de los bancos centrales del mundo continúen subiendo sus tasas o comiencen a hacerlo (gráfico I.2).

GRÁFICO I.2 TPM GLOBAL Y EXPECTATIVAS (*)
(puntos base)



(*) Considera los movimientos de TPM y expectativas según analistas encuestados por Bloomberg al 24 de marzo 2022. La variación esperada de la TPM está redondeada a incrementos de 25 puntos base. Las expectativas para Chile al 4T22 consideran la EEE de marzo 2022.

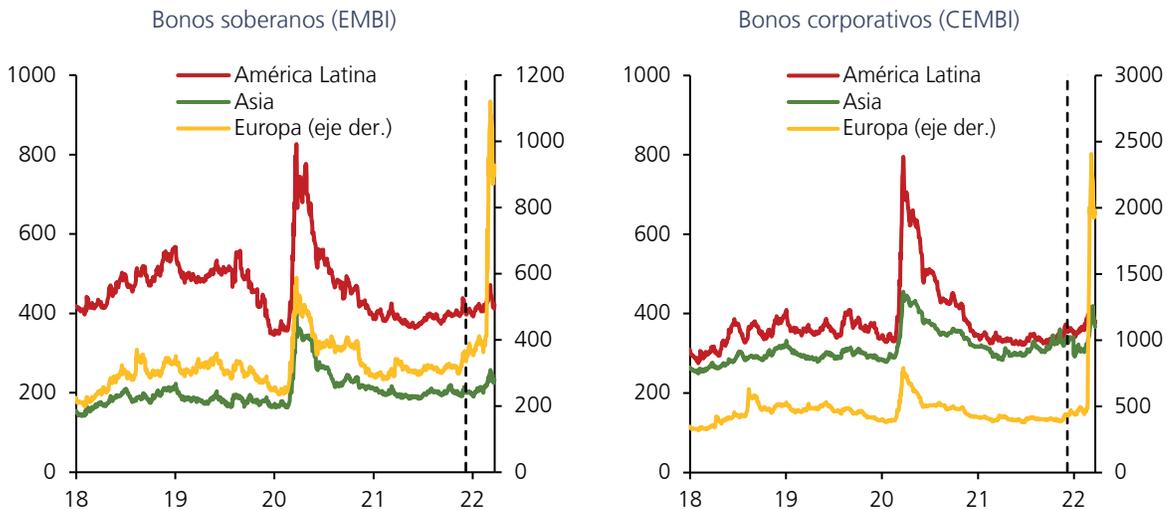
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El cambio en las perspectivas macroeconómicas ha llevado a que las condiciones financieras se hayan vuelto menos favorables, especialmente para el mundo emergente (gráfico I.3). Desde fines de 2021, se ha visto un aumento de las tasas largas a nivel mundial. Esto se ha dado en un escenario en el que, en general, los mercados bursátiles han ido a la baja y el dólar se ha fortalecido, con la excepción de América Latina, en donde las bolsas y monedas locales muestran cierta recuperación, lo que responde en parte a los mejores precios de las materias primas y a una corrección del deterioro sufrido durante 2021. Sin embargo, en las economías emergentes, los premios por riesgo soberano y corporativo han aumentado, lo que se explica en una fracción importante por las expectativas de una política monetaria menos expansiva de la Fed. Además, en América Latina, la profundización del ciclo de alza de tasas y las débiles perspectivas para este año siguen encareciendo el financiamiento.

Las perspectivas para el escenario económico global han empeorado a raíz de la incertidumbre, asociada al conflicto entre Rusia y Ucrania, y del incremento en los precios de materias primas, especialmente de la energía. Si bien las principales repercusiones económicas y financieras se han mantenido acotadas a Rusia y sus países vecinos, la incertidumbre ha aumentado de forma significativa. Además, se plantean potenciales obstáculos para la actividad global, especialmente en la Eurozona, como consecuencia del incremento de la incertidumbre, la recesión esperada en Rusia y Ucrania y el encarecimiento de las materias primas. A su vez, a las importantes alzas de las materias primas, también se añade una mayor presión sobre las cadenas logísticas mundiales, que retrasarán aún más la convergencia de la inflación a niveles acordes con las metas de los bancos centrales (Recuadro I.1).



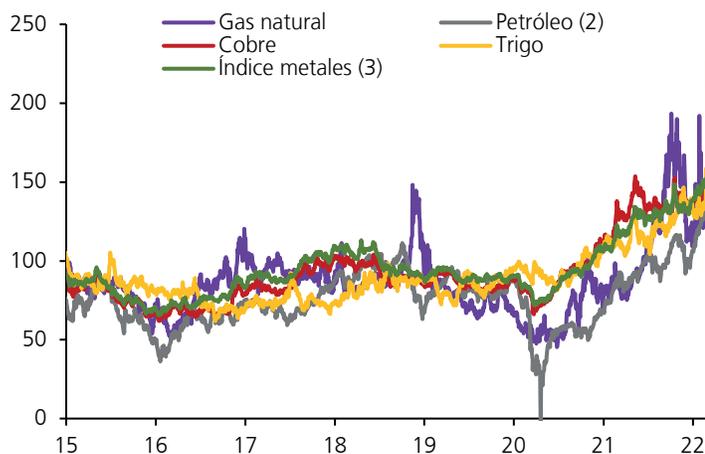
GRÁFICO I.3 PREMIOS POR RIESGO EN MERCADOS EMERGENTES (*)
(puntos base)



(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPOM de diciembre 2021.
Fuente: Bloomberg.

El precio de las materias primas se ha mantenido elevado hace ya varios trimestres y aumentaron con mayor intensidad a causa de la guerra (gráfico I.4). El aumento previo al conflicto se explicaba, en general, por mercados que se encontraban en niveles históricamente estrechos ante una rápida recuperación de la demanda y una oferta contenida. Tras la invasión a Ucrania, a este comportamiento se sumaron varios factores; entre ellos, la incertidumbre sobre la oferta futura, dada la relevancia de Rusia en la producción mundial de materias primas, y el impacto de las sanciones a este país.

GRÁFICO I.4 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (1)
(índice, promedio 2010-2022=100)



(1) Trigo y gas natural corresponden a futuros a un mes. (2) Promedio WTI-Brent. (3) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals.
Fuente: Bloomberg.



En los precios de la energía, resalta el aumento del valor del barril de petróleo, que en algunos días sobrepasó los US\$120. Rusia es un actor relevante en este mercado, pues produce cerca del 12% de la oferta mundial. Se suma que la OPEP+ ya había tenido dificultades en el cumplimiento de sus objetivos de producción y que los inventarios se encuentran en niveles históricamente bajos. Con esto, considerando el promedio de los últimos 10 días al cierre de este IPoM, el precio del barril de petróleo se ubicó en torno a US\$110, para el promedio WTI-Brent (+51% desde el cierre del IPoM previo).

Los precios de los alimentos también muestran alzas relevantes en lo más reciente, en especial de algunos granos. En el caso del trigo (+36% desde el cierre del IPoM previo), Rusia y Ucrania suman en torno al 25% de las exportaciones mundiales. En el maíz (+29% desde el cierre del IPoM previo), las exportaciones ucranianas corresponden a algo más del 15% de los envíos globales. Por su parte, durante febrero el índice de la FAO aumentó 20,7% anual, llegando a un nuevo máximo histórico. Su trayectoria refleja que el alza de los precios de los alimentos a nivel global es un proceso que ya había comenzado hace varios trimestres, en que se conjugan una fuerte demanda internacional, el deterioro de las perspectivas y/o menores suministros de los países productores y el impacto del alto costo de la energía que ha limitado la producción y elevado el precio de los fertilizantes.

La cotización de los metales también ha respondido con fuerza a la guerra, en particular en aquellos en los que Rusia es un productor relevante. Destaca la escalada del valor del níquel, que alcanzó máximos en más de 10 años, y del paladio, cuyo principal destino es la elaboración de catalizadores de automóviles. La cotización del cobre no ha estado exenta de volatilidad, alcanzando US\$4,8 a inicios de marzo (US\$4,6 al cierre del IPoM actual). Esto, en medio de inventarios que persisten en niveles bajos y una alta incertidumbre.

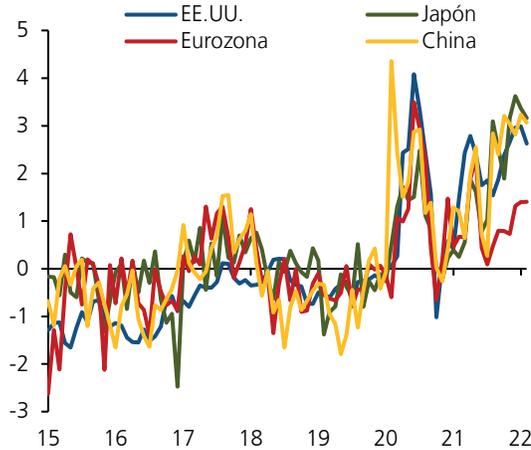
Las cadenas logísticas mundiales siguen sin poder recuperarse del todo y la guerra podría dificultar su normalización (gráfico I.5). En la última parte de 2021 se observaron algunas señales de leve estabilización en las cadenas de valor globales. Sin embargo, la variante Ómicron implicó restricciones que provocaron nuevas interrupciones en la actividad en China, país que aún mantiene su política de tolerancia cero frente al Covid-19. Asimismo, la posible escasez de algunas materias primas, derivada de la invasión a Ucrania, como el paladio y el gas neón, afectarán el suministro de ciertas industrias, como la de fabricación de automóviles y semiconductores, lo que podría volver a perjudicar la producción global de bienes. Se agrega el impacto que tendrá el alza del precio del petróleo sobre el transporte marítimo, más allá de que en lo reciente estos han cedido levemente desde sus máximos alcanzados durante 2021.

En este escenario, se prevé que el impulso externo será menor que el anticipado en diciembre, derivado de las peores perspectivas para los socios comerciales de Chile, y el deterioro de las condiciones financieras y de los términos de intercambio. En EE.UU., se prevé una ralentización del crecimiento en el corto plazo, luego del fuerte dinamismo mostrado el cuarto trimestre de 2021. En China, si bien las perspectivas no muestran grandes cambios, el sector inmobiliario ha seguido dando señales de debilidad y las recientes cuarentenas afectarán nuevamente la actividad en el corto plazo, a lo que se contrapone una política monetaria y fiscal más expansiva, a fin de alcanzar la meta de crecimiento de 5,5% fijada para este año por el gobierno chino. En América Latina, el panorama se mantiene debilitado. Al entorno inflacionario de la región se añaden la fragilidad fiscal y factores de incertidumbre política para este año. En este contexto, las expectativas de una política monetaria global menos expansiva para hacer frente a la inflación, especialmente de la Fed, aumentará el costo del crédito para los países emergentes. Por su parte, la invasión a Ucrania impactará la inflación a través de los mayores precios de las materias primas y de una extensión de los cuellos de botella globales. Asimismo, afectará la actividad, en particular de los socios comerciales de Rusia en Europa. Estos fenómenos se enmarcan en un escenario internacional donde los efectos económicos adversos de nuevas variantes de Covid-19 debieran atenuarse en la medida en que siga aumentando la disponibilidad de vacunas efectivas.

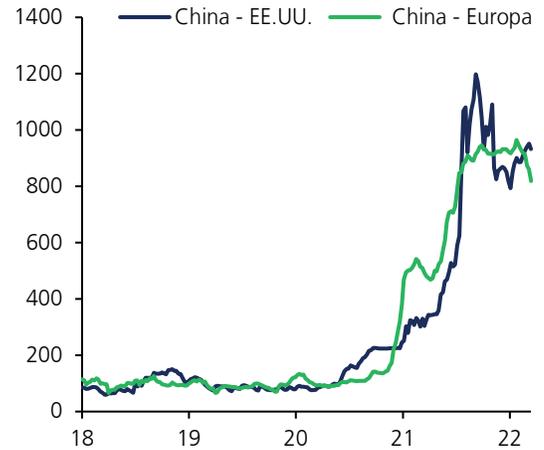


GRÁFICO I.5 CUELLOS DE BOTELLA

Índice de presión sobre las cadenas de suministro mundiales (1)
(desviaciones estándar)



Costo de transporte marítimo (2)
(índice 2018=100)



(1) Desviaciones estándar respecto al promedio histórico. Para mayor detalle, ver [Global Supply Chain Pressure Index: March 2022 Update](#). (2) Tarifa por transportar un container de 40 pies en las rutas respectivas.

Fuentes: Benigno, Di Giovanni, Groen & Noble (2022) y Bloomberg.

En el escenario central, la proyección de crecimiento mundial se ajusta a 3,1% en 2022 (4,2% en el IPoM de diciembre) y se mantiene en 3,4% en 2023 (tabla V.3, capítulo V). Asimismo, se proyecta el precio del cobre en US\$4,35 la libra para 2022 y US\$3,9 en 2023 (US\$4,1 y US\$3,6 en diciembre), mientras que el petróleo se corrige al alza, con lo que alcanzaría US\$94 el barril en 2022 y US\$83 en 2023, para el promedio WTI-Brent (US\$70 y US\$66 en diciembre). Con ello, los términos de intercambio tendrán una trayectoria por debajo de la contemplada en el IPoM de diciembre, y se prevén en -3,1% en 2022 y 2023 (-2,8 y -4,9% en diciembre).



RECUADRO I.1:

Impacto de la guerra en Ucrania en el escenario externo

La invasión rusa a Ucrania tendrá un impacto negativo en la economía internacional, deteriorando el escenario externo que enfrenta la economía chilena. Las principales consecuencias para Chile son un precio significativamente mayor de ciertas materias primas —energía y alimentos— y un crecimiento algo menor de los socios comerciales, particularmente de Europa. Las condiciones financieras relevantes para Chile no se han visto afectadas, aunque el riesgo de reversión se percibe más elevado.

El escenario central del IPoM y las alternativas que se contemplan en los escenarios de sensibilidad del corredor para la TPM, consideran que el conflicto no se expandirá a otros países, y que la situación comenzará a normalizarse a partir de la segunda parte de este año. Las sanciones impuestas a Rusia —entre las que destaca la exclusión de distintos bancos al sistema *Swift* y el congelamiento de parte importante de las reservas de su Banco Central— seguirán teniendo efectos financieros principalmente en Rusia y en algunos países —en general, vecinos— más expuestos a los activos financieros rusos, pero no a nivel global. Sin embargo, la evolución futura del conflicto es aún altamente incierta, y escenarios distintos al descrito podrían generar efectos económicos y financieros mucho más significativos y requerir trayectorias de la política monetaria por fuera de los límites del corredor.

La guerra entre Rusia y Ucrania ha elevado significativamente los indicadores de riesgo geopolítico y de volatilidad financiera (grafico I.6), lo que afectará el consumo y la inversión a nivel global^{1/}. Si bien el conflicto podría deteriorar significativamente más las condiciones financieras mundiales, hasta ahora los efectos han sido acotados y concentrados en los países directamente involucrados y sus vecinos más cercanos. En el escenario central, la mayor incertidumbre y las peores condiciones financieras afectarán especialmente a la Eurozona, Rusia y Ucrania. Debido a su mayor lejanía geográfica, el menor involucramiento directo en el conflicto y la menor exposición a activos rusos, EE.UU., China, Latinoamérica y Chile se verían menos afectados por este canal. De todas maneras, dada la elevada volatilidad de los precios de los activos financieros y la posibilidad que el conflicto siga escalando, escenarios de mayor reversión de las condiciones financieras globales han ganado relevancia y deberán ser monitoreados.

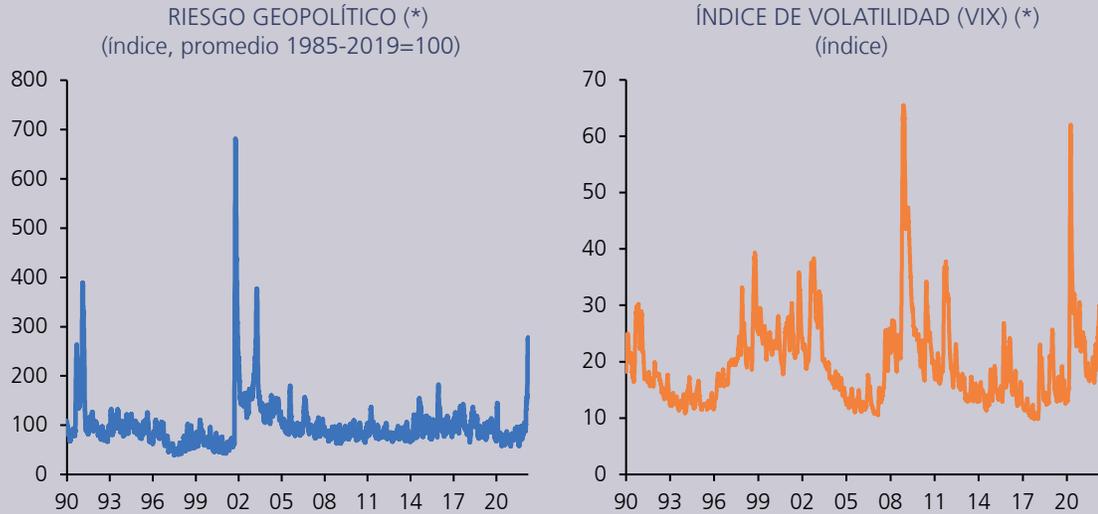
Los mayores precios de materias primas, como el trigo y, especialmente energéticos como el petróleo y el gas natural, son un segundo canal que empeora el escenario externo. El alza de estos precios aumentará globalmente la inflación en el corto plazo, disminuyendo el ingreso real e incrementando los costos de las empresas, todo lo cual afecta la demanda y la actividad de los principales socios comerciales de Chile^{2/}. Las proyecciones consideran, no obstante, que la mayor parte de las alzas recientes de estos precios tendrán un carácter transitorio. Por una parte, el escenario central supone que el conflicto bélico no escalaría a una confrontación entre más países y, por otra, la menor oferta de petróleo rusa podrá ser, al menos parcialmente, sustituida por otras fuentes en lo venidero. Asimismo, el escenario central de este IPoM no considera una interrupción total del suministro de gas ruso hacia Europa, lo que tendría efectos más significativos en la actividad de ese continente.

