

# INFORME DE POLITICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2021, Presentación Seminario Macro Universidad de los Andes.

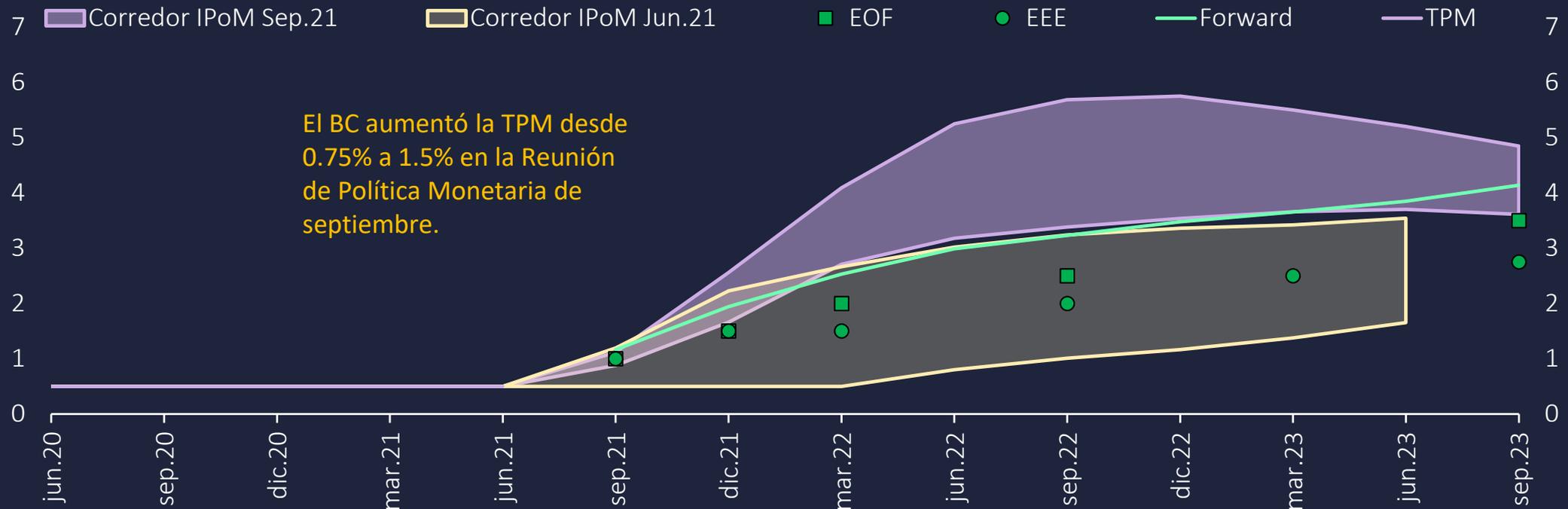
ALBERTO NAUDON D. — CONSEJERO



El Consejo decidió intensificar el retiro del estímulo monetario para evitar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que puedan poner en riesgo la convergencia de la inflación hacia la meta de 3%.



Corredor de TPM (\*)  
(porcentaje)

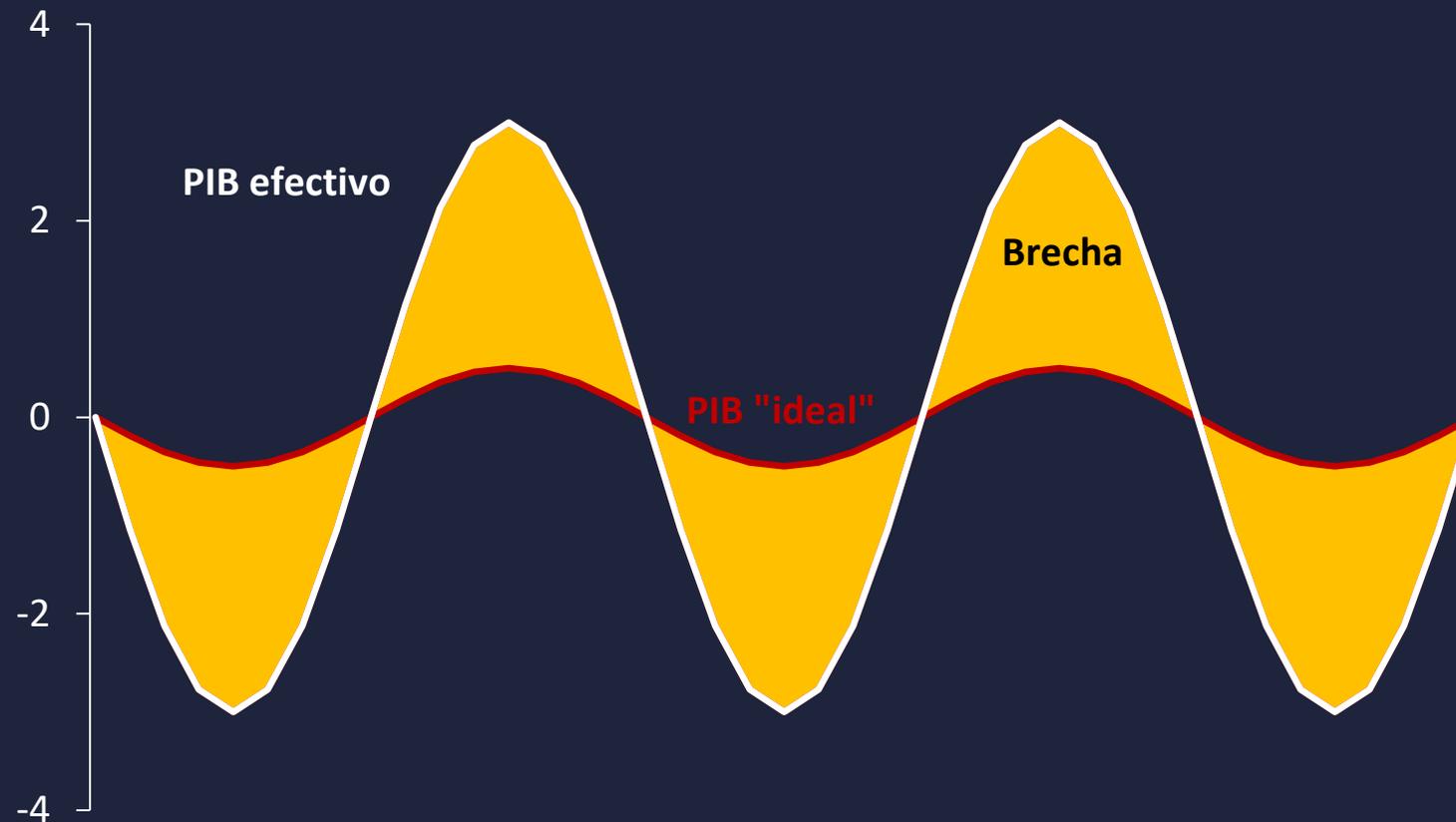


(\*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IpoM de marzo 2020. Incluye la EOF publicada el 26 de agosto, la EEE publicada el 10 de agosto y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre (cierre estadístico). Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando 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). Fuente: Banco Central de Chile.