^{1/} Ver [Caldara & Iacoviello \(2021\)](#) y [Bloom \(2009\)](#).

^{2/} Si bien es cierto que los países exportadores de trigo y energía serán beneficiados por estos mayores precios, ellos son menos relevantes como socios comerciales de Chile.



GRÁFICO I.6



(*) Promedio móvil de 30 días.

Fuentes: [Caldara & Iacoviello \(2021\)](#) y Bloomberg.

El comercio mundial será menos dinámico como consecuencia de la menor demanda inducida por el incremento de la incertidumbre, la caída en la demanda interna de Rusia y Ucrania, y los elevados precios de las materias primas, transmitiendo los efectos del conflicto incluso a los países no directamente involucrados en él. El comercio mundial también será afectado por nuevos cuellos de botella asociados a la escasez de insumos claves para industrias relevantes —paladio en el caso automotriz y gas neón para semiconductores— y el efecto que las sanciones a Rusia podrían tener en la recuperación de las cadenas de suministros. Finalmente, la profunda recesión que sufrirán las economías de Rusia y Ucrania, que representan cerca del 4% del PIB mundial, impactará directamente a sus principales socios comerciales. Chile no es uno de ellos.

Las proyecciones disponibles hasta ahora de bancos de inversión y organismos internacionales son, en lo grueso, similares a las consideradas en este IPoM, pero están sujetas a importantes grados de incertidumbre (tabla I.1 y gráfico I.7). De hecho, algunas de ellas incluyen escenarios de riesgo más pesimistas, donde el impacto de la guerra es más negativo, lo que aumenta de modo importante su impacto económico.

Dependiendo de la exposición al conflicto y las condiciones iniciales de actividad, mercado laboral, inflación y expansividad de los estímulos monetarios, los efectos del conflicto podrían provocar un *trade-off* complejo para las decisiones de política monetaria. Por ello, las autoridades monetarias deberán ponderar entre el riesgo de que el proceso inflacionario se haga más persistente y los posibles efectos deflacionarios de mediano plazo por la menor actividad. En el caso de Chile, el peor escenario externo contemplado en el escenario central no cambia de forma significativa las proyecciones de actividad de los socios comerciales y solo eleva las proyecciones de inflación en el corto plazo, con implicancias acotadas para la política monetaria. En tanto, desviaciones del escenario central como las consideradas en los escenarios de sensibilidad ubican la TPM dentro de los bordes del corredor. En EE.UU. y la Eurozona, que se encuentran más retrasados respecto del proceso de normalización monetaria, tanto la Fed como el Banco Central Europeo —con distinta intensidad y pese a destacar los mayores riesgos del escenario macroeconómico producto de la guerra— han mantenido e intensificado la dirección hacia una política monetaria menos expansiva, ponderando más el impacto positivo sobre la inflación, que el negativo sobre la actividad.



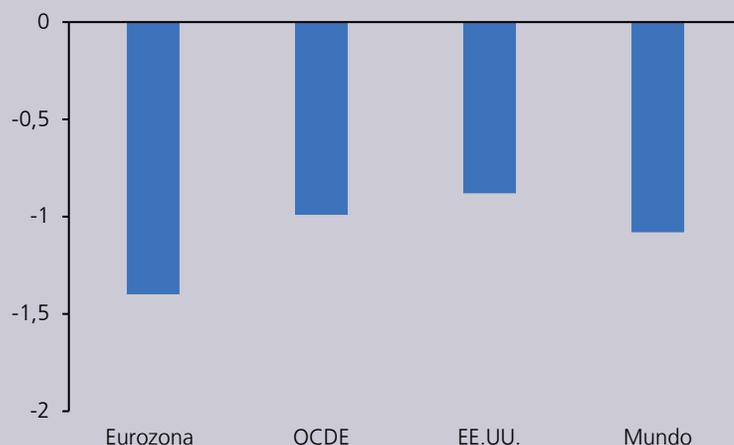
TABLA I.1 PROYECCIONES DE CONTRAPARTES (1)
(porcentaje)

	IPoM marzo 2022		Consensus Forecast		Bancos de inversión (2) (3)	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Mundo	3,1 (-1,1)	3,4 (=)	3,5 (-0,9)	3,5	3,5 (-0,9)	3,4 (-0,1)
EE.UU.	3,3 (-0,8)	1,9 (-0,4)	3,3 (-0,7)	2,4 (-0,1)	3,3 (-0,6)	2,2 (-0,1)
Eurozona	2,2 (-1,9)	2,1 (-0,3)	3,2 (-1,0)	2,3 (-0,3)	2,7 (-1,4)	2,2 (-0,3)
China	4,7 (-0,1)	5,1 (-0,1)	5,0 (-0,1)	5,2	4,7 (+0,1)	5,1 (+0,1)

(1) Para el IPoM, en paréntesis se indica el cambio respecto de las proyecciones publicadas en el IPoM de diciembre de 2021. Para Consensus Forecast, en paréntesis se indica el cambio respecto a las proyecciones publicadas en diciembre de 2021. Para Bancos de inversión, en paréntesis se indica el cambio respecto de las proyecciones publicadas la semana del 3 de diciembre de 2021. (2) Corresponde al promedio simple de las proyecciones realizadas por Barclays, Bank of America, J.P. Morgan y Goldman Sachs. (3) La composición del PIB del mundo puede variar entre bancos de inversión y no necesariamente es comparable con proyecciones internas.

Fuentes: Banco Central de Chile, Consensus Forecast, Barclays, Bank of America, J.P. Morgan y Goldman Sachs.

GRÁFICO I.7 IMPACTO ESTIMADO EN EL PIB, PRIMER AÑO (*)
(porcentaje)



(*) Basado en simulaciones realizadas por la OCDE que consideran movimiento de precios de materias primas entre el 24 de febrero y 9 de marzo respecto del promedio de enero, una depreciación del rublo de 50% frente al dólar, depreciaciones bilaterales de 5% de las monedas de Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía y Turquía frente al dólar, incremento de 10% en la tasa de interés y prima de riesgo de Rusia, mayores primas por riesgo en economías emergentes y caídas de 15 y 40% en la demanda interna de Rusia y Ucrania en la primera mitad de 2022.

Fuente: OECD Interim Economic Outlook, marzo 2022.



II. CONDICIONES FINANCIERAS

Desde el IPoM pasado, en el desempeño del mercado financiero chileno han influido tanto factores internos como externos. Por un lado, la percepción de riesgo en torno a la economía local mostró cierta mejora en meses recientes, lo que contribuyó de manera positiva al comportamiento de variables como el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo, que de todos modos aún lucen alejadas de sus niveles previos a la crisis social. Por otro, la guerra en curso entre Rusia y Ucrania ha elevado la incertidumbre global, incluso en Chile, aunque con impactos en los precios de activos financieros que se han concentrado en los países involucrados en el conflicto y otros geográficamente cercanos. El crédito local mantiene un bajo dinamismo, en medio de condiciones de acceso más estrictas, una menor demanda por financiamiento y de tasas de interés que han seguido aumentando en todas las carteras, coherente con la transmisión de una política monetaria más contractiva dado el escenario de mayor inflación. El Consejo ha subido la TPM en 650 puntos base (pb) desde junio del año pasado y estima que, de darse los supuestos del escenario central de este IPoM, futuros aumentos de la TPM serían menores que los realizados en los últimos trimestres. De todos modos, esto dependerá de la evolución del escenario macroeconómico.

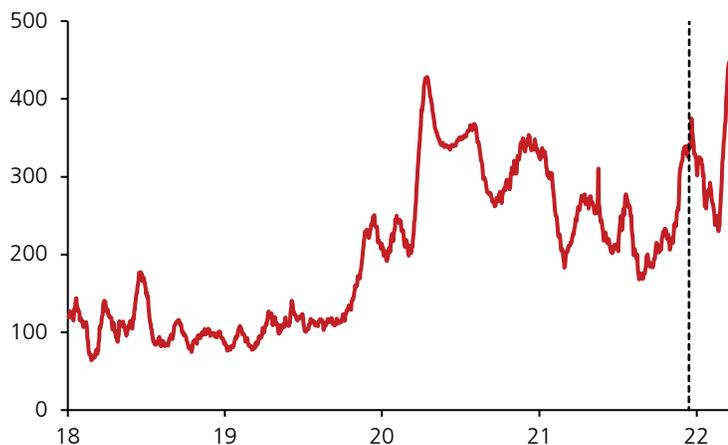
EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Luego de un deterioro continuo y significativo a lo largo de 2021, diversos indicadores financieros locales han mostrado un desempeño algo más favorable en los últimos meses. Esto, en un contexto en el que se despejaron ciertas dudas del ámbito político-legislativo y en que el mercado ha ido internalizando una respuesta más contractiva de la política monetaria local frente a la significativa alza de la inflación. En el frente externo, la guerra entre Rusia y Ucrania ha generado mayor volatilidad en los mercados financieros mundiales, incluido Chile. Las dudas en torno a la evolución del conflicto han permeado al ámbito local reimpulsando los niveles de incertidumbre económica y política (DEPUC). Así, estos alcanzaron valores máximos hacia el cierre estadístico de este IPoM, tras haber mostrado un marcado descenso desde mediados de diciembre (gráfico II.1). En todo caso, hasta ahora los precios de activos más castigados han sido los de los países en conflicto y sus vecinos.

Las tasas de interés de largo plazo locales revirtieron parcialmente el incremento que tuvieron durante 2021, en medio de alzas generalizadas de otras contrapartes a nivel global (gráfico II.2). El rendimiento de los bonos en pesos a 10 años (BTP-10) tendió a acoplarse a los movimientos alcistas a nivel global en las semanas previas a la publicación de este IPoM. De todos modos, la tasa del BTP10 ha permanecido por debajo de los máximos alcanzados a mediados de octubre del año pasado (de cerca de 7%), momento en el que se produjo un punto de inflexión en su desempeño, que coincidió con el período de discusión y posterior rechazo de un cuarto retiro de los ahorros previsionales. Su nivel es alto en perspectiva histórica y respecto de otras contrapartes, lo que responde en gran parte al elevado riesgo local, que es el principal factor detrás del alza del costo de los créditos hipotecarios y de otros instrumentos de largo plazo ([Recuadro V.1, IPoM diciembre 2021](#)). Así, el diferencial de la tasa chilena respecto de su similar de EE.UU. sigue siendo amplio, en torno a 400pb (420pb al cierre estadístico de diciembre).



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



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

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

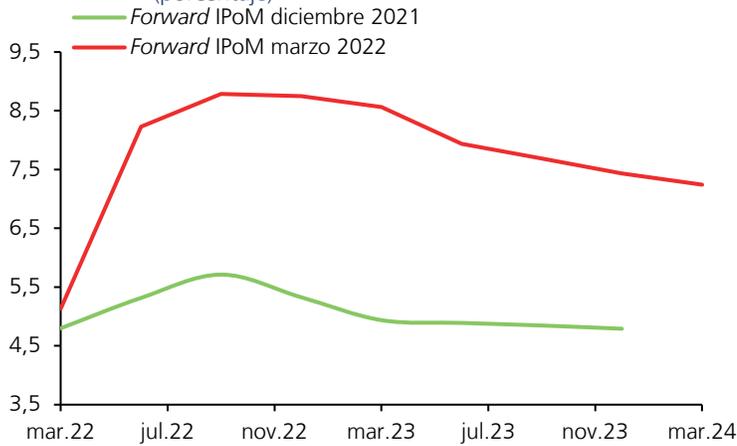


(1) Para todos los países se consideran las tasas de interés de bonos cero cupón, las cuales corrigen las tasas de mercado del pago de cupones de los bonos. (2) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Brasil,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

A más corto plazo, los movimientos de las tasas de interés locales han estado influenciados por mayores perspectivas de inflación, lo que ha llevado a un aumento de las expectativas privadas para la TPM (gráfico II.3). Esto ha sido producto de la sorpresa al alza en los registros inflacionarios recientes, así como del importante incremento de los precios de las materias primas a nivel mundial, lo cual se ha visto exacerbado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. Así, las expectativas para la TPM implícitas en los precios de los activos han subido de manera importante respecto del cierre estadístico del IPoM de diciembre. A nivel global, la mayor intensidad y persistencia de la inflación en un amplio grupo de países ha cambiado la comunicación de los principales bancos centrales y alentado expectativas de un retiro más rápido de los estímulos monetarios, en especial en EE.UU.



GRAFICO II.3 EXPECTATIVAS DE TPM (1) (2)
(porcentaje)

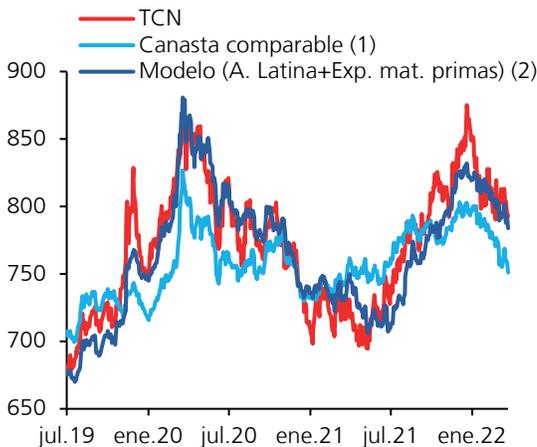


(1) Se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de cámara promedio (ICP). (2) Promedio trimestral al 7 de diciembre de 2021 y al 23 de marzo de 2022, respectivamente.

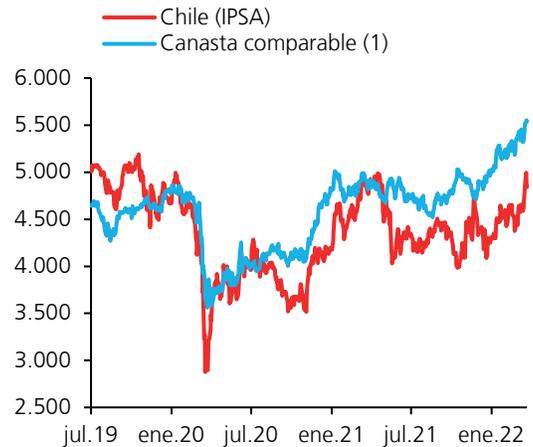
Fuente: Banco Central de Chile.

El peso chileno ha vuelto a exhibir un comportamiento más acorde con la evolución de sus fundamentos de corto plazo. La bolsa local también ha repuntado. Luego de varios trimestres de aumentos sostenidos, la paridad peso/dólar se apreció algo menos de 6% comparada con el cierre estadístico del IPOM de diciembre. Esto coincide con el alza del precio del cobre, en un contexto en que la percepción de riesgo en torno a la economía chilena se había ido tornando menos negativa. Así, en los últimos meses la moneda local se ha apreciado más que las monedas de algunas economías comparables, si bien aún se mantiene como una de las que han perdido más valor en los últimos dos años (gráfico II.4). En términos multilaterales (TCM, TCM-5 y TCM-X), el peso se apreció entre 5 y 7% respecto del último IPOM. El tipo de cambio real también ha caído, aunque sigue muy por encima del promedio de las dos últimas décadas. Por su parte, aunque con vaivenes, el IPSA acumula ganancias en lo que va del año. Sectorialmente, sus resultados han estado impulsados en lo principal por los de empresas ligadas a la exportación de materias primas, de la mano del alza de estos precios, y otras industriales.

GRAFICO II.4 TIPO DE CAMBIO NOMINAL
(pesos por dólar)



BOLSAS
(índice)



(1) Captura el movimiento o la tendencia que debería seguir el TCN/IPSA según las monedas/bolsas de las economías de la canasta comparable (considera a Australia, Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con el tipo de cambio nominal/mercado accionario de Chile. (2) Captura el movimiento o la tendencia que debería seguir el TCN según sus fundamentos, como el precio del cobre, nivel de precios interno, entre otros. El modelo también considera cambios exógenos al nivel de equilibrio del TCN, del orden de 10% en 2019 y de 15% en 2021 (totalizando un cambio de nivel de 25%). Para más detalle ver ["Uso de modelos macroeconómicos en el Banco Central de Chile" \(2020\)](#).

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



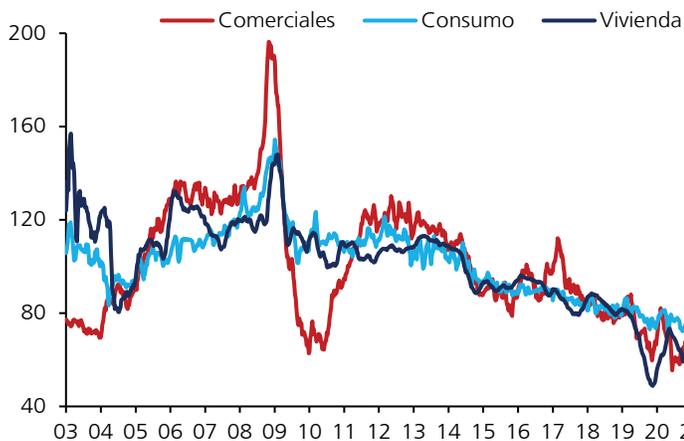
COSTOS Y CONDICIONES DE FINANCIAMIENTO

El importante aumento que acumula la TPM se ha transmitido gradualmente a las tasas de interés de crédito bancario a plazos más cortos. Las tasas de interés de las colocaciones siguieron subiendo de manera transversal y superan el promedio de la última década (gráfico II.5). En los segmentos de consumo y comercial, estas aumentaron en torno 660 y 620pb entre junio de 2021 y los datos disponibles de marzo. La categoría hipotecaria, que ha sido más afectada por el incremento de las tasas *benchmark* de más largo plazo que por la política monetaria, también muestra alzas de sus tasas promedio: 190pb entre junio de 2021 y febrero de 2022. En el caso de los créditos hipotecarios, destaca una mayor participación en su composición del financiamiento a tasa variable o mixta, con cerca de la mitad de los flujos de esta cartera otorgados bajo estas condiciones.

El alza de las tasas de mercado se ha dado en un contexto en el que las condiciones de acceso al crédito también se han ido restringiendo. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre de 2022 reportó condiciones de oferta más estrictas que en el trimestre anterior en la mayoría de las carteras, con especial énfasis en las de empresas. [El Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de febrero](#) dio cuenta de una evaluación de riesgo de los clientes más rigurosa por parte de la banca, a la vez que informó que habían aumentado las solicitudes de garantías y antecedentes. En el caso del segmento hipotecario, destacaba el incremento del pie exigido y la reducción de los plazos desde el último trimestre de 2021.

La demanda de financiamiento sigue mostrando un bajo dinamismo, en un contexto donde los niveles de liquidez de hogares y empresas se mantienen elevados, si bien han comenzado a descender en meses recientes. Ello se observa en la evolución de los saldos reales de las cuentas corrientes y cuentas vista. Estos han disminuido desde sus máximos del segundo semestre de 2021, pero aún se encuentran en niveles altos en perspectiva histórica (gráfico III.5). Paralelamente, el ahorro de los agentes ha aumentado, en medio del alza de las tasas de interés bancarias y elevados niveles de incertidumbre. Según el IPN de febrero de 2022, la proporción de empresas que declaró no necesitar nuevos préstamos había ido al alza desde mediados del año pasado. Algunos entrevistados indicaron que esta menor necesidad de financiamiento respondía a la alta liquidez con que contaban, por las buenas ventas logradas en 2021. De todos modos, reiteraban que las intenciones de endeudamiento estaban siendo afectadas por el endurecimiento de las condiciones financieras, especialmente en el sector hipotecario. Además, seguía destacando una conducta más cauta de las empresas —especialmente entre las de menor tamaño— y personas, que podía estar asociada a la incertidumbre que persistía en distintos frentes. Por su parte, la ECB del primer trimestre de 2022 daba cuenta de un debilitamiento de la demanda de crédito en todos los segmentos, incluyendo empresas y hogares.

GRAFICO II.5 TASAS DE INTERÉS DE LAS COLOCACIONES (1) (2)
(índice 2003-2022=100)



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

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



En este contexto, el crédito mantiene un desempeño acotado. Los créditos de consumo han continuado contrayéndose en términos anuales, a excepción del componente de tarjetas de crédito que ha seguido mejorando. Las colocaciones comerciales muestran un bajo crecimiento, con tasas de expansión anual bastante inferiores a las observadas antes de la crisis social, en tanto los nuevos flujos de colocaciones en el segmento hipotecario se han ido desacelerando desde hace algunos meses.

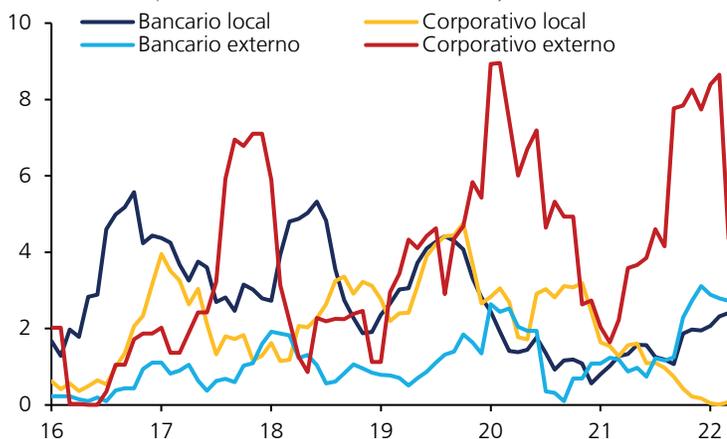
En cuanto al comportamiento del pago, si bien la morosidad sigue baja, las provisiones han continuado aumentando, lo que sugiere que la banca mantiene una visión cauta respecto de los riesgos de cartera.

En particular, se observan alzas de las provisiones de la cartera de consumo y en comerciales, principalmente en adicionales en esta última. En la parte comercial, se mantiene una mayor participación de algunas categorías de menor calidad. Todo ello en un contexto donde la incertidumbre continúa elevada, las condiciones de acceso al crédito son más estrictas, la liquidez de hogares y empresas de algunos sectores empezó a disminuir y el escenario internacional se ha vuelto más complejo.

En los últimos meses, el mercado chileno de bonos corporativos sigue dando cuenta de una baja actividad, mientras se observa un aumento de las emisiones de bonos por parte de la banca.

La colocación de bonos por parte de empresas no financieras en el mercado local se ha mantenido baja, mientras que en el exterior siguen elevadas, si bien han disminuido en medio de condiciones de financiamiento internacional más deterioradas, en particular por el alza de las tasas largas. En tanto, las emisiones de bonos bancarios a nivel local han aumentado, absorbidas en especial por los fondos de pensiones (gráfico II.6). Los *spreads* disminuyeron respecto del IPoM de diciembre a nivel local, en especial los del sector bancario. De todos modos, ambos siguen por sobre los niveles previos a la crisis social.

GRAFICO II.6 EMISIONES DE BONOS (*)
(acumulado en seis meses móviles, miles de millones de dólares)



(*) Para marzo de 2022, considera datos hasta el día 23 del mes.
Fuentes: BCS, Bloomberg y RiskAmerica.

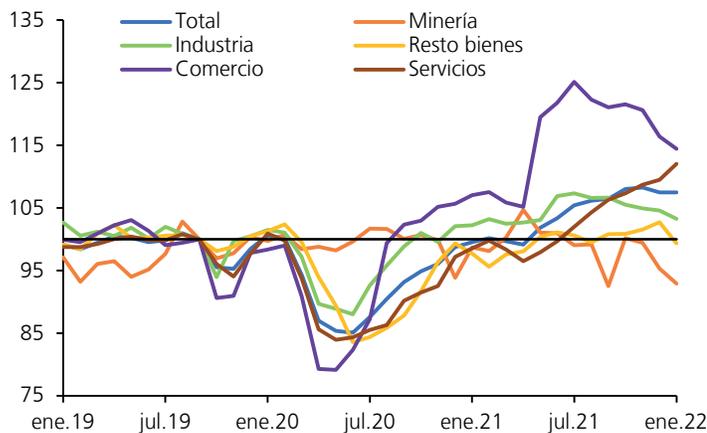


III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

La economía chilena comenzó a desacelerarse en los últimos meses luego del fuerte dinamismo que logró el año pasado, relacionado principalmente con el boom del gasto interno. El consumo privado de bienes, que alcanzó niveles récord en 2021, es el que más ha moderado su ritmo de expansión, en un contexto en que la significativa liquidez que dejaron las medidas de apoyo a los hogares ha ido disminuyendo. La inversión también ha perdido impulso, como exhiben varios indicadores ligados a construcción y otras obras. En contraste, las actividades de servicios han ido consolidando un proceso de recuperación en línea con la mayor apertura de la economía. En el mercado laboral se observa un aumento de la participación. En tanto, la demanda de mano de obra por parte de las empresas ha sido algo menos pujante en los últimos meses, acorde a niveles de desempeño de los negocios que se han ido estabilizando. Todo esto en un contexto en que las expectativas de empresas y consumidores se han vuelto más pesimistas.

En línea con lo previsto en el IPoM de diciembre, el PIB creció 11,7% el 2021 —el mayor en varias décadas—, resultado que incorpora una desaceleración de la actividad de buena parte de los sectores económicos en los últimos meses del año (gráfico III.1) (Recuadro III.1). Salvo los servicios, todos los agregados sectoriales del Imacec han retrocedido desde octubre en adelante en sus series desestacionalizadas. El comercio ha sufrido la caída más notoria, relacionada, sobre todo, con una menor demanda por bienes durables. El deterioro de la minería estuvo vinculado a problemas operacionales, menor ley del material en las faenas de cobre y restricciones en la disponibilidad hídrica. El ítem resto de bienes, que incorpora a la construcción, también da cuenta de menores resultados. En contraste, los servicios empresariales y personales siguen favorecidos por menores medidas de contención sanitaria en comparación con el año pasado, destacando las actividades de apoyo a la minería y el comercio, y los servicios de salud.

GRÁFICO III.1 IMACEC POR SECTORES
(índice septiembre 2019 = 100, series desestacionalizadas)

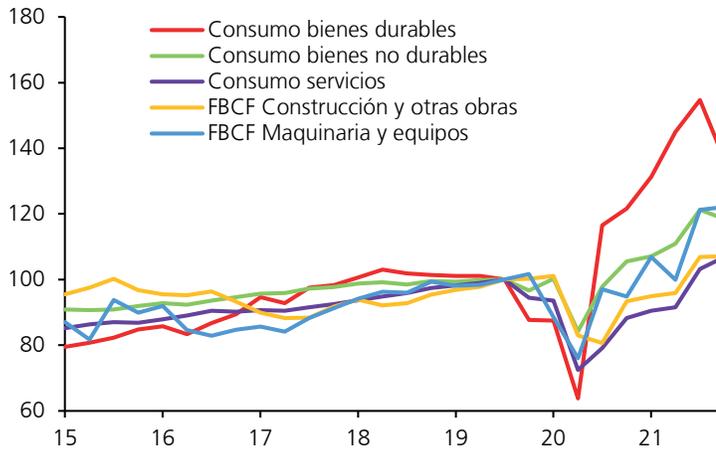


Fuente: Banco Central de Chile.



Por el lado de la demanda, el consumo privado de bienes ya registraba un retroceso notorio en el cuarto trimestre 2021 (gráfico III.2) —superior a lo esperado en el IPoM de diciembre. La sorpresa se fundamenta principalmente en la corrección a la baja de los bienes durables, que decrecieron 11,8% respecto del trimestre anterior en términos desestacionalizados. Los no durables también cayeron, pero en menor grado y en línea con lo anticipado.

GRÁFICO III.2 DEMANDA INTERNA
(Índice tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Diversos indicadores confirman que esta tendencia continúa en lo que va de 2022. La actividad del comercio al por menor (IACM) y las ventas de supermercados (ISUP), ambas desestacionalizadas, disminuyeron en enero. En tanto, las ventas minoristas con boleta electrónica (real, desestacionalizado, excluyendo estaciones de servicios) y las ventas de vehículos (ANAC) tuvieron variaciones mensuales negativas en enero y febrero (gráfico III.3). Esto es coherente con la evolución de las importaciones nominales de bienes de consumo, que en los últimos meses mostraron cierta reversión de la tendencia creciente que habían registrado durante todo 2021, en lo que destaca el caso de los bienes durables (gráfico III.4).

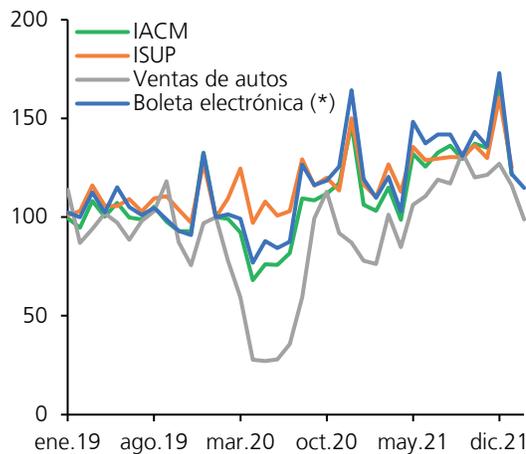
Lo anterior ocurre en un contexto en el que los efectos de las medidas de estímulo —transferencias fiscales y retiros parciales de ahorros previsionales— siguen presentes, si bien han ido disminuyendo. Esto se traduce en la disminución de la liquidez disponible para hogares, aunque sigue elevada en perspectiva histórica. Muestra de ello es la caída de los saldos de las cuentas corrientes y vista de las personas desde sus máximos del segundo semestre de 2021 (gráfico III.5).

Como contrapartida, el consumo de servicios sigue favorecido por la apertura sanitaria y retomó la tendencia de crecimiento que evidenciaba previo a la pandemia. Durante el cuarto trimestre creció 3,6% respecto del trimestre anterior en su serie desestacionalizada (gráfico III.2). Además, en enero, todos los índices de ventas de servicios del INE evolucionaron de forma positiva, en donde destacan las actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas.

La inversión se moderó durante el cuarto trimestre, en línea con lo anticipado en el IPoM de diciembre. Luego de haber crecido 15,2% en el tercero respecto del segundo en la serie desestacionalizada, el último trimestre del año dio cuenta de una variación de 0,4% en términos desestacionalizados. En esto incidió la pérdida de dinamismo en el crecimiento tanto de maquinaria y equipos, como de construcción y otras obras (gráfico III.2).



GRÁFICO III.3 INDICADORES DE COMERCIO
(índice enero 2020 = 100)



(*) Deflactado por el IPC. Excluye estaciones de servicios.
Fuentes: INE, ANAC, SII y Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.4 IMPORTACIONES NOMINALES DE BIENES DE CONSUMO
(millones de dólares CIF, promedio móvil de 3 meses)

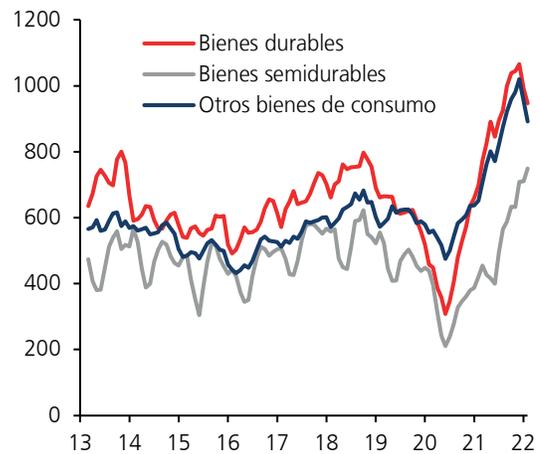
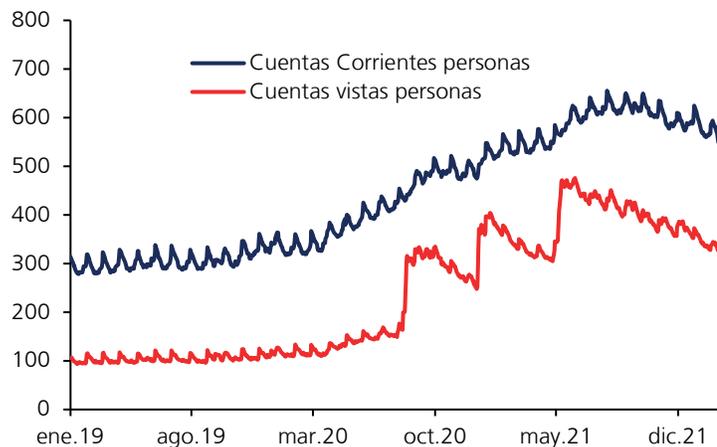


GRÁFICO III.5 SALDOS REALES EN CUENTAS DE PERSONAS (*)
(millones de UF, datos diarios)



(*) En enero 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. Este cambio implicó la adaptación de los instrumentos de recopilación monetaria del Banco Central de Chile (desde el archivo F01 al SIM01).
Fuente: Banco Central de Chile.