Por diversas razones el ciclo económico es más acentuado de lo deseable, las políticas macro pueden suavizarlo (políticas contra-cíclicas).



PIB efectivo, "ideal" y brecha en la teoría



*¿Por qué es mejor suavizar el ciclo en vez de tratar de estar siempre en el "peak"?*

*¿Por qué es buena idea que esta pega la haga una autoridad independiente!*

En una economía pequeña y abierta como la chilena, la política monetaria es la herramienta contra-cíclica por excelencia... aunque en casos extremos, puede no ser suficiente.

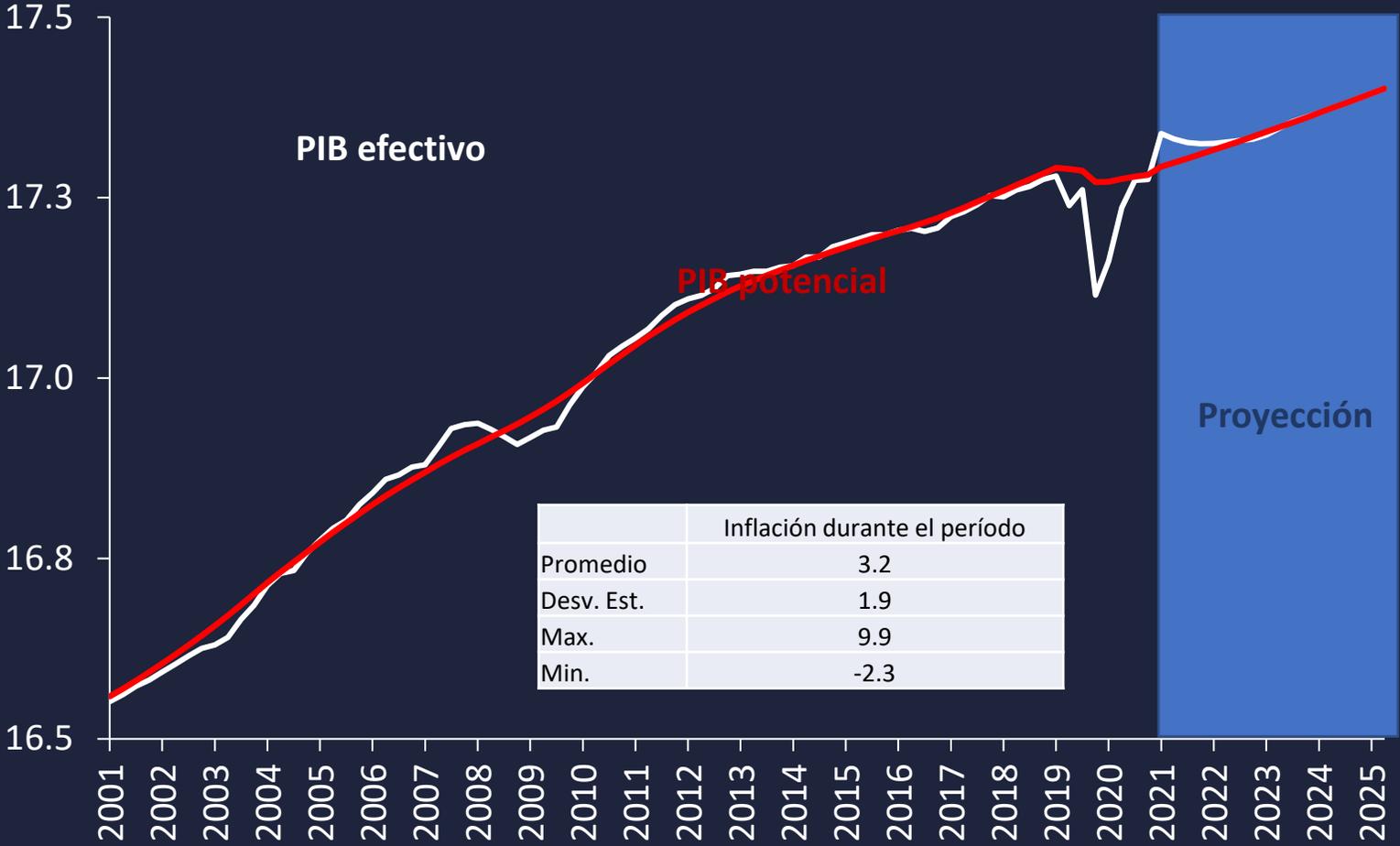


- En una economía como la Chilena, pequeña, pero abierta al mundo y muy integrada la flexibilidad cambiaria es esencial para un ajuste económico rápido y saludable.
- En este contexto, la política monetaria es la herramienta contra-cíclica por excelencia. La política fiscal, en cambio, es menos eficiente y su uso, por lo tanto, se reserva para casos extremos donde la política monetaria no es suficiente.
- En Chile, este ha sido el marco de política:
  - ✓ Tipo de cambio flexible.
  - ✓ Política monetaria claramente contra- cíclica.
  - ✓ Política fiscal guiada por una regla más bien a-cíclica.
- La pandemia ha sido uno de esos casos excepcionales en que la política fiscal ha debido jugar un rol relevante en la estabilización de la economía.
- La estabilización del ciclo es totalmente coherente con el objetivo de mantener la inflación estable, ya que la estabilidad de precios requiere que la brecha sea cero en promedio. Pero se deben tolerar fluctuaciones de la inflación en el corto plazo si se quiere que el tipo de cambio fluctúe.

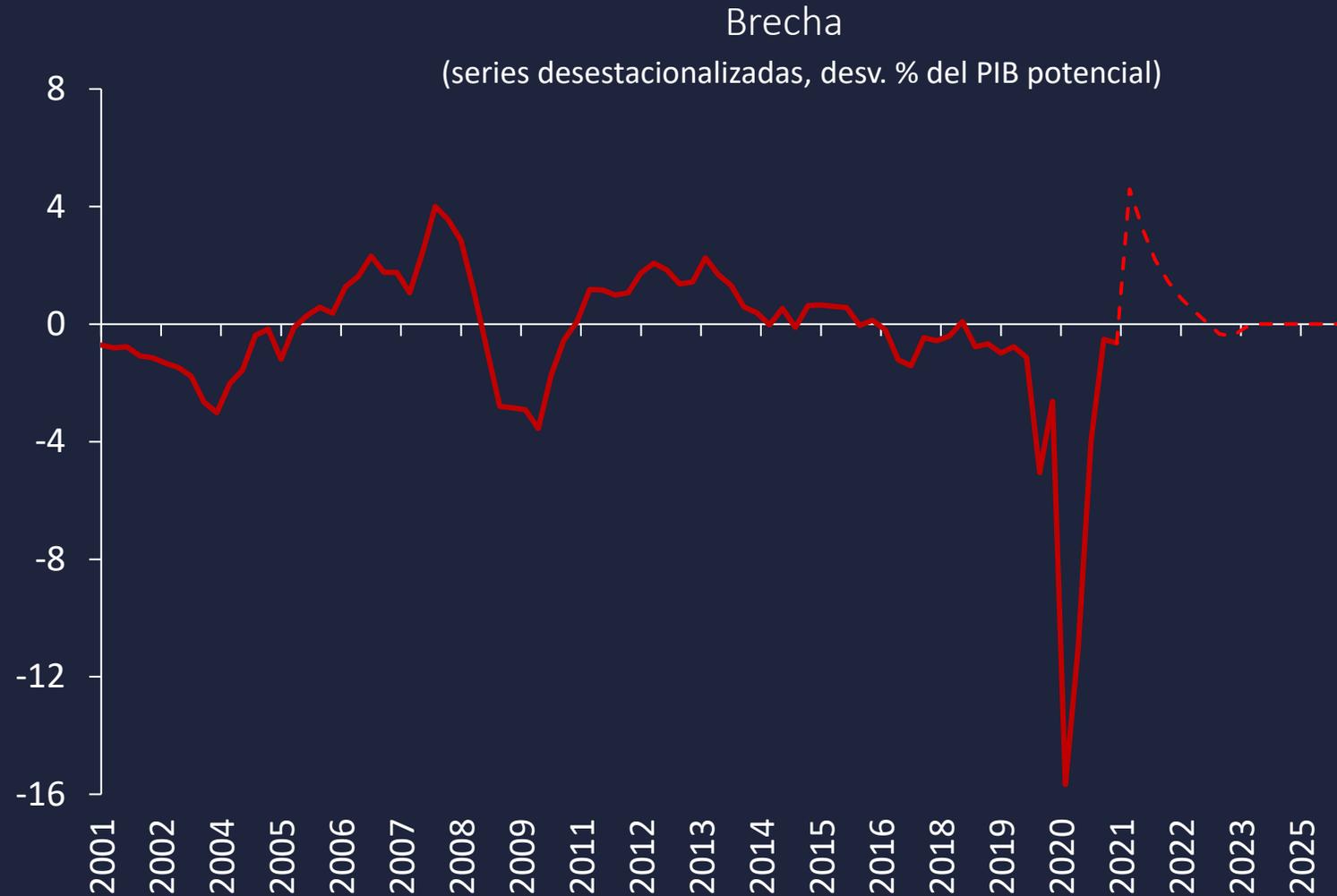
En Chile, la estabilización del ciclo es tarea de la PM la que ha logrado suavizar el ciclo y mantener la inflación en torno a la meta. Pero en las crisis las PM no es suficiente, la política fiscal tiene un rol importante.



PIB efectivo, potencial y brecha en la realidad  
(series desestacionalizadas, pib no minero, en LN)



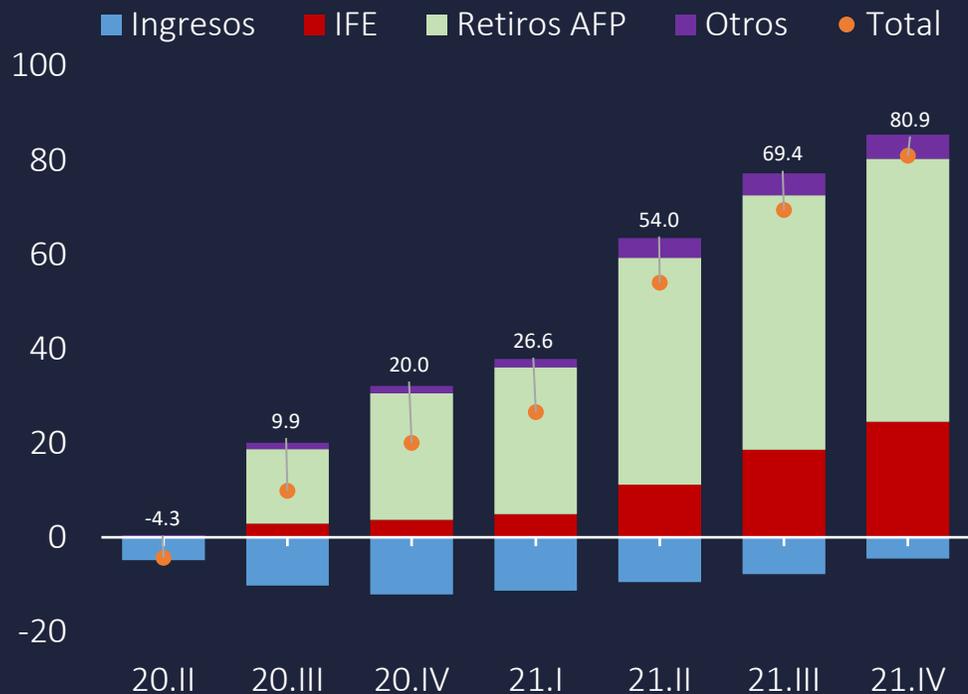
Durante la crisis, interactuaron varias medidas que impulsaron la demanda: fiscales, de crédito, monetarias, retiros de ahorros previsionales, etc. La pregunta es si ahora **la suma de ellas esta suavizando o exacerbando el ciclo.**



# La acumulación de masivos retiros de ahorros previsionales y las transferencias fiscales han aumentado significativamente la liquidez de los hogares. ||||



Acumulación de ingresos e inyecciones de liquidez a los hogares (1)  
(miles de millones de dólares)



Gastos o ingresos dejados de percibir por parte de los gobiernos en respuesta al Covid-19  
(porcentaje del PIB del 2020)



(1) Para detalle sobre metodología, ver Capítulo III IPoM de septiembre 2021. (2) Corresponde a los datos del *Fiscal Monitor* de enero del 2021. (3) Corresponde a la diferencia entre la entrega de julio y enero del 2021. Chile considera 2,8% adicional por IFE.

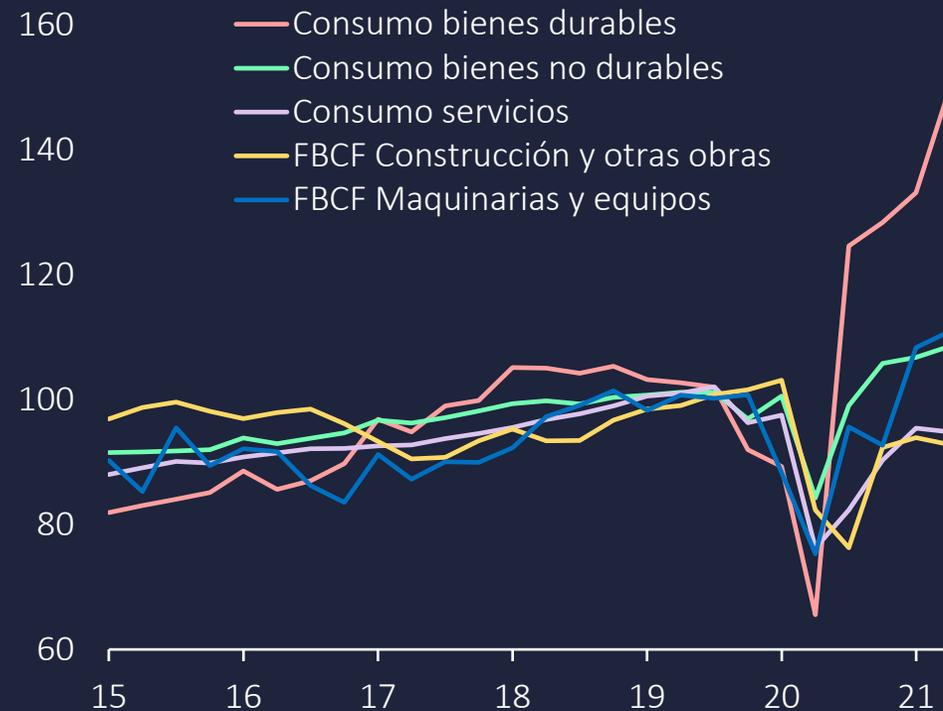
Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Ministerio de Hacienda, Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Chile.