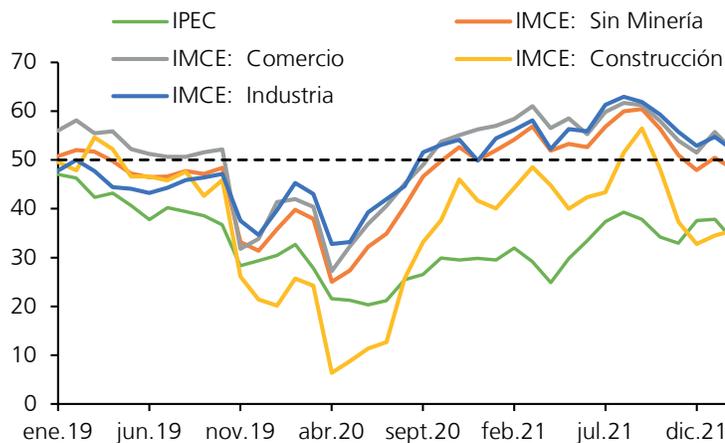
La evolución reciente de los indicadores asociados a la inversión muestra una reversión respecto de los buenos resultados que exhibió durante el 2021, en particular en el componente de construcción y otras obras. Datos de la construcción como las ventas de hormigón, la superficie autorizada y las ventas inmobiliarias se han ido frenando. Esto último está en línea con el importante aumento del precio de las viviendas y de las tasas de los créditos hipotecarios. En el caso de maquinaria y equipos, las importaciones de bienes de capital de comienzos de año dieron cuenta de un ajuste moderado a la baja, concentrado en aquellas partidas que se habían visto beneficiadas por el boom de demanda y automatización.



En este contexto, la percepción de empresas y consumidores se ha vuelto más pesimista (gráfico III.6).

Así, el Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) evidencia un giro a la baja en todos los sectores recogidos en el estudio, en las perspectivas tanto actuales como futuras, sobre todo en el rubro de la construcción. Además, en el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\)](#) de febrero se reporta que durante los últimos meses las empresas han observado una estabilización o una moderada disminución de sus desempeños, en un contexto en que las presiones sobre los costos aún son significativas y la incertidumbre sigue siendo importante. Por el lado de los consumidores, el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) retrocedió en febrero y se mantiene en terreno pesimista.

GRÁFICO III.6 CONFIANZA DE EMPRESAS Y CONSUMIDORES (*)
(índice de difusión)



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

MERCADO LABORAL

La oferta de trabajo ha continuado reactivándose. La tasa de participación ha seguido aumentando, alentada por los menores riesgos relacionados a la pandemia y programas de subsidio al empleo como el IFE Laboral (gráfico III.7). De todas formas, estos avances son heterogéneos entre los distintos grupos de trabajadores. Uno de los más retrasados es el tramo etario más alto (mayores de 54 años), lo que sugiere que una proporción relevante de este segmento habría abandonado la fuerza de trabajo de manera permanente. En tanto, la recuperación de la participación femenina sigue por detrás de la masculina y continúa fuertemente asociada a una mayor carga en las responsabilidades familiares y personales.

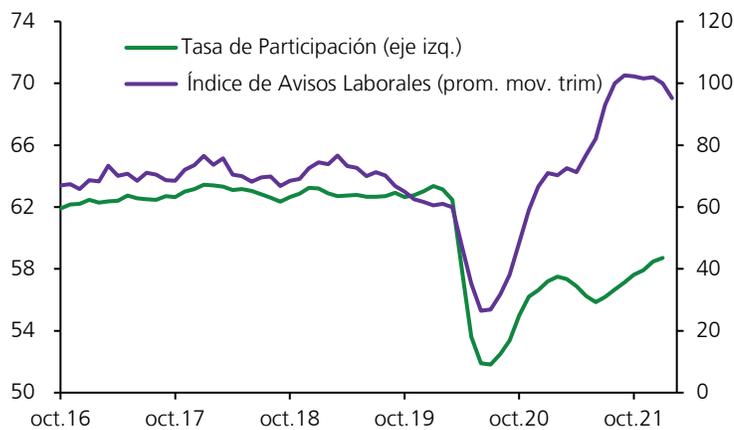
En cambio, la demanda se ha estabilizado en los últimos meses. Las cifras de avisos laborales en internet evidencian cierta ralentización desde el segundo semestre del año pasado (gráfico III.7). A su vez, las expectativas de empleo por parte de las empresas recogidas en el IMCE han retrocedido en todos los sectores, especialmente en la construcción.

En este contexto, el empleo sigue aumentando. En cuanto a las categorías ocupacionales, en base a información del INE, el empleo asalariado formal y por cuenta propia recobró plenamente los niveles previos a la pandemia. Incluso, según datos administrativos de los fondos de pensiones, el nivel de empleo asalariado formal se encuentra por encima de su nivel prepandemia. En contraste, el resto de las categorías siguen bastante rezagadas y dan pocas señales de recuperación, ubicándose en niveles similares a los de comienzos del año pasado.



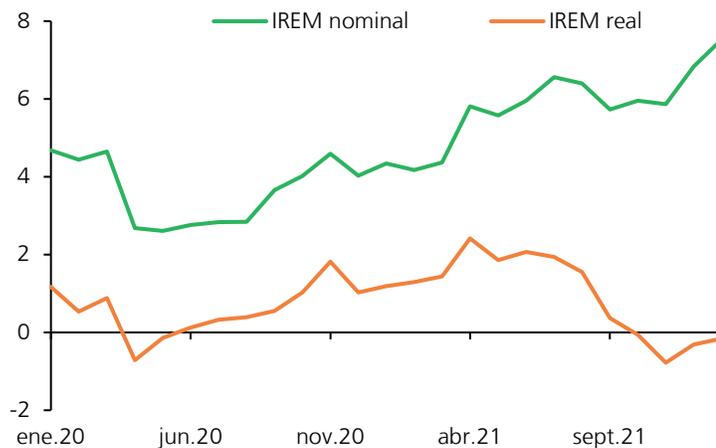
De todas formas, a pesar de cierta corrección, continúa el descalce entre la oferta y la demanda de trabajo, lo que sigue presionado al alza los salarios. La información de la Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN) evidencia que casi el 90% de las empresas presentan dificultades para encontrar trabajadores, siendo las vinculadas a la agricultura, la construcción y el turismo las que reportan mayores problemas. De la misma encuesta se desprende que la medida más utilizada para hacer frente a esta situación es el ofrecimiento de mejores remuneraciones a los nuevos trabajadores. En función de esto, los salarios nominales han crecido de manera significativa. Aun así, debido a la alta inflación, en términos reales estos han decrecido. Sin embargo, se observa cierto cambio de tendencia en los últimos meses, que podría estar asociado a la disminución del rezago en la indexación de las remuneraciones (gráfico III.8).

GRÁFICO III.7 TASA DE PARTICIPACIÓN E ÍNDICE DE AVISOS LABORALES DE INTERNET
(porcentaje; índice ene.15 = 100)



Fuentes: INE y Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.8 ÍNDICE DE REMUNERACIONES NOMINAL Y REAL
(porcentaje)



Fuente: INE.



RECUADRO III.1:

Evolución reciente de la economía bajo las nuevas cuentas nacionales

El 18 de marzo se publicaron las cuentas nacionales en base a la nueva compilación de referencia del año 2018 (CdeR2018), lo mismo que la estimación correspondiente de las series de balanza de pagos –incluyendo la cuenta corriente– y de la posición de inversión internacional. Dentro de las principales novedades metodológicas de la CdeR2018 destaca la incorporación a la formación bruta de capital fijo de gran parte de los servicios especializados de construcción de las empresas que se dedican a la mantención y reparación de edificaciones y obras de ingeniería. Esto implicó un aumento de la inversión como porcentaje del PIB en el período 2013-2021, tanto en términos nominales como reales. Otras innovaciones relevantes son el uso de nuevos registros tributarios (documentos tributarios electrónicos y balances de empresas), con el objeto de fortalecer la clasificación económica de los contribuyentes y robustecer la asignación de la oferta nacional e importada. Este ejercicio de referencia también introduce mejoras en la estimación de las actividades asociadas a la economía digital, cambios en el método de estimación relacionado al consumo de electricidad de hogares y empresas, y una mayor cobertura de los servicios auxiliares financieros ^{1/}. Este Recuadro analiza los efectos de estos cambios en los principales agregados macroeconómicos en el período 2013-2021.

Cambios en la evolución del PIB y la demanda interna

La evolución del PIB en el período 2013-2020 exhibió cambios menores, que dejaron la tasa de crecimiento anual promedio del periodo prácticamente igual (tabla III.1). En 2021, el PIB creció 11,7%, algo menos del 12% que arrojó el Imacec en base a la compilación anterior (CdeR2013) y en el centro del rango de proyección del IPoM de diciembre (entre 11,5 y 12,0%). En términos trimestrales, se observan revisiones contrapuestas a lo largo del año, siendo el último trimestre el que exhibe la mayor diferencia en la tasa de variación anual (CdeR2018: 12%; Imacec en base CdeR2013: 13%), destacando el comercio y las actividades de servicios como los sectores de mayor contribución a la revisión.

En la demanda interna, el crecimiento anual del agregado no muestra revisiones importantes para el período 2013-2020 (tabla III.1). Excluida la variación de existencias, se observa una revisión al alza de la inversión reflejo de un aumento generalizado de sus componentes. En 2021, el crecimiento de la demanda interna estuvo en línea con lo previsto en el escenario central del IPoM de diciembre (21,6%), pero con una recomposición entre consumo privado y variación de existencias. En el cuarto trimestre, se registró un consumo durable más débil y una variación de existencias por encima de lo previsto, debido a una mayor recuperación de los niveles de inventarios respecto de 2020.

En enero de 2022, el Imacec consistente con la CdeR2018 adelanta un inicio de año con un crecimiento algo por sobre la versión anterior. La variación anual del indicador llegó a 9,6% (anterior: 9,0%) y la variación mensual desestacionalizada fue 0% (anterior: -1,0%). Esto confirma la senda de normalización de la economía desde los últimos meses del año previo (gráfico III.9), especialmente en las líneas asociadas al consumo, y un debilitamiento de las actividades asociadas a la inversión en construcción. Los servicios exhiben un comportamiento más dinámico, determinado por la apertura de la economía.

^{1/} Los detalles de las innovaciones y principales resultados se presentan en los documentos [Cuentas Nacionales de Chile: Compilación de Referencia 2018](#) y [Balanza de Pagos, Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa](#).



Cambios en la cuenta corriente y el balance ahorro-inversión

En el marco de la nueva CdeR, se efectuó una revisión metodológica de la cuenta corriente, que incorpora las importaciones de servicios de plataformas digitales y mejoras en la estimación de las comisiones comerciales de exportación. Además, se revisaron las rentas de la inversión extranjera directa y los intereses de instrumentos de deuda, entre otros. La nueva estimación muestra un aumento del déficit de cuenta corriente, principalmente en 2014, 2019 y 2020, siendo el déficit comercial de servicios la principal incidencia en la revisión, seguido de la disminución de la renta en 2014 y 2020. En 2021, la cuenta corriente alcanzó un déficit histórico de US\$20.307 millones, correspondiente a 6,6% del PIB, reflejo de las mayores rentas pagadas al exterior y, en menor medida, del déficit en la balanza comercial de servicios (gráfico III.10).

Desde la perspectiva del balance ahorro-inversión, el ahorro bruto total de la economía ascendió a 25,3% del PIB en términos nominales, compuesto por una tasa de ahorro nacional de 18,8% del PIB y un ahorro externo de 6,6%. La disminución del ahorro nacional y el aumento del ahorro externo respecto de 2020 respondió, principalmente, al fuerte dinamismo del consumo y un repunte de la inversión en todos sus componentes reflejo de: la disminución de las restricciones sanitarias; la mayor liquidez que significaron las transferencias fiscales y los retiros de fondos previsionales; una disminución del comportamiento precautorio asociado a la menor incertidumbre; y la recuperación del mercado laboral.

Conclusiones

La CdeR2018 confirma un fuerte crecimiento de la economía en el 2021 impulsado por la demanda interna, en línea con el escenario macroeconómico descrito en el IPoM de diciembre en base a la compilación anterior. En los últimos meses del año pasado se observó una disminución de las velocidades de expansión, explicada en parte por el término de los estímulos macroeconómicos y el deterioro de las condiciones financieras. El mayor déficit de la cuenta corriente, en tanto, responde al elevado gasto interno en el último año. El escenario central de este IPoM prevé un menor déficit en 2022, estimado en torno a -4,6% del PIB. Esta trayectoria decreciente se relaciona a la desaceleración del consumo en conjunto con un escenario de mayor debilidad en la inversión.



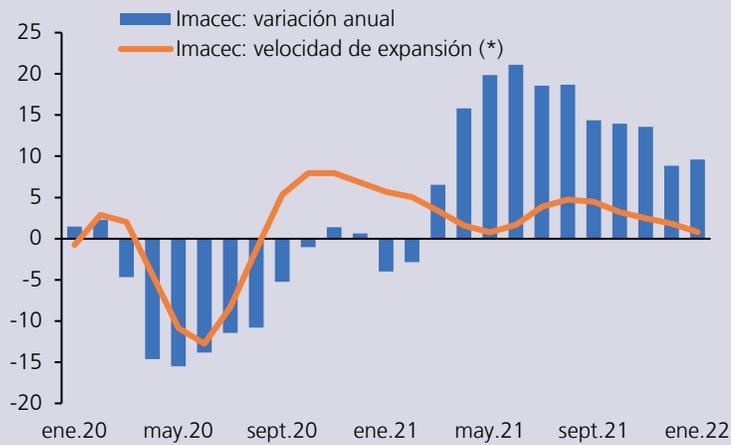
TABLA III.1 EVOLUCIÓN PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS: 2013-2021
(variación anual real, porcentaje)

	2013-20 (promedio anual)		2021								2021	
			I		II		III		IV		IPoM	Actual
	Previo	Actual	Previo	Actual	Previo	Actual	Previo	Actual	Imacec	Actual		
PIB	0,8	0,8	0,6	-0,0	18,1	18,9	17,2	17,2	13,0	12,0	11,5-12,0	11,7
PIB no minero	0,9	0,9	1,2	0,5	20,3	20,9	20,2	19,9	14,8	13,6		13,3
Demanda interna	0,4	0,4	6,7	5,7	30,9	31,3	28,4	28,2		22,9	21,6	21,6
Demanda int. (sin var. de exist.)	0,6	0,8	3,8	4,0	29,6	29,3	24,9	24,8		16,1	18,9	18,0
Formación bruta de capital fijo	-1,8	-1,2	1,3	1,6	20,7	21,6	29,8	29,7		19,9	17,6	17,6
Consumo total	1,4	1,4	4,4	4,8	32,1	31,7	23,7	23,3		15,0	19,2	18,2
Consumo privado	1,1	1,1	5,2	5,4	35,6	36,2	27,5	27,5		16,1	21,0	20,3
Exportaciones	-0,1	-0,2	-4,9	-4,9	-1,9	-2,5	1,7	1,1		0,6	-0,7	-1,5
Importaciones	-1,5	-1,3	15,9	14,5	38,3	35,4	38,3	37,3		38,4	32,0	31,3
Porcentaje del PIB (real)												
Inversión en capital fijo	22,2	24,1	20,5	24,4	20,0	22,6	22,0	24,9		25,2	21,8	24,3
Porcentaje del PIB (nominal)												
Inversión en capital fijo	22,7	24,3	19,2	22,9	19,5	21,9	22,2	24,7		25,9	21,3	24,0
Inversión total	22,6	24,4	23,8	25,5	21,0	22,7	23,6	25,8		27	22,6	25,3
Ahorro externo	2,5	3,5	2,6	3,5	3,4	4,0	8,4	8,8		9,3	4,5	6,6
Ahorro nacional	20,2	21,0	21,2	22,1	17,6	18,7	15,2	16,9		17,7	18,1	18,8

Fuente: Banco Central de Chile.

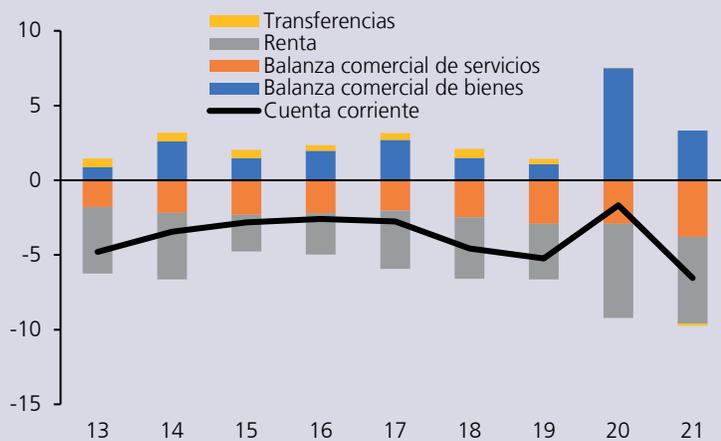


GRÁFICO III.9 EVOLUCIÓN DEL IMACEC: 2020-2022
(porcentaje)



(*) La velocidad de expansión corresponde a la variación mensual del promedio móvil de tres meses del Imacec desestacionalizado.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.10 DESCOMPOSICIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE: 2013-2021
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.



IV. PRECIOS Y COSTOS

La variación anual del IPC ha seguido subiendo, con aumentos generalizados entre sus componentes. Las sorpresas respecto de lo contemplado en diciembre han sido significativas, y se verifican principalmente en la parte de bienes del IPC subyacente y, en menor medida, en algunos ítems volátiles. El principal factor detrás del aumento de la inflación continúa siendo el elevado impulso al gasto interno ocurrido en el 2021, a lo que se agregan presiones de costos superiores a lo contemplado y que han seguido aumentando. Lo anterior, a raíz de dificultades de oferta y de suministro a nivel global que no han cedido y precios de materias primas que han seguido aumentando, lo que se exagera al considerar la depreciación que ha acumulado el peso chileno en los últimos dos años. Todo esto ha continuado presionando al alza los precios, en particular de los bienes, y ha incrementado las perspectivas para la inflación anual durante los próximos trimestres. En este contexto, las expectativas de inflación del mercado han permanecido por sobre 3% a dos años plazo por varios meses, lo que es un motivo de preocupación. Las perspectivas de empresas y hogares también han aumentado, aunque ello es percibido como un fenómeno transitorio, el cual no estaría alterando las perspectivas de fijación de precios de las firmas y tampoco requeriría nuevos ajustes en los comportamientos de consumo de las familias (Recuadro V.2).

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN Y DE LOS COSTOS

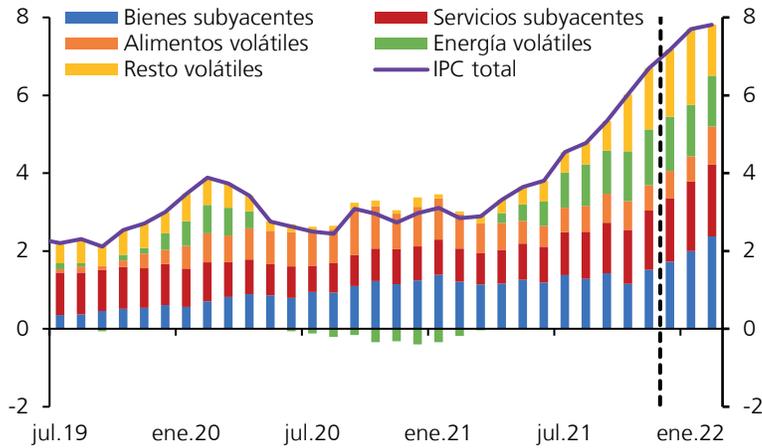
La variación anual del IPC subió nuevamente y llegó hasta 7,8% en febrero de este año, con trayectorias al alza en la mayoría de sus componentes (gráfico IV.1). El IPC subyacente —sin ítems volátiles— aumentó hasta 6,5% anual (en torno a 5% anual a fines del año pasado), impulsado por la sostenida alza que han mostrado los precios de los bienes desde fines del 2019, en la que volvió a sobresalir el precio de los automóviles. Esto ha ocurrido en un escenario en el cual el tipo de cambio ha acumulado una depreciación importante en los últimos dos años, más allá de la apreciación respecto del cierre estadístico anterior. La variación anual de la parte de servicios de la inflación subyacente alcanzó a 4,9% en febrero, cifra que es inferior al incremento del IPC total y ha estado explicada por los rezagos en el reajuste habitual de los precios y tarifas indexadas (gráfico IV.2).

La inflación de los precios volátiles mantuvo sus tasas de crecimiento anual oscilando entre 10 y 11%, donde resaltó el incremento en los precios de los alimentos y de los combustibles (gráfico IV.3). La tasa de variación anual del IPC de alimentos volátiles alcanzó a 8,9% anual en febrero, de la mano de mayores precios en varios de los ítems que lo componen. El aumento del precio de los combustibles (+3,3% respecto del cierre estadístico de diciembre) ha sido el principal factor tras el incremento de los precios de la energía, pues la electricidad no ha sufrido cambios debido al mecanismo de estabilización de las tarifas eléctricas. Por otro lado, se revirtió parte de las alzas atípicas que habían mostrado durante el año pasado ítems como paquete turístico y pasaje aéreo^{1/}.

^{1/} Entre enero y noviembre de 2021, el precio de paquete turístico y de pasaje aéreo había crecido 74 y 51%, respectivamente.

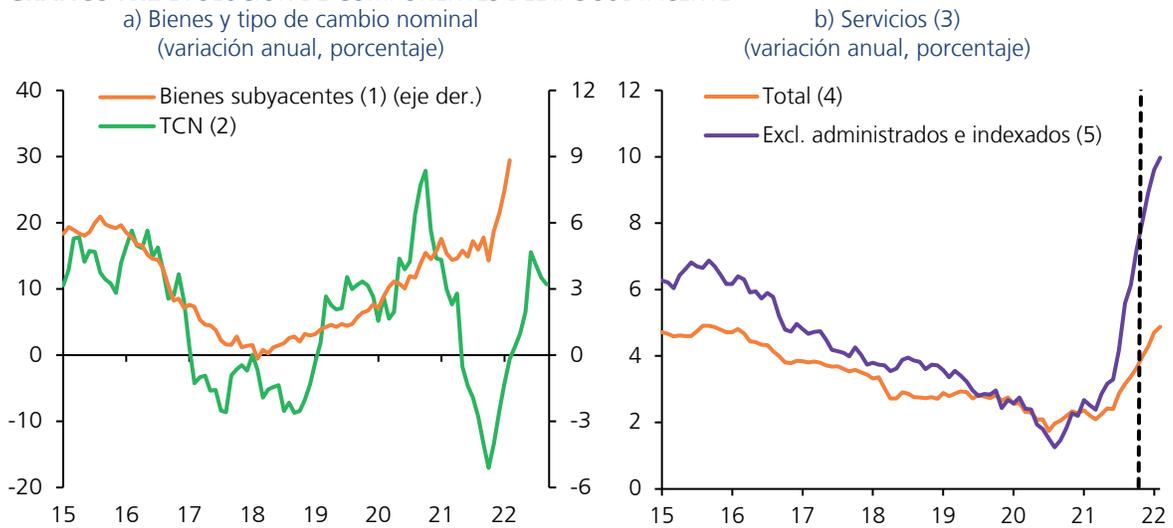


GRÁFICO IV.1 INDICADORES DE INFLACIÓN (1) (2)
(incidencias en la var. anual, puntos porcentuales)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2021.
(2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#), [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#) y [Glosario económico](#).
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.2 EVOLUCIÓN DE COMPONENTES DEL IPC SUBYACENTE

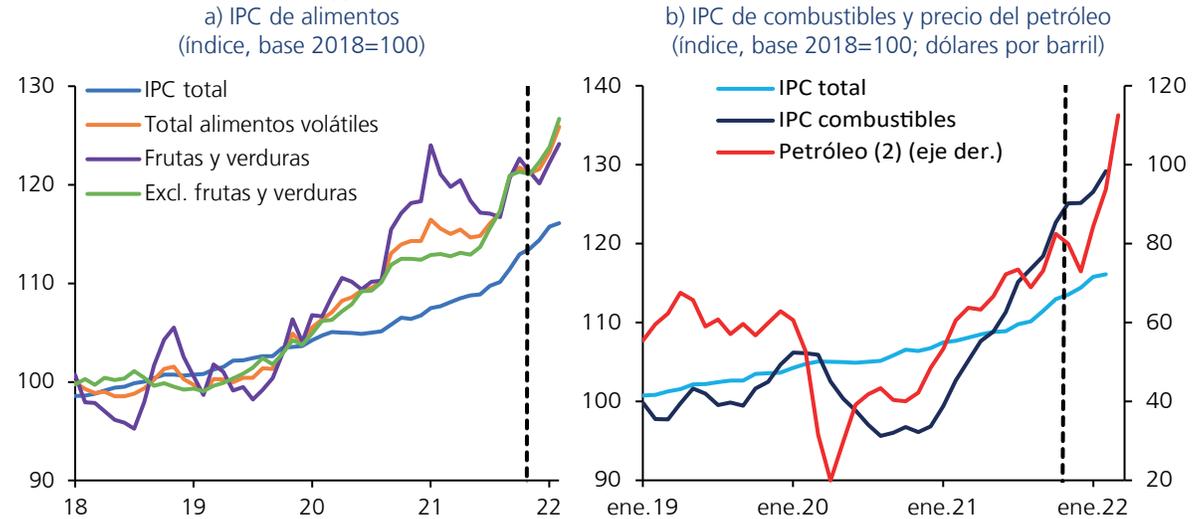


(1) Representan el 26,7% de la canasta del IPC.
(2) Rezagado seis meses. Para marzo de 2022, considera información hasta el cierre estadístico.
(3) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2021.
(4) Reúne al 38,4% de la canasta del IPC.
(5) Agrupan al 11,7% de la canasta del IPC.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En cuanto a la proyección, la inflación acumulada en los últimos tres meses (2,3pp entre diciembre y febrero) resultó cerca de 1pp superior a lo proyectado en el IPoM previo. Más de la mitad de la diferencia acumulada provino del componente subyacente de la canasta del IPC, en particular de bienes y alimentos. Entre los primeros destaca el mayor aumento de los precios de los automóviles, de vestuario y calzado y de equipamiento para el hogar. El resto de la sorpresa positiva fue explicado por la parte volátil, tanto por alimentos como por combustible, cuyos precios acumulan significativas alzas desde el IPoM pasado. Los servicios subyacentes, en tanto, resultaron en línea con lo proyectado (gráfico IV.4).

GRÁFICO IV.3 IPC VOLÁTILES (1)



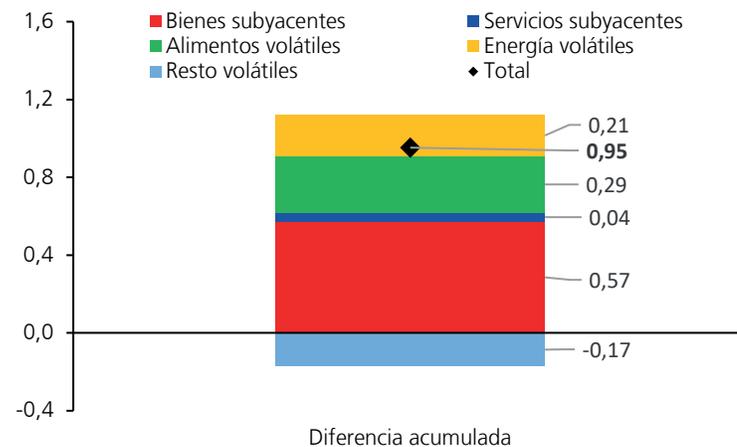
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2021.

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

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

GRÁFICO IV.4 SORPRESAS DE INFLACIÓN ACUMULADAS DESDE EL IPOM DE DICIEMBRE 2021 (*)

(incidencias mensuales acumuladas, puntos porcentuales)



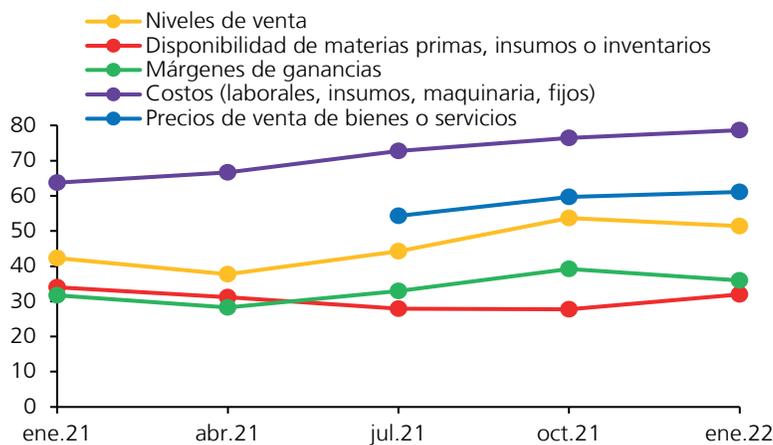
(*) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#), [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#) y [Glosario económico](#).

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



La mayor inflación efectiva se dio en un contexto en el que el gasto interno se ha mantenido elevado, lo que se ha visto intensificado por las significativas presiones de costos que enfrentan las empresas. En el ámbito local, los [costos de transporte](#) y los [precios al productor industrial](#) (INE) siguieron aumentando, al igual que el crecimiento de los [salarios nominales](#) (ICMO e IR), el cual alcanzó valores no vistos desde el bienio 2014-15. En el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de febrero](#) las empresas resaltaron que las presiones de costos que enfrentaban eran la principal razón de sus alzas de precios. La disponibilidad de insumos o existencias permanecía en niveles bajos, más allá de una leve mejora reciente (gráfico IV.5). A nivel global, las presiones sobre las cadenas de suministro —en términos de costos de transporte, dificultades de producción y logísticas— han permanecido históricamente altas^{2/}. De los reportes publicados por otros bancos centrales se desprende que la inflación es un fenómeno transversal entre economías, aunque sus causas no son siempre las mismas. Así, entre los principales factores se menciona el fuerte impulso de la demanda, la estrechez del mercado laboral, los problemas de oferta y de suministro, así como los mayores costos y precios de materias primas^{3/4/}.

GRÁFICO IV.5 IPN: EVOLUCIÓN DE FACTORES DE LA EMPRESA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES (*)
(índice de difusión)



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

Fuente: Encuesta de Percepciones de Negocios, Banco Central de Chile.

Las perspectivas inflacionarias del mercado han vuelto a subir en el corto plazo, en respuesta a los mayores registros efectivos y los mayores precios de materias primas. A dos años plazo, han permanecido sobre 3% por varios meses, lo que es un motivo de preocupación. A doce meses plazo, la mediana de las encuestas —EEE de marzo y EOF previa a la Reunión de marzo— sitúan la inflación en 5,3 y 7,4%, respectivamente (en torno a 4,8% en el IPoM anterior). Las expectativas inflacionarias a dos años plazo también han aumentado, ubicándola entre 3,7 y 4,0% (entre 3,5 y 3,9% en el último IPoM) (gráfico IV.6). A 35 meses (EEE) permanecen en 3%. Así, el conjunto de expertos que responde estas encuestas estiman que la inflación demorará más tiempo en converger a la meta que lo previsto por el Banco. Esto podría responder a las diferencias entre las perspectivas para el escenario de actividad y, especialmente,

^{2/} Ver [“Global Supply Chain Pressure Index: March 2022 Update”, Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics](#).

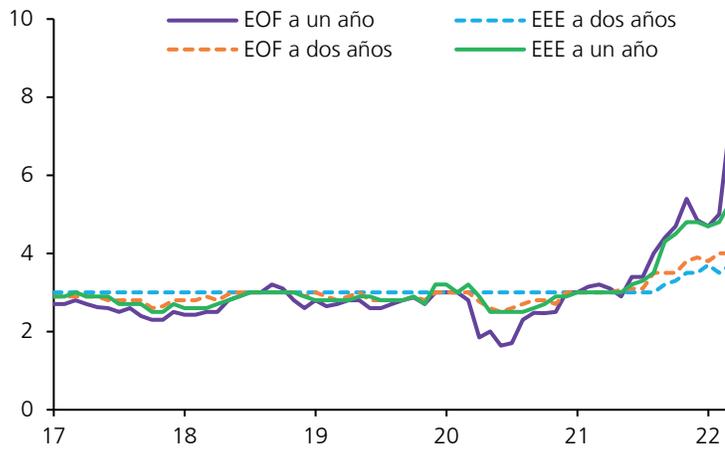
^{3/} Ver Informes de Política Monetaria de [EE.UU.](#), [Europa](#), [Inglaterra](#), [Canadá](#), [Australia](#), [Nueva Zelanda](#), [Noruega](#), [Brasil](#), [México](#) y [Colombia](#).

^{4/} Ver Informes cualitativos de encuestas a empresas de [Inglaterra](#), [EE.UU.](#) y [Noruega](#).



de gasto, que tienen los encuestados comparado con lo proyectado por el Banco (Recuadro V.1). Las expectativas implícitas en los precios de los activos financieros también han aumentado. Sin embargo, como se ha señalado en IPoM previos, indicadores como las compensaciones inflacionarias son más volátiles y contienen información sobre premios que afectan su valor, los que pueden ser relevantes en situaciones como la actual, en donde existe mayor incertidumbre (Ver Recuadro V.1 y [Recuadro IV.1, IPoM diciembre 2016](#)). En el caso de las empresas y los consumidores, sus perspectivas para la inflación a corto plazo también han subido, aunque esto es percibido como un fenómeno transitorio, el que no estaría alterando el proceso de fijación de precios de las empresas (Recuadro V.2).