Las distintas medidas de estímulo han impulsado fuertemente la demanda, lo que se ha reflejado en un crecimiento del consumo privado que ha superado lo previsto.



### Demanda interna

(series desestacionalizadas, índice promedio 2019=100)



### PIB segundo trimestre 2021: efectivo vs proyección del mercado (\*)

(variación anual, porcentaje)



### Consumo privado 2021: proyección del mercado (\*)

(variación anual, porcentaje)

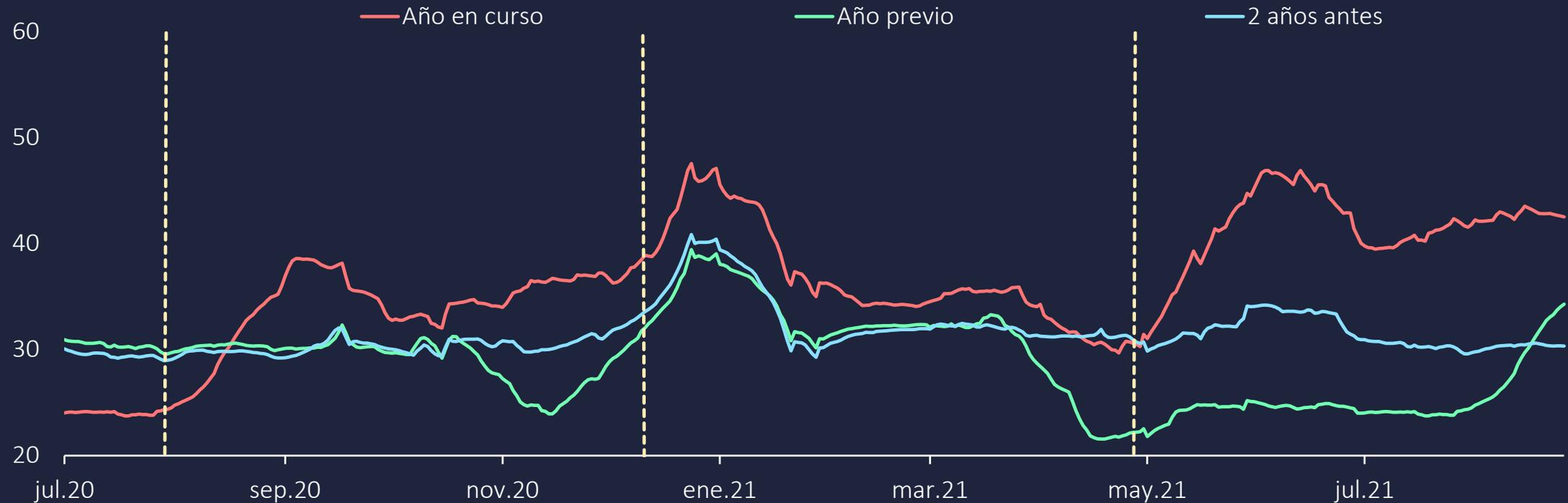


(\*) Proyecciones contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Las cifras coyunturales exhiben un elevado dinamismo del consumo, lo que sugiere que las medidas de apoyo a los hogares están teniendo un efecto superior a lo esperado.



Ventas minoristas con boleta electrónica (\*)  
(miles de millones de pesos, promedio móvil de 28 días)



(\*) Líneas verticales amarillas corresponden a la aprobación de retiros de fondos previsionales.  
Fuente: Banco Central de Chile con información del SII.



# Sin embargo, hacia el 2022 y 2023 la economía se desacelerará de forma significativa.

## Proyecciones de crecimiento del PIB

(variación anual, porcentaje)

### 2021

Junio 2021 **I** 9,5 %  
**I** 8,5 %

Septiembre 2021 **I** 10,5 %

11,5 %



### 2022

Junio 2021 **I** 3,0 %  
**I** 2,0 %

Septiembre 2021 **I** 2,5 %  
**I** 1,5 %



### 2023

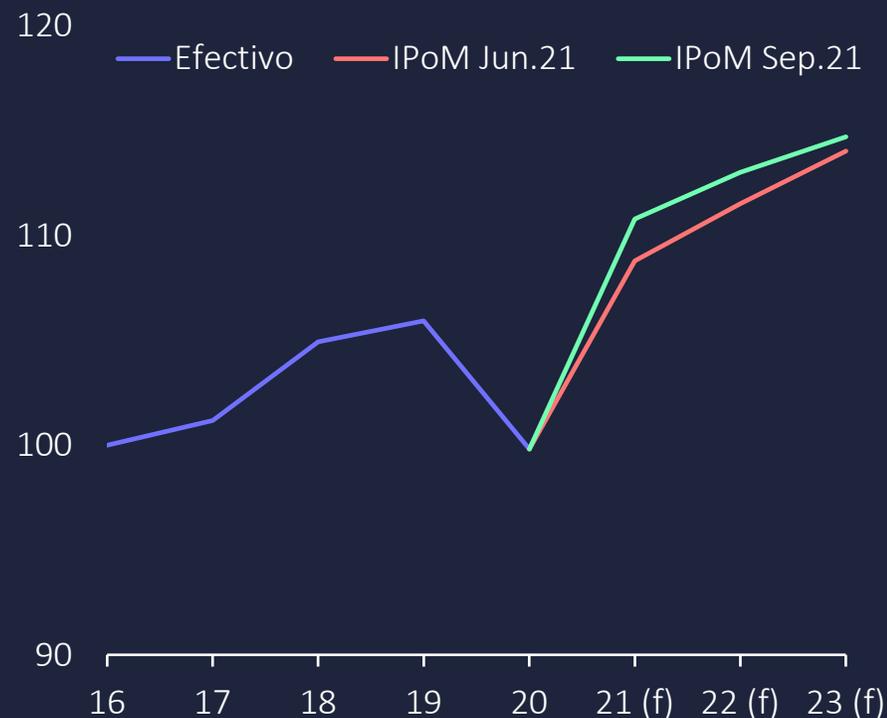
Junio 2021 **I** 2,75 %  
**I** 1,75 %

Septiembre 2021 **I** 2,0 %  
**I** 1,0 %



## PIB

(miles de millones de pesos, volumen a precios del año anterior encadenado)