GRÁFICO IV.6 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN LAS ENCUESTAS (*)
(porcentaje)



(*) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de marzo 2022. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

Fuente: Banco Central de Chile.



V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

La inflación ha alcanzado valores del orden de 8% anual, con sorpresas significativas desde el IPoM pasado. Su alza ha estado determinada por niveles de demanda muy elevados y presiones de costos mayores y más duraderas que lo previsto en diciembre, lo que hace anticipar aumentos de la inflación hasta valores cercanos a 10% anual en los próximos meses. La convergencia de la inflación a la meta requiere, entre otros factores, que la economía ajuste los desequilibrios que acumuló el año pasado. Los datos de fines del 2021 y comienzos del 2022 indican que este proceso ya comenzó, y que podría estar dándose a una velocidad algo más rápida que lo anticipado. Coherente con esto, la proyección del escenario central contempla contracciones de la inversión y del consumo privado este año y el siguiente, con tasas de variación anual del PIB que serán negativas por varios trimestres. El Consejo ha elevado rápidamente la tasa de política monetaria (TPM), y en el escenario central de este IPoM anticipa que la convergencia de la inflación a la meta requerirá de aumentos adicionales en el corto plazo, permaneciendo por encima de su valor neutral a lo largo del horizonte de proyección. Con todo, los desafíos para el manejo de la política monetaria se hacen especialmente complejos, en un contexto de alta incertidumbre del escenario local e internacional.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

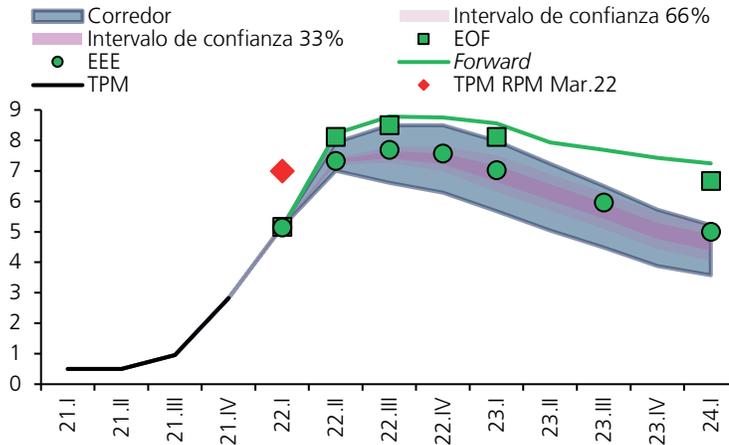
En los últimos meses, la inflación ha sido más alta que lo esperado. Parte importante de la sorpresa se originó en un alza mayor a la prevista del componente subyacente del IPC (sin volátiles), en particular de bienes. Se sumó el aumento de algunos elementos volátiles, en especial ciertos alimentos y los combustibles (gráfico IV.4). El excesivo aumento del gasto interno en 2021 sigue siendo el principal factor detrás del alza de los precios, a lo que se han unido presiones de costos más elevadas y duraderas que lo previamente anticipado.

En este contexto, la TPM ha aumentado más rápido que lo previsto en el escenario central del IPoM de diciembre. En las reuniones de enero y marzo, la TPM se incrementó un total de 300 puntos base (pb), situándose en 7%. El corredor de TPM que contiene este IPoM, la ubica entre 100 y 200pb por encima del planteado en diciembre. La mayor alza de la TPM contribuirá a la normalización del gasto interno —supuesto clave del descenso de las presiones inflacionarias a mediano plazo— y a un cierre algo más temprano de la brecha de actividad. Además, permitirá mitigar el impacto de la mayor persistencia de una alta inflación en la formación de expectativas.

El Consejo estima que, de darse los supuestos del escenario central, futuros aumentos de la TPM serían menores que los realizados en los últimos trimestres (gráfico V.1). Si bien el incremento de la TPM ha sido rápido y significativo, los riesgos para la convergencia de la inflación persisten. El Consejo los monitoreará cuidadosamente, velando por que se garantice la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política monetaria de dos años.



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



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#) y el Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022. Incluye la EEE de marzo y EOF pre RPM de marzo y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 23 de marzo. 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

Los datos del cuarto trimestre de 2021 muestran que la demanda interna empezó a moderar su dinamismo en la última parte de ese año, en particular en el consumo de bienes durables. Como contrapartida, se produjo un incremento en la acumulación de inventarios, que han ido recuperándose tras varios trimestres en niveles mínimos. Los entrevistados del [Informe de Percepciones de Negocios](#) (IPN) indican que su reposición se ha dado con cierto rezago, debido a las dificultades productivas y logísticas remanentes de la pandemia. Esta desaceleración del consumo privado se condice con el comportamiento más débil del comercio en la última parte de 2021, sobre todo el segmento minorista. En contraste, se ha ido consolidando un repunte de los servicios producto de la disminución de las restricciones sanitarias. Diversos indicadores parciales del primer trimestre de este año apuntan a que el consumo privado ha seguido reduciéndose, como la evolución del Imacec de comercio o de datos recientes de ventas minoristas y con boleta electrónica.

En el escenario central, el crecimiento del PIB se reduce a un rango entre 1 y 2% en 2022 y entre -0,25 y 0,75% en 2023, considerándose que tendrá variaciones anuales negativas en varios trimestres (tabla V.1). Hacia 2024, la economía retomará tasas de expansión más en línea con su crecimiento potencial (gráfico V.2). Para ese año, se proyecta que el PIB aumente entre 2,25 y 3,25%. Con esto, al final del horizonte de proyección, el PIB logrará un repunte sustantivo respecto de los niveles del bienio previo.



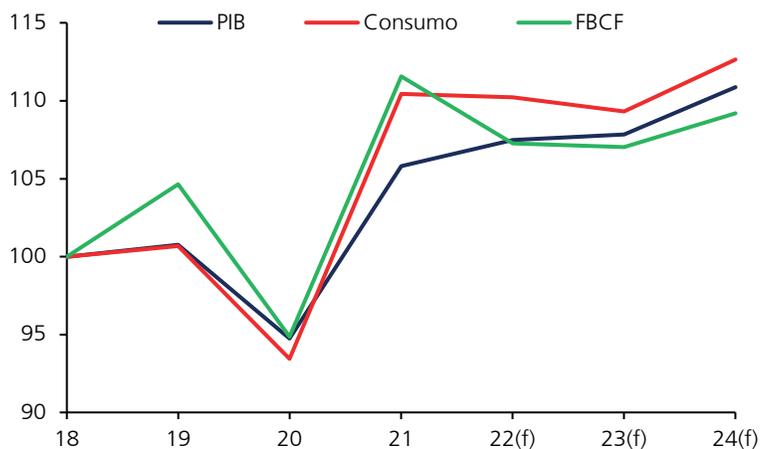
TABLA V.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	11,7	1,0-2,0	-0,25/0,75	2,25-3,25
Ingreso nacional	15,9	0,1	0,4	3,5
Demanda interna	21,6	-1,2	-1,1	2,8
Demanda interna (sin var. de exist.)	18,0	-1,1	-0,7	2,8
Formación bruta de capital fijo	17,6	-3,8	-0,2	2,0
Consumo total	18,2	-0,2	-0,8	3,1
Consumo privado	20,3	-0,3	-1,1	3,2
Exportaciones de bienes y servicios	-1,5	3,3	5,4	2,8
Importaciones de bienes y servicios	31,3	-4,7	0,7	2,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	-4,6	-3,5	-3,2
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	18,8	19,7	20,3	20,5
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	25,3	24,3	23,8	23,7
FBCF (% del PIB nominal)	24,0	23,1	23,2	23,2
FBCF (% del PIB real)	24,3	23,0	22,9	22,7
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-20.307	-14.800	-12.300	-12.000
Balanza comercial	10.528	17.200	16.800	14.500
Exportaciones	94.677	100.500	100.900	102.900
Importaciones	84.148	83.300	84.100	88.400
Servicios	-11.979	-12.500	-11.600	-11.300
Renta	-18.423	-20.100	-18.700	-16.400
Transferencias corrientes	-433	600	1.200	1.200

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRAFICO V.2 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.



La formación bruta de capital fijo (FBCF) concentra las mayores revisiones a la baja del escenario central, anticipándose una contracción más intensa durante este año (gráfico V.2). La inversión continuará afectada por condiciones de financiamiento más estrictas. Pese a algún descenso en los últimos meses, las tasas de interés de largo plazo (BTP-10) han permanecido en altos valores, asociado a niveles elevados de incertidumbre así como al menor tamaño del mercado de capitales nacional ([Recuadro V.1, IPoM diciembre 2021](#)). Esto ha seguido elevando el costo de los préstamos hipotecarios y, en general, de otros instrumentos de más largo plazo, lo que se evalúa como el principal motivo detrás de las mayores restricciones de acceso al crédito. En el plano externo, los mercados financieros han tenido un desempeño menos favorable en los últimos meses, con nuevos incrementos de las tasas largas alrededor del mundo y un apetito por riesgo menor. La invasión a Ucrania ha agregado un mayor grado de incertidumbre a nivel global, lo cual también ha encumbrado su medición local (DEPUC) (gráfico II.1). Por último, el tipo de cambio real (TCR) se mantendrá por varios trimestres por encima de sus promedios históricos, lo que encarecerá las importaciones de bienes de capital.

Los catastros de inversión y otros antecedentes refuerzan esta visión de debilidad de la inversión, sobre todo aquellos relacionados con construcción y obras. El Catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) muestra una caída de la inversión en grandes proyectos para este y el próximo año (-15 y -28% anual, respectivamente), así como el aplazamiento de iniciativas mineras hacia el bienio 2023-2024. La confianza de las empresas constructoras se mantiene pesimista en sus diferentes componentes (IMCE) y los datos de superficie autorizada para la construcción de obras nuevas completan varios trimestres en bajos niveles (INE). En el segmento de vivienda, se observa un retroceso de las ventas (CChC), en línea con el aumento de los precios y del costo de los créditos hipotecarios, lo cual se ha reflejado en menores flujos de estos préstamos en los últimos meses.

Con esto, en el escenario central, la variación anual de la FBCF será de -3,8% en 2022 y -0,2% en 2023 (-2,2 y 0,1% en diciembre). En 2024 crecerá 2% anual.

El consumo privado tendrá una normalización algo más rápida que lo previsto en diciembre, sobre todo en la parte de bienes durables, coherente con el descenso que ya se observa (gráfico V.2). La reducción del consumo responde a diversos factores. Si bien la liquidez de los hogares sigue en niveles elevados, ha ido disminuyendo paulatinamente, como se observa en los saldos de las cuentas corrientes y vista de las personas (gráfico III.5). Las condiciones financieras más restrictivas también restarán impulso. Las tasas de interés en la cartera de consumo acumulan varios meses de ascenso, en línea con la transmisión de los ajustes de la política monetaria (gráfico II.5). Esta alza, junto con la elevada incertidumbre vigente, también podrían incidir en el uso de los recursos excedentes de las políticas de estímulo, favoreciendo el ahorro. De hecho, los montos de depósitos y ahorro a plazo de personas exhiben un aumento desde mayo del año pasado, del orden de 20% en términos reales. Así, en el escenario central, el consumo privado caerá 0,3 y 1,1% en 2022 y 2023, respectivamente, volviendo a crecer a tasas acordes con el PIB de tendencia hacia 2024.

Las perspectivas para el mercado laboral son más moderadas que en diciembre, en medio de un ajuste cíclico de la economía, una caída de la inversión y una tasa de participación laboral que seguirá reponiéndose de los efectos de la pandemia. El empleo ha seguido aumentando, con niveles por sobre los previos a la pandemia según registros administrativos. De todos modos, algunos indicadores relacionados con la demanda de trabajo lucen algo más débiles, como los anuncios laborales de internet o las expectativas de empleo sectoriales (IMCE). La oferta de trabajo ha continuado reactivándose, aunque sus avances son heterogéneos entre los distintos grupos de trabajadores.

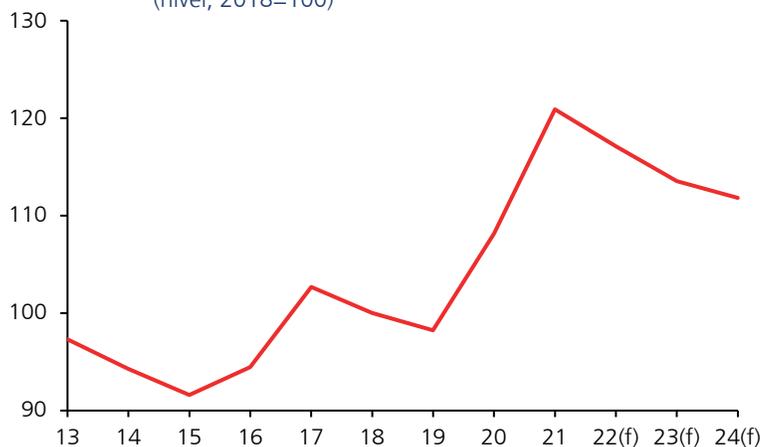


En cuanto a la política fiscal, la convergencia de la inflación y la resolución de los desequilibrios macroeconómicos requiere una reducción significativa del gasto fiscal en 2022. A la espera del decreto sobre responsabilidad fiscal de la nueva administración, el escenario central mantiene un supuesto de caída del gasto acorde con el presupuesto aprobado. Esto implica una caída real anual del gasto público de 24,6% en 2022, lo que incluye la adición del gasto incremental asociado a la Pensión Garantizada Universal y de otros proyectos, según lo expuesto en el último Informe de Finanzas Públicas. Para el período 2023-2026, se considera la trayectoria de gasto acorde con la meta de balance estructural. Ello es coherente con un proceso de normalización de la política fiscal, luego de la implementación extraordinaria de estímulos con motivo de la pandemia.

El déficit de la cuenta corriente irá disminuyendo en el horizonte de proyección, tras elevarse en 2021 debido al excesivo crecimiento de la demanda interna. Como porcentaje del PIB, el déficit cerró el 2021 en 6,6%, cerca de 2 puntos porcentuales (pp) más que lo previsto en diciembre. En ello incidió un dinamismo mayor al esperado de las importaciones hacia fines del año pasado y correcciones a algunas partidas en la nueva compilación de referencia de las Cuentas Nacionales (Recuadro III.1). En el escenario central, se estima que el déficit caerá hasta 4,6%, 3,5 y 3,2% en 2022, 2023 y 2024, respectivamente. Estas proyecciones contemplan una recuperación del ahorro nacional, muy mermado durante 2021 producto del estímulo fiscal y los elevados niveles de consumo. Este aumento del ahorro favorecerá un descenso de los volúmenes de bienes importados, en línea con la desaceleración prevista del gasto local. También se espera un repunte de las exportaciones de servicios, así como precios más elevados de los envíos, en particular del cobre. Medido a precios de tendencia^{1/}, el déficit de la cuenta corriente también irá ajustándose, para llegar hasta 3,5% en 2024.

El impulso externo que recibirá la economía chilena nuevamente se reduce respecto del IPoM anterior, a lo que se suma un mayor grado de incertidumbre debido a la invasión de Rusia a Ucrania. Los términos de intercambio observados en 2021 disminuyen en el horizonte de proyección (gráfico V.3 y tabla V.2). Los precios de las materias primas han subido de manera significativa, sobre todo tras el inicio de la guerra (Recuadro I.1). Al cierre estadístico, el del petróleo acumulaba un avance aproximado de 20% comparado con los niveles previos al comienzo del conflicto, con valores no vistos en más de una década. El escenario central considera que este continuará en altos niveles en lo inmediato, para retomar una trayectoria descendente durante el segundo trimestre de este año, en la medida que ajustes en la producción y envíos de crudo de otros países permitan ir reordenando la oferta mundial.

GRAFICO V.3 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 V.3 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

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

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

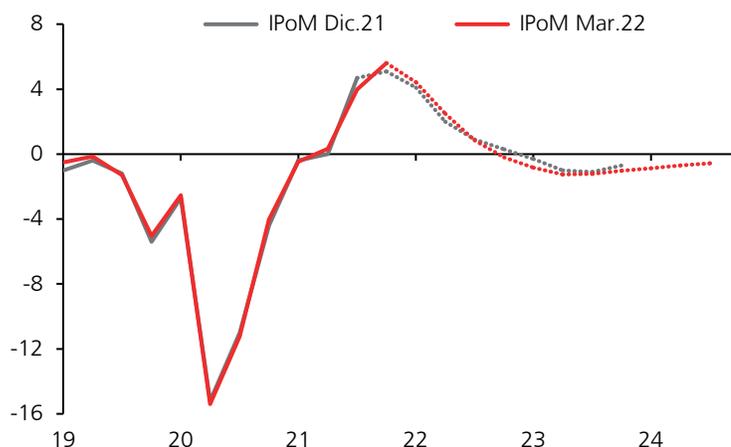
(f) Proyección.

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

El escenario central considera que la brecha de actividad ya comenzó un proceso de reducción tras el elevado dinamismo del gasto del año pasado (gráfico V.4). Esta se ubicará en valores cercanos a cero a partir de la última parte de este año, proyección que considera un crecimiento del PIB potencial en torno a 2,5% para el período 2022-2024.

GRAFICO V.4 BRECHAS DE ACTIVIDAD (1) (2)
(nivel, puntos porcentuales)



(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones.

(2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el [IPoM de Junio 2021](#).

Fuente: Banco Central de Chile.



Las proyecciones de inflación de corto plazo aumentan significativamente. En el escenario central, esta subirá hasta cerca de 10% anual hacia mediados de 2022, para luego empezar una senda de descenso y finalizar el año en 5,6%, casi 2pp más que lo contemplado en diciembre (tabla V.4). El alza de las proyecciones respecto de diciembre resulta de la combinación de varios elementos, el principal son las mayores presiones de costos (gráfico V.5a). Los factores externos también juegan un rol importante, por la significativa alza de los precios de las materias primas —sobre todo el petróleo— y el ajuste de sus perspectivas. En esta proyección, el IPC subyacente alcanzará un máximo algo menor a 9% anual este año, para finalizar en diciembre en 7,2% (alrededor de 2,5pp más que en el IPoM de diciembre).

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

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

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

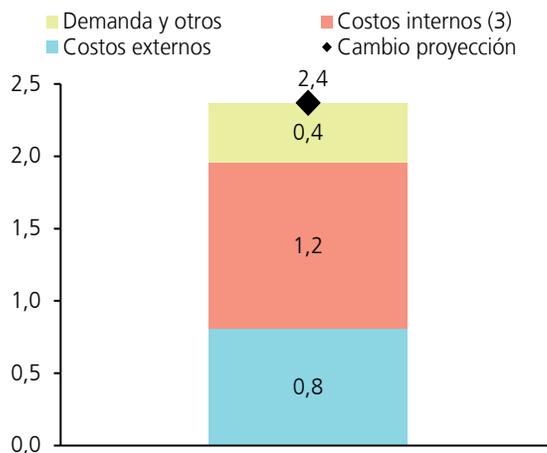
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre de 2024.

(f) Proyección.

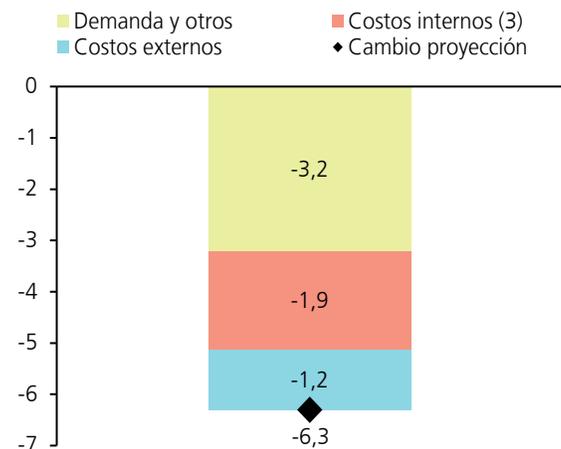
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRAFICO V.5

a) Cambio en la proyección de la inflación anual al cuarto trimestre de 2022 (1)
(puntos porcentuales)



b) Cambio en la proyección de la inflación anual entre el tercer trimestre de 2022 y el primer trimestre de 2024 (2)
(puntos porcentuales)



(1) Construido considerando la proyección para la inflación del IPC total del IPoM de diciembre de 2021 y de marzo de 2022.

(2) Variación considera las proyecciones del escenario central de este IPoM.

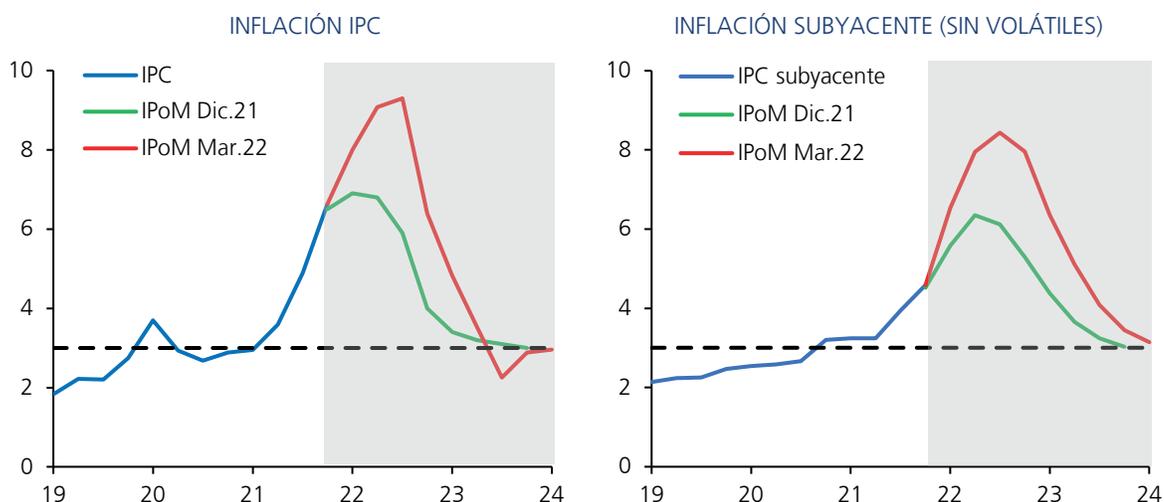
(3) Incluye el efecto de la variación del tipo de cambio.

Fuente: Banco Central de Chile.



En la última parte de este año, la inflación comenzará un proceso de convergencia a la meta, lo que se concretará dentro del horizonte de política de dos años (gráfico V.6). La desaceleración del gasto interno es un elemento clave detrás de esta proyección (gráfico V.5b). En ello contribuirá el retiro de los importantes estímulos macroeconómicos aplicados, con lo que la economía crecerá algo por debajo de su potencial este año y el siguiente. A su vez, se prevé que la recomposición y restructuración más completa de las cadenas de suministro en el ámbito local y externo hagan ceder las presiones de costos relacionadas hacia 2023. La proyección también considera la reversión del *shock* de costos asociado a los precios de las materias primas, aportando incluso de manera negativa en la inflación anual durante el próximo bienio, de la mano de la elevada base de comparación que dejarán.

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



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

Las expectativas de inflación de expertos se mantienen desde hace varios meses en niveles por sobre la meta de 3% a dos años plazo. Una posible explicación de por qué el mercado espera una convergencia más lenta de la inflación se encuentra en la diferencia entre la actividad y la demanda proyectada en este Informe y lo observado en las encuestas. Esto hace que, mientras en las proyecciones antes descritas se anticipa una contracción del consumo y la inversión en 2022 y 2023, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y la media de Consensus Forecasts prevén que ambos agregados seguirán expandiéndose en esos años (Recuadro V.1).

El escenario central de este IPoM incorpora cambios en el proceso de formación de precios como resultado de los mayores niveles de inflación observados. Los cambios en el proceso de formación de expectativas de precios son considerados parciales producto de que, si bien las expectativas de expertos se ubican por sobre la meta de inflación a dos años plazo, información obtenida a partir de encuestas y estudios a empresas y hogares muestra que, por ahora, estas mayores expectativas de inflación no han alterado significativamente la dinámica de formación de precios (Recuadro V.2). Con todo, la evolución de las expectativas de inflación es un tema de especial preocupación para el Consejo.



ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD Y RIESGOS

Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, el Consejo considera un abanico de escenarios de sensibilidad que pueden requerir una acción de política monetaria algo distinta, tal como se deriva del corredor de la TPM (gráfico V.1) (Recuadro V.3).

El límite superior del corredor de TPM considera un escenario de sensibilidad en que la persistencia de la inflación aumenta, requiriendo de una respuesta de política monetaria mayor que la del escenario central.

El límite inferior del corredor es un escenario en que la desaceleración de la demanda local es más intensa que lo previsto. No puede descartarse una situación en que el consumo y la inversión decaigan con mayor fuerza, afectados por un deterioro de las confianzas de consumidores y empresas ante un contexto de recesión de la economía local y deterioro del mercado laboral. En este caso, las presiones inflacionarias de mediano plazo disminuirían, y se requeriría una reducción más rápida de la TPM en respuesta a una actividad más débil que lo previsto en el escenario central.

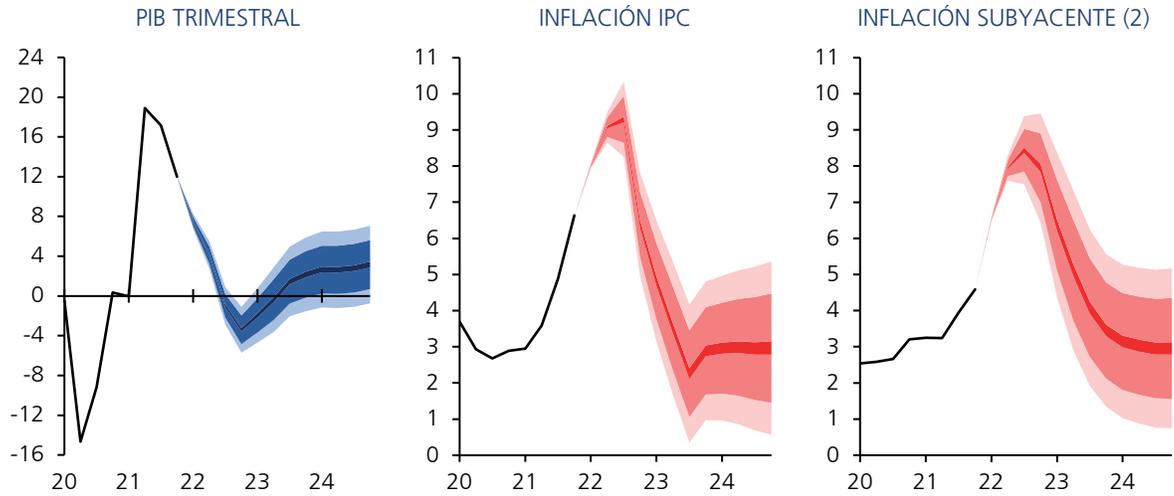
También hay escenarios alternativos que ubicarían la trayectoria de la TPM dentro de los bordes del corredor. En lo interno, una menor contracción del gasto público elevaría las presiones de demanda e inflación, además de contribuir negativamente al desempeño de las condiciones financieras por un aumento de los premios por riesgo. En una situación así, se necesitaría una política monetaria más contractiva. En lo externo, pueden darse escenarios donde las presiones inflacionarias provocadas por la guerra en Ucrania difieran de lo estimado en el escenario central. Una posibilidad es que la evolución del conflicto contribuya a una intensificación de las restricciones de oferta vigentes, así como a un desarme de las cadenas de suministro, que impulsen aún más la inflación externa. En contraste, está la posibilidad de que prime el impacto negativo de una mayor incertidumbre en la demanda global, pero también local, en especial en la inversión. Las consecuencias de estos escenarios sobre la trayectoria de la TPM van en sentido opuesto.

Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la expansión de la actividad se ubicaría por fuera del rango de proyecciones (gráfico V.7).

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



GRAFICO V.7 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.



RECUADRO V.1:

Evolución reciente de las expectativas de inflación

La visión que los agentes tengan del futuro es relevante para sus acciones hoy. Por ejemplo, si prevén que los precios subirán, podrán intentar incrementar sus precios hoy, lo que elevaría la inflación. Por esto, cuando el Banco realiza sus proyecciones considera no solo su propia visión de la economía, sino también cómo otros agentes la proyectan. Usualmente, estas visiones no difieren significativamente. Sin embargo, en un ambiente de mayor incertidumbre y cambios rápidos y significativos, esas diferencias pueden ser más importantes. Ese ha sido el caso del último par de años, donde la economía ha estado afectada por *shocks* muy significativos. Actualmente un conjunto de expertos que responden la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y de Operadores Financieros (EOF) estima que la inflación demorará más tiempo en converger a la meta que lo previsto por el Banco.

El principal factor que podría explicar estas diferencias son las perspectivas para el escenario de actividad y, especialmente, de gasto. En la EEE, las diferencias entre la mediana del crecimiento del consumo privado de la encuesta y el escenario central de este IPoM supera los 4 puntos porcentuales. Para la FBCF las diferencias acumuladas son aún mayores, acercándose a 6% para su expansión en los próximos dos años (tabla V.5). En el escenario central del IPoM, el ajuste del impulso al gasto es necesario para la resolución de los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante el 2021, y contribuye de manera significativa a la convergencia de la inflación a la meta (gráfico V.5b). Las proyecciones que recoge Consensus Forecasts en marzo también apuntan en una dirección similar a la de la EEE.

TABLA V.5 PROYECCIONES DEL MERCADO PARA LA INFLACIÓN, ACTIVIDAD Y DEMANDA (1)
(variación anual, porcentaje)

	PIB			FBCF			Consumo privado			Inflación total	
	2022	2023	Acum.	2022	2023	Acum.	2022	2023	Acum.	Dic.22	Dic.23
EEE	2,0	1,5	3,5	0,5	1,3	1,8	1,5	1,2	2,7	5,8	4,0
Consensus Forecasts	2,1	1,2	3,3	1,4	0,6	2,0	2,2	0,6	2,8	6,6	3,6
IPoM marzo 2022	1,0-2,0	-0,25/ 0,75	1,75 (2)	-3,8	-0,2	-4,0	-0,3	-1,1	-1,4	5,6	2,9
Dif. EEE-IPoM	0,5	1,25	1,75	4,3	1,5	5,8	1,8	2,3	4,1	-	-
Dif. CF-IPoM	0,6	0,95	1,55	5,2	0,8	6,0	2,5	1,7	4,2	-	-

(1) La EEE considera la mediana de las proyecciones, y Consensus Forecast la media. En ambos casos corresponden a las mediciones de marzo de 2022.

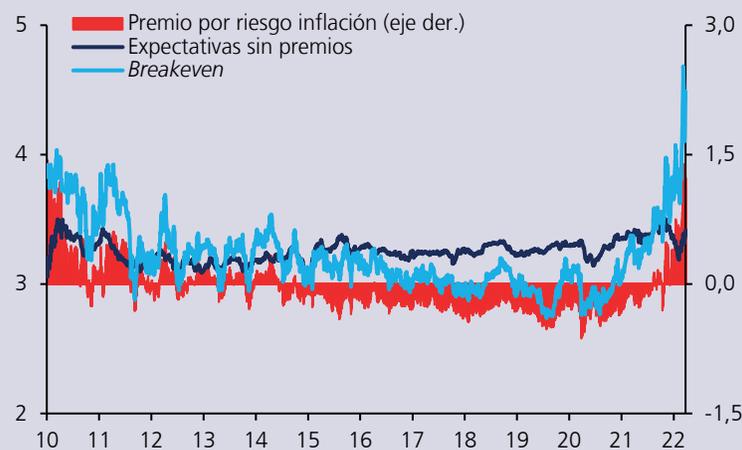
(2) Considera el punto medio de los rangos proyectados.

Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.



Las expectativas de inflación que se recogen de los precios de los activos financieros — compensaciones inflacionarias— también han mostrado alzas en los últimos meses, significativas en algunos plazos. En todo caso, se debe tener presente que los niveles de estas compensaciones no solo reflejan expectativas de inflación, sino que están afectados por una serie de elementos que reflejan premios por liquidez, riesgo y otras consideraciones de estrategias de portafolio que pueden llegar a ser relevantes en situaciones de mayor incertidumbre, como es la actual coyuntura ([Recuadro IV.1; IPoM diciembre 2016](#)). Una estimación de la descomposición de la compensación inflacionaria a 10 años, que hoy se ubica por sobre 4%, muestra que el impacto de los premios es significativo. De hecho, descontados, la inflación esperada se mantiene en torno a 3% (gráfico V.8).

GRÁFICO V.8 DESCOMPOSICIÓN DE COMPENSACIONES INFLACIONARIAS A 10 AÑOS (*)
(porcentaje)



(*) Estimaciones basadas en [Beyzaga y Ceballos \(2016\)](#), [Abrahams et al. \(2016\)](#) con tasas Swap Promedio Cámara. Fuentes: Banco Central de Chile y RiskAmerica.

Conclusiones

Un escenario donde las expectativas de algunos agentes de mercado permanecen por sobre la meta de política monetaria es una situación de preocupación. Si efectivamente refleja las expectativas de los agentes fijadores de precios (hogares y empresas), y se mantienen en niveles altos por un período prolongado, aumentarían la persistencia de la inflación por sobre lo coherente con sus fundamentales tradicionales, obligando a una política considerablemente más contractiva que neutralice el impacto de las expectativas en la formación de precios. El escenario central de este IPoM contempla de manera parcial este efecto de mayor persistencia inflacionaria, mientras que el escenario de sensibilidad del borde superior del corredor contempla la posibilidad que dicho efecto sea aún más intenso.