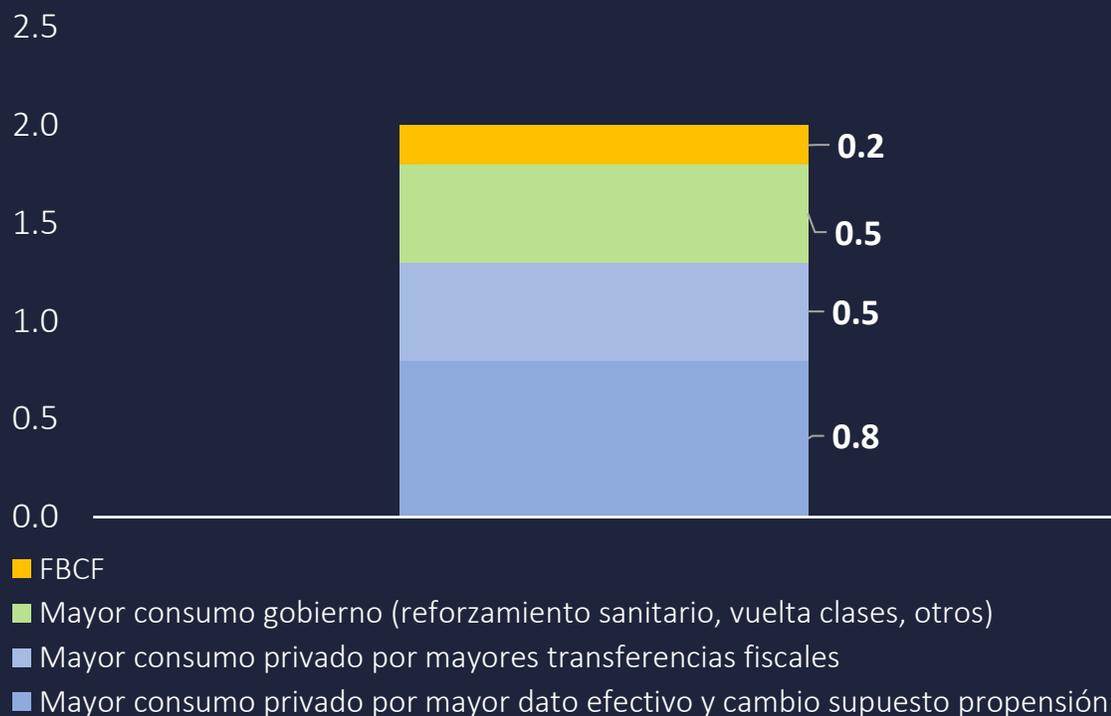


(f) Proyección. Considera el punto medio de los rangos de crecimiento contenidos en el IPoM de junio y de septiembre 2021. Fuente: Banco Central de Chile.

Las perspectivas para el crecimiento de este año también se revisan al alza, impulsado principalmente por el comportamiento efectivo y previsto para el consumo.



Incidencias en la revisión del crecimiento del PIB 2021 (\*)  
(puntos porcentuales)



El principal factor detrás del mayor rango de crecimiento proyectado para 2021 son:

➔ Mayor dinamismo efectivo y proyectado del consumo privado (explica 1,3pp del ajuste)

Incremento del consumo por sobre lo previsto en el segundo trimestre

Reevaluación de propensión marginal a consumir

Mayor ingreso disponible por la extensión del IFE universal y el nuevo IFE laboral

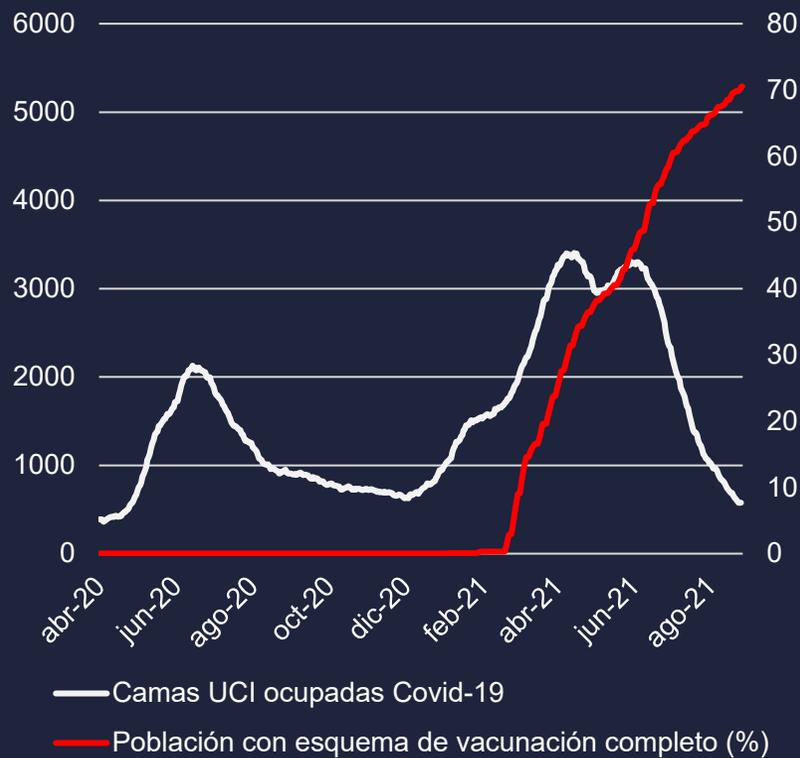
(\*) Construido considerando el punto medio del rango de proyección del IPoM de junio y de septiembre del 2021.

# Obviamente, hay otras cosas que sostienen el buen desempeño de la economía. Destacan la positiva evolución de la pandemia y el significativo impulso externo



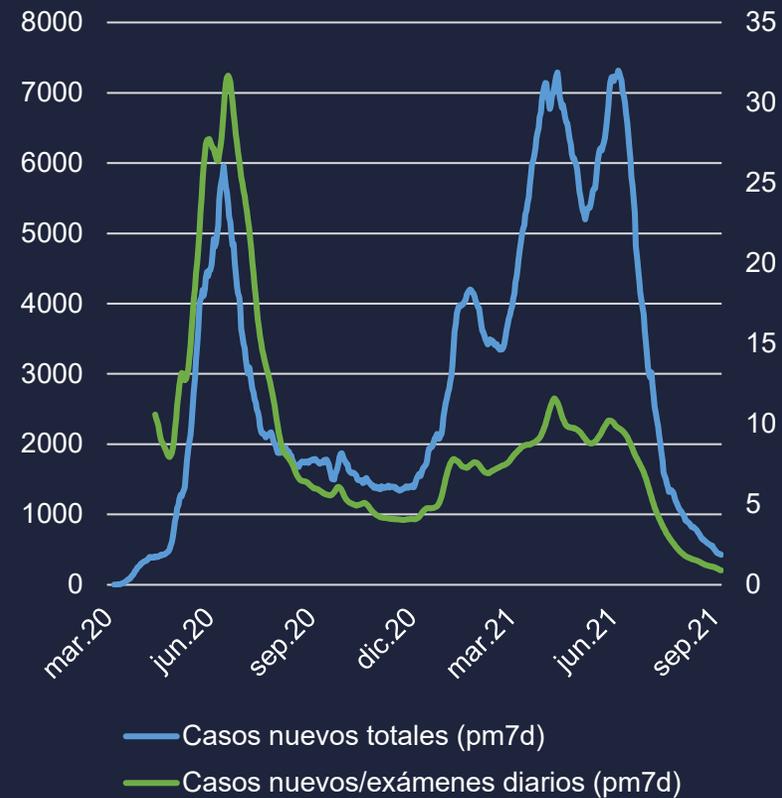
### Camas UCI Covid-19 y población con esquema de vacunación completo (1)

(nivel; porcentaje de la población)



### Casos nuevos diarios y Ratio de positividad (2)

(pm7d, datos al 09/09/21)



(1) Porcentaje sobre población total. Población con esquema de vacunación completo considera a las personas con segunda dosis o única dosis. (2) Ratio de positividad como "Casos nuevos/exámenes diarios", considerando total PCR diarios reportados. Fuente: DEIS, Ministerio de Salud de Chile, y Banco Central de Chile.



# El impulso externo que recibirá la economías chilena es similar al previsto en junio.

## Proyecciones de crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)



## Precio del cobre efectivo y proyecciones (1)

(dólares la libra)



## Precio del petróleo efectivo y proyecciones (1) (2)

(dólares la libra)

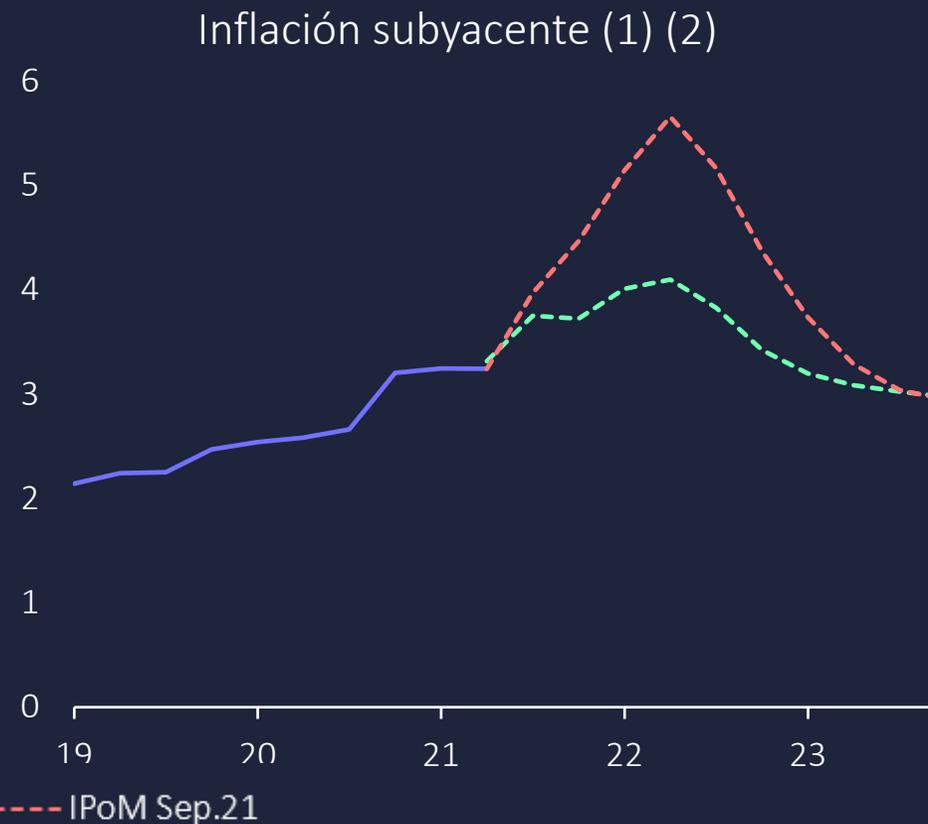
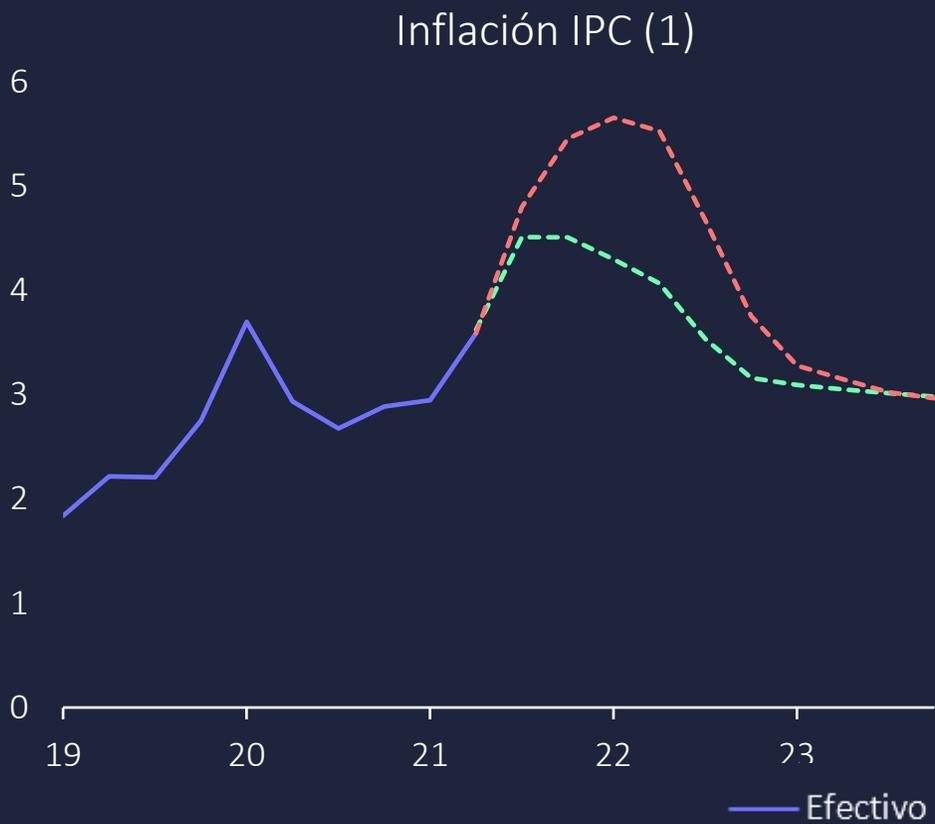


(1) Precios efectivos corresponden al promedio de cada año. Línea punteada corresponde a las proyecciones 2021-2023 contenidas en el IPoM de septiembre del 2021. (2) Precio promedio entre el petróleo WTI y Brent.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

La inflación anual culminará este año en 5,7%, permaneciendo por sobre 5% durante la primera mitad del 2022. El IPC subyacente alcanzará su máximo hacia mediados del 2022.