RECUADRO V.2:

Expectativas de inflación en hogares y empresas

Tradicionalmente, los bancos centrales han calibrado la evolución de las expectativas de inflación a partir de encuestas a expertos y la medición de las compensaciones inflacionarias que se obtienen de los precios financieros. Estas medidas tienen la ventaja de ser levantadas en un grupo de referencia que tiene un conocimiento técnico importante de la política monetaria y la evolución de la economía, pero pueden no reflejar directamente las expectativas de quienes directamente participan de la formación de precios en los mercados de bienes y servicios. La necesidad de entender este último proceso ha llevado a que los bancos centrales busquen métodos para conocer y comprender cómo entienden la inflación y fijan sus expectativas los actores directamente relacionados con él. En general, esto se ha realizado a través del levantamiento de encuestas a hogares y empresas.

Estos estudios a nivel internacional son relativamente recientes. En general, muestran que el conocimiento acerca de la meta de inflación y la política monetaria difiere significativamente entre expertos, empresas y hogares. En los hogares, se observa que su percepción sobre la evolución de la inflación tiene mayor relación con las alzas de los precios de la canasta que habitualmente consumen, más que con una variación promedio de los precios de una canasta, como la del IPC ([D'Acunto et al., 2021](#)). Además, la precisión en las expectativas de hogares está, al menos en parte, determinada por el ciclo económico y el nivel de inflación promedio de la economía, ya que momentos de inflación alta llevan a los individuos a seguir la coyuntura de manera más cercana ([Banco Central de Chile, 2020](#)). Para el caso de empresas, la evidencia internacional muestra que existe un sesgo inflacionario en sus expectativas ([Coibion et al., 2018](#)) y que, al igual que para los hogares, están en gran parte influenciadas por las experiencias personales de los gerentes ([Candia et al., 2021](#); [Andrade et al., 2021](#)). Esto explica que, tanto en hogares como en empresas, exista gran heterogeneidad de expectativas. Finalmente, los hallazgos también muestran que empresas con expectativas de inflación más altas tienden a subir más sus precios y a reducir su empleo e inversión ([Coibion et al., 2020](#)).

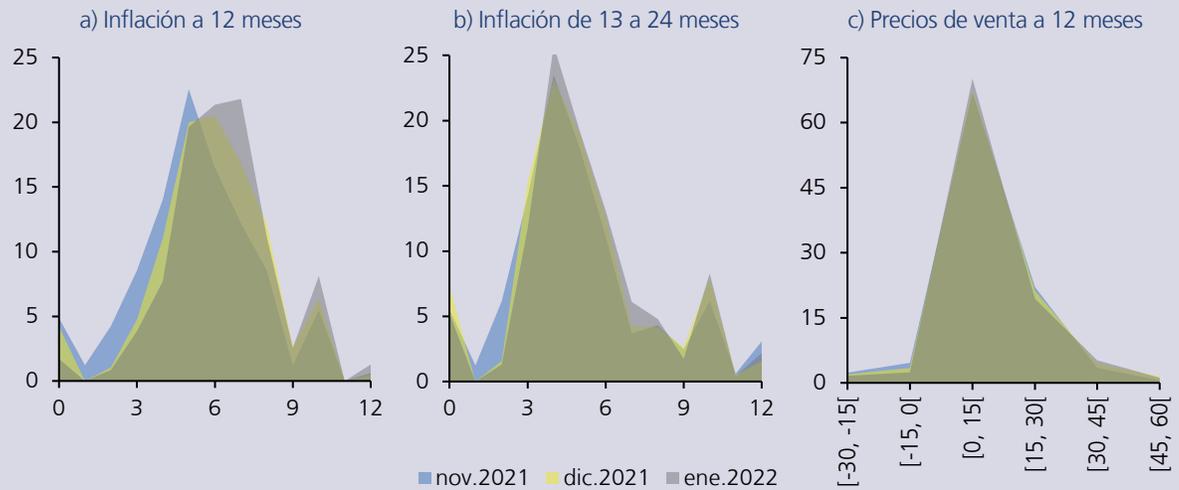
En Chile, desde hace unos trimestres, el Banco Central está desarrollando una agenda que permita obtener información sobre las expectativas de inflación de hogares y empresas. Estas fuentes corresponden a la Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN), el Informe de Percepciones de Negocios (IPN), la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) y el estudio "Relatos de inflación: percepción y expectativas de los hogares chilenos durante la pandemia de covid-19" ([Zapata et al., 2022](#)). En una Minuta que acompaña a este IPoM ([Cortés et al. \(2022\)](#)), se resumen las metodologías de estas encuestas y los resultados de algunos de los estudios citados previamente.

Estas fuentes de información muestran que la actual situación inflacionaria es uno de los principales elementos de preocupación en estos grupos, pero también revelan que es un fenómeno que perciben como transitorio. Los datos la EDEP señalan que la inflación que las empresas esperan a un año plazo ha ido en aumento durante los últimos meses. Sin embargo, no ha ocurrido lo mismo con las expectativas a dos años plazo, ni, especialmente, con los cambios esperados de sus propios precios (gráfico V.9). Esto indica que, al menos en los últimos tres meses, las empresas han ido incorporando en sus precios los cambios en el entorno macroeconómico, incluyendo la mayor inflación, de manera normal. La Encuesta de Percepciones de Negocios de febrero recoge antecedentes en una dirección similar. En ese momento, un porcentaje mayoritario de las empresas respondió que la mayor inflación no lo estaba llevando a modificar decisiones de precios, inversión o contratación, entre otros factores. Es importante notar que la mediana de las distribuciones de la inflación esperada a 12 y 24 meses no coincide con lo que señalan los expertos ni con lo



que se proyecta en el escenario central de este IPoM. De hecho, a dos años plazo está por sobre 3%. Este resultado no es extraño a la luz de la evidencia internacional, que muestra que tanto las expectativas de empresas como de hogares suelen estar por sobre la meta de inflación.

GRÁFICO V.9 DISTRIBUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y DE PRECIOS DE VENTA (porcentaje)



Fuente: Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios, Banco Central de Chile.

En el caso de los hogares, la información disponible muestra que sus expectativas de inflación también han aumentado. De acuerdo con el Índice de Percepción de la Economía (IPEC), en febrero algo menos del 70% de los consumidores esperaba que los precios subieran “mucho” en los próximos doce meses (55% a mediados de 2021). [Zapata et al. \(2022\)](#) señala que los hogares efectivamente perciben que los precios tienden a aumentar en el tiempo a una velocidad relativamente estable, existiendo la concepción de un aumento “normal” de los precios. Sin embargo, consideran que durante el último año la velocidad en el aumento de precios ha sido mayor a la que acostumbran. Además, los hogares esperan que las variaciones de precios retornen a su dinámica “habitual” en uno o dos años.

Respecto del impacto de la inflación en el comportamiento de los hogares, [Zapata et al. \(2022\)](#) señala que éstos han modificado sus decisiones de compra al percatarse de un mayor aumento de los precios. Aun así, este cambio no se asocia a una expectativa creciente y persistente de alzas en el futuro, siendo percibido más bien como un *shock* momentáneo. De hecho, se observa una baja prevalencia del adelanto de compras como modificación del comportamiento económico, siendo más utilizado el reemplazo de productos y lugares de compras, seguido de dejar de consumir productos de segunda necesidad hasta esperar un mejor escenario. Además, los hogares señalaron no esperar mayores cambios en su comportamiento más allá de los ya realizados.

Con todo, estas fuentes de información son recientes y su entendimiento aún está en desarrollo. Por ello, si bien sus resultados aportan una primera mirada respecto de la formación de precios en hogares y empresas, no deben ser tomados como una conclusión definitiva respecto del comportamiento de las expectativas de inflación.



RECUADRO V.3:

***Forward guidance* de política monetaria y el corredor para la TPM**

En el último quinquenio el Consejo ha implementado diversos cambios en la comunicación de la política monetaria, con el objetivo de mejorar su transparencia y comprensión. Entre otros, estos han incluido modificaciones en la frecuencia y extensión de las Reuniones de Política Monetaria, mayor información en el comunicado y minuta de las Reuniones y su coordinación con la publicación del IPoM^{1/}. En [marzo de 2020](#), el Consejo añadió un nuevo instrumento de comunicación de la orientación de la política monetaria: el corredor de TPM. Para asegurar una buena comprensión del mismo y maximizar su valor comunicacional, es oportuno recordar paso a paso su construcción.

El corredor se construye a partir de la trayectoria de TPM asociada al escenario central de proyección. Esta trayectoria se basa en la función de reacción histórica —durante los últimos 20 años— de las decisiones de TPM del Consejo a desvíos de la actividad y la inflación —la llamada Regla de Taylor—, asegurando que se logre la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años, a partir de la trayectoria más probable para las principales variables macroeconómicas^{2/}. Esta trayectoria no se presenta explícitamente en el corredor, pero si está incluida en el área central del *fan chart* —área rosada más oscura (panel (a); gráfico V.10). Esta regla mecánica constituye un supuesto de trabajo inicial con el cual el *staff* presenta un punto de partida razonable para contrastar estrategias de política monetaria. El *fan chart* comunica el desvío estadístico de la TPM a partir de dicho punto de partida. Por ser una evaluación estadística de los desvíos históricos, no hay juicio del Consejo respecto del ancho o la simetría del *fan chart*.

La segunda pieza de información son los escenarios de sensibilidad. Estos son descritos en el IPoM (capítulo V), pero sus resultados específicos no se presentan a excepción de los que constituyen los bordes —piso y techo— del corredor. La decisión de qué escenarios de sensibilidad son incluidos en el corredor, y en particular sus bordes, es un juicio del Consejo sobre cuáles desvíos plausibles del escenario central son los más relevantes en una coyuntura determinada y enfatiza la idea de que las decisiones de política monetaria no se toman solo considerando el escenario actual, sino que también contempla desviaciones y costos relevantes del mismo. Finalmente, los bordes del corredor consideran incertidumbre sobre la TPM neutral nominal. Esta se incorpora estimando los mismos escenarios de sensibilidad, pero asumiendo los valores superior e inferior del rango de TPM neutral —entre 3,25 y 3,75%— como punto de referencia para evaluar la expansividad de la política monetaria. Cabe mencionar que las proyecciones se realizan para que la inflación converja a la meta de 3% dentro del horizonte de política de dos años, mientras que la TPM converge a su nivel neutral en el mediano plazo. El panel (b) del gráfico V.10 ilustra la construcción del corredor del IPoM de diciembre de 2021. En ese momento, el Consejo indicó que los bordes del corredor correspondían a escenarios donde la evolución del gasto podría tener trayectorias distintas a las del escenario central, con un techo que correspondía a un escenario de mayor consumo privado y un piso en que el impacto de la incertidumbre fuese mayor a lo esperado. Además, evaluó otras sensibilidades que quedaron incorporadas dentro del área del corredor. La amplitud del corredor se calibra de manera que los escenarios de sensibilidad incluidos impliquen desvíos del crecimiento del PIB para los próximos años en torno al rango de proyecciones presentados en cada IPoM.

Cabe notar que la trayectoria de TPM del escenario central no necesariamente coincide con el punto medio del corredor. La decisión de cuán asimétrico es este escenario respecto de los bordes del corredor corresponde exclusivamente a cuáles son los aspectos comunicacionales que el Consejo quiere destacar en cada IPoM.

La decisión comunicacional de enfatizar un rango de posibilidades para la política monetaria futura, en lugar de una trayectoria específica asociada a un escenario particular, refleja las múltiples razones por las cuales la TPM

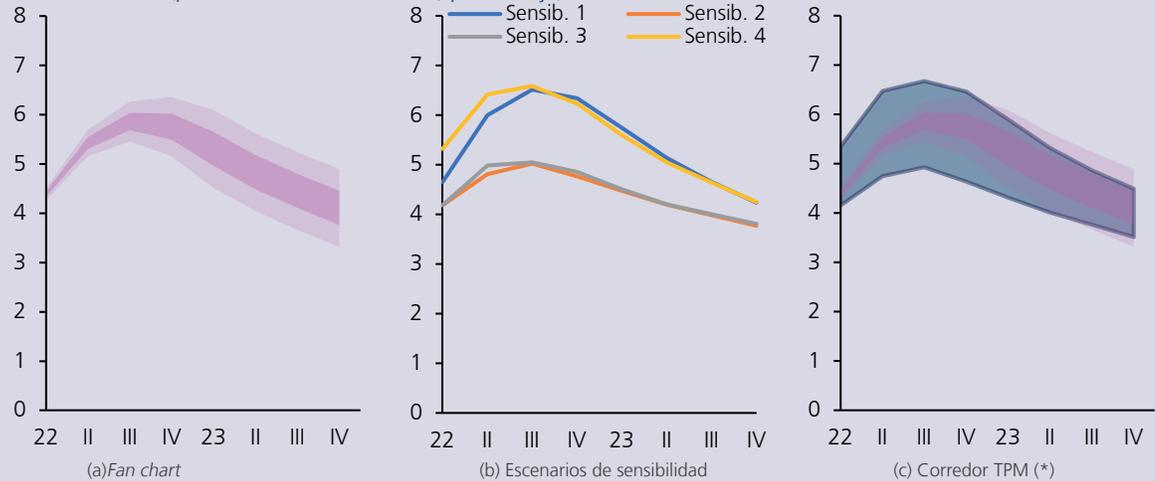
^{1/} En un [recuadro del IPoM de septiembre de 2017](#) se encuentra una explicación de estos cambios.

^{2/} En el documento "[Uso de modelos macroeconómicos en el Banco Central de Chile](#)" se describen los modelos utilizados para realizar estos ejercicios.



futura puede diferir de esa trayectoria específica. En primer lugar, es habitual que se produzcan cambios en la estrategia de política monetaria producto de *shocks*, sobre todo para una economía pequeña y abierta como la chilena. Segundo, el análisis puede llevar a una reevaluación de las implicancias inflacionarias de un determinado escenario macroeconómico, ya sea por una revisión acerca de los mecanismos de transmisión imperantes y/o los parámetros estructurales de la economía. En tercer lugar, las decisiones de TPM pueden ponderar en forma diferente consideraciones estratégicas y de balance de riesgos en una coyuntura determinada, requiriendo de trayectorias de TPM distintas a la de una regla mecánica.

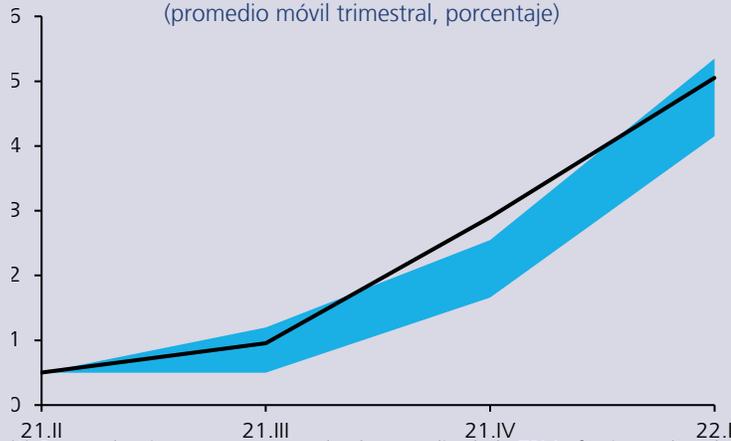
GRÁFICO V.10 CONSTRUCCIÓN DEL CORREDOR PARA LA TPM DE DICIEMBRE 2021
(promedio móvil trimestral, porcentaje)



(*) Bordes consideran sensibilidad inferior y superior a las que se agrega incertidumbre por TPM neutral (3,25 a 3,75%). Esta incertidumbre es creciente en el horizonte y suma 25pb al borde superior y resta 25pb al borde inferior en 2 años.
Fuente: Banco Central de Chile.

Por último, es importante recalcar que, si bien este corredor es una guía relevante respecto de la trayectoria futura de la TPM, no constituye en ningún caso un compromiso del Consejo. De hecho, en el último trimestre de 2021 las alzas de la TPM superaron el techo del corredor, en un contexto en que la tasa aumentó rápidamente ante el alza de la inflación y sus perspectivas. Además, si bien hasta ahora la evolución de la TPM ha tendido a ubicarse en la parte alta del corredor, ello solo ha respondido a un escenario donde la inflación y sus perspectivas han ido corrigiéndose continuamente al alza y no a un sesgo explícito en las proyecciones del escenario central ni en la comunicación de la política monetaria (gráfico V.11).

GRÁFICO V.11 TPM EFECTIVA Y CORREDOR (*)
(promedio móvil trimestral, porcentaje)



(*) Para cada trimestre, corresponde al promedio de la TPM efectiva y el ancho del corredor publicado en el IPoM del trimestre inmediatamente anterior.
Fuente: Banco Central de Chile