### Proyección de inflación (variación anual, porcentaje)

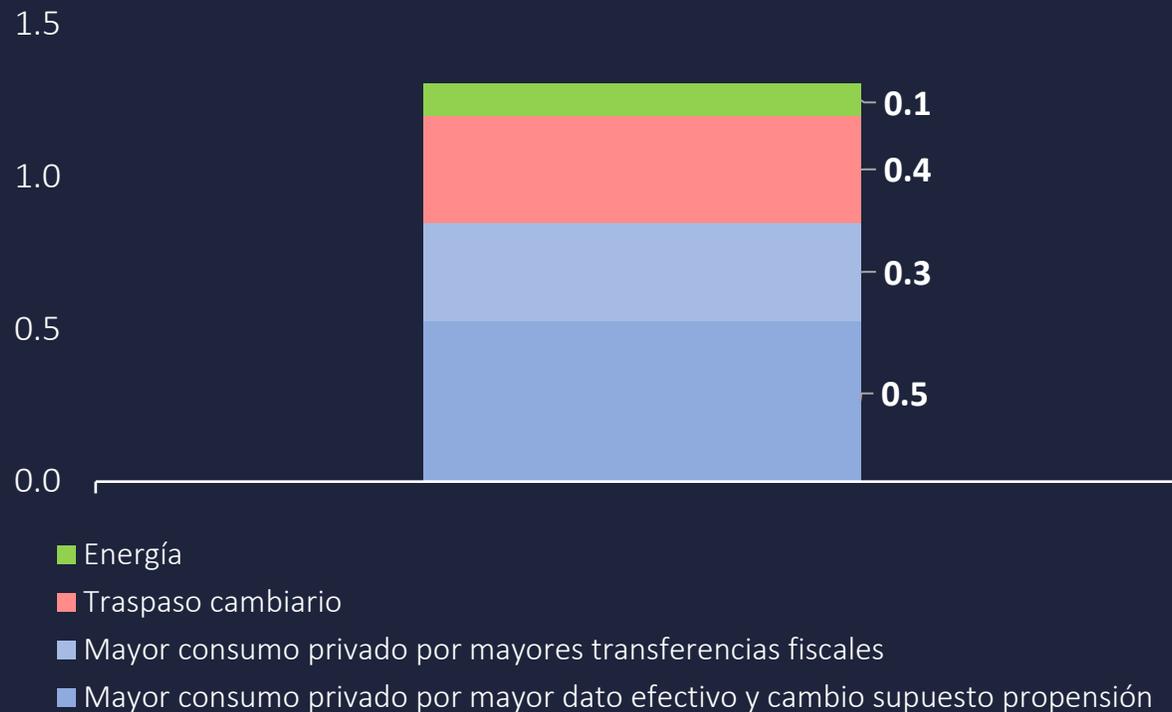


(1) Líneas segmentadas corresponden a la proyección en el respectivo IPoM. (2) Medida por el IPC sin volátiles.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

# Estos factores de demanda llevan a corregir significativamente al alza las proyecciones de inflación, pero no son todo.



Incidencias en la revisión de la proyección de inflación a diciembre 2021 (\*)  
(puntos porcentuales)



Los principales factores detrás de la mayor inflación proyectada a diciembre 2021 son:

- ➔ Mayor crecimiento previsto del consumo
- ➔ La depreciación idiosincrática que ha acumulado el peso en los últimos meses
- ➔ El aumento del precio de los combustibles
- ➔ Una oferta que no ha logrado recuperarse completamente

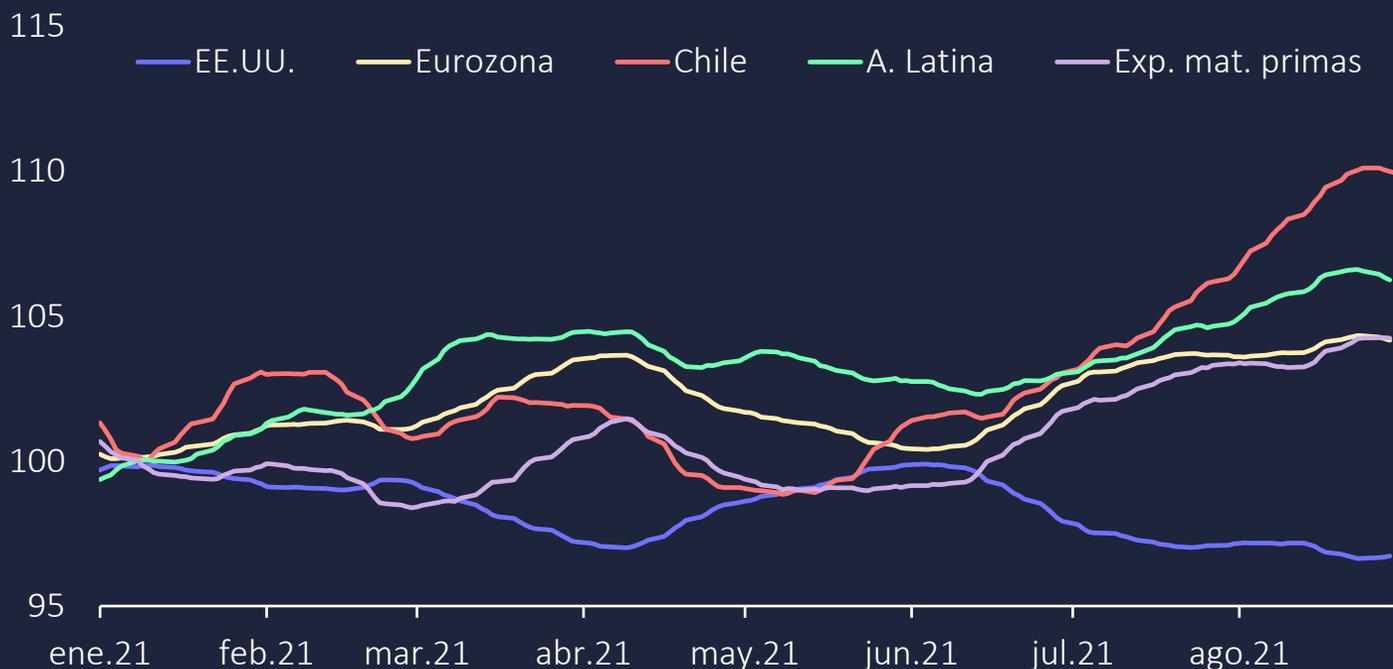
(\*) Construido considerando la proyección para la inflación del IPC total del IPoM de junio y de septiembre del 2021. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

# El peso chileno se ha convertido en una de las monedas que más se ha debilitado en los últimos meses en el mundo



## Monedas (1)(2)

(índice 4 de enero 2021=100)



(1) Promedios móviles de 15 días de los respectivos índices. (2) Para América Latina considera el promedio simple entre los índices de Brasil, Colombia, México y Perú, mientras que, para exportadores de materias primas, el promedio simple entre los índices de Australia y Nueva Zelanda.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

La depreciación del peso ha tenido un carácter idiosincrático, pues:

- ➔ Ha sido transversal respecto de diferentes grupos de monedas, superando a países de la región y economías comparables.
- ➔ Ha sido mayor a lo que sugieren sus fundamentos de corto plazo.
- ➔ Ello significará un traspaso cambiario a los precios superior al promedio.

**+\$70**

desde mediados de abril 2021  
(anuncio 3er retiro de fondos  
previsionales)

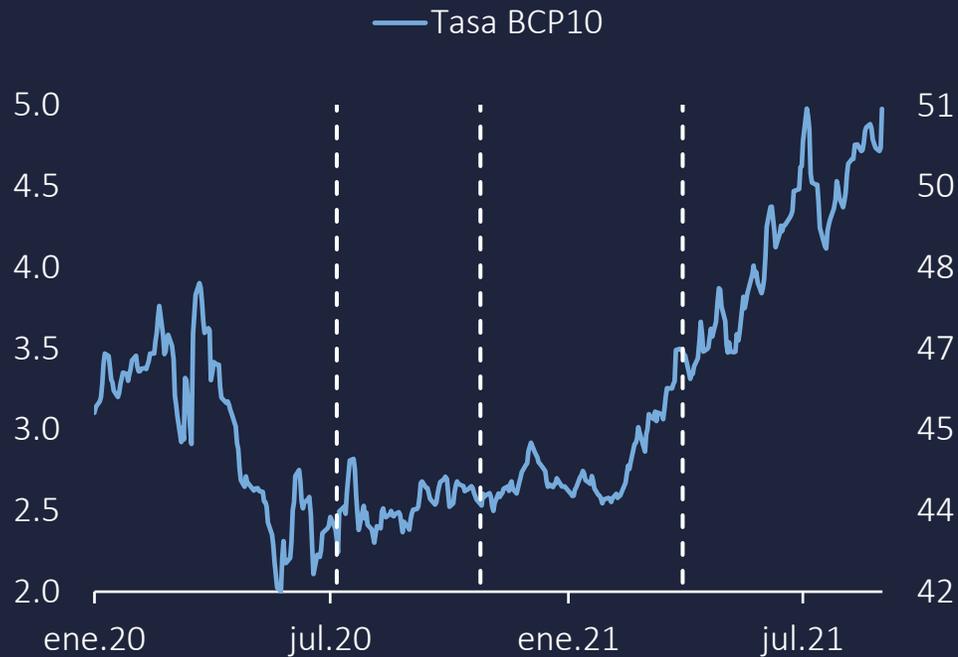


**DÓLAR**

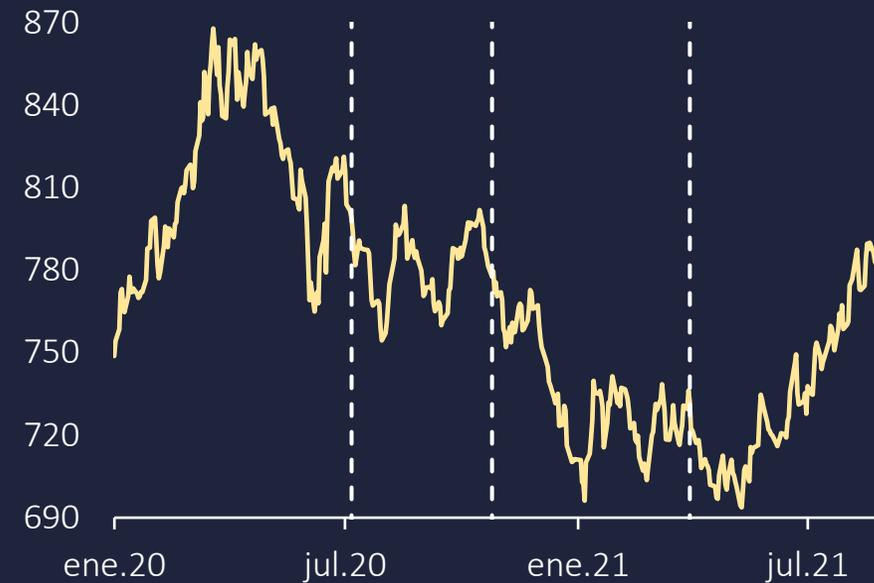
# La liquidación de ahorro de largo plazo debido a los sucesivos y masivos retiros de fondos previsionales, sumado al deterioro de las cuentas fiscales, han llevado a una adversa evolución de las variables financieras locales.



Tasas de interés (1)  
(porcentaje; miles de pesos)



Tipo de cambio nominal (1)  
(pesos por dólar)



(1) Líneas verticales corresponden al inicio de la discusión en la Cámara de Diputados (aprobación de la idea de legislar) de los tres retiros de fondos previsionales. (2) Datos semanales.

Fuentes: Banco Central de Chile.

Las expectativas a corto plazo han aumentado significativamente. A dos años plazo la EEE está en 3% anual, mientras que la EOF subió.



### Compensaciones inflacionarias y seguros de inflación

(variación anual, porcentaje)



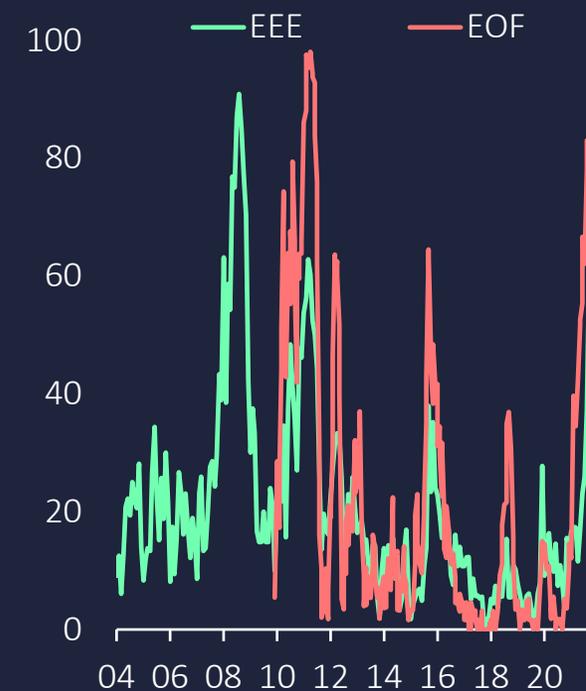
### Encuestas: Expectativas de encuestas (\*)

(variación anual, porcentaje)



### Encuestas: Expectativas sobre 3% a 2 años plazo

(porcentaje de respuestas)



(\*) En el caso de 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. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

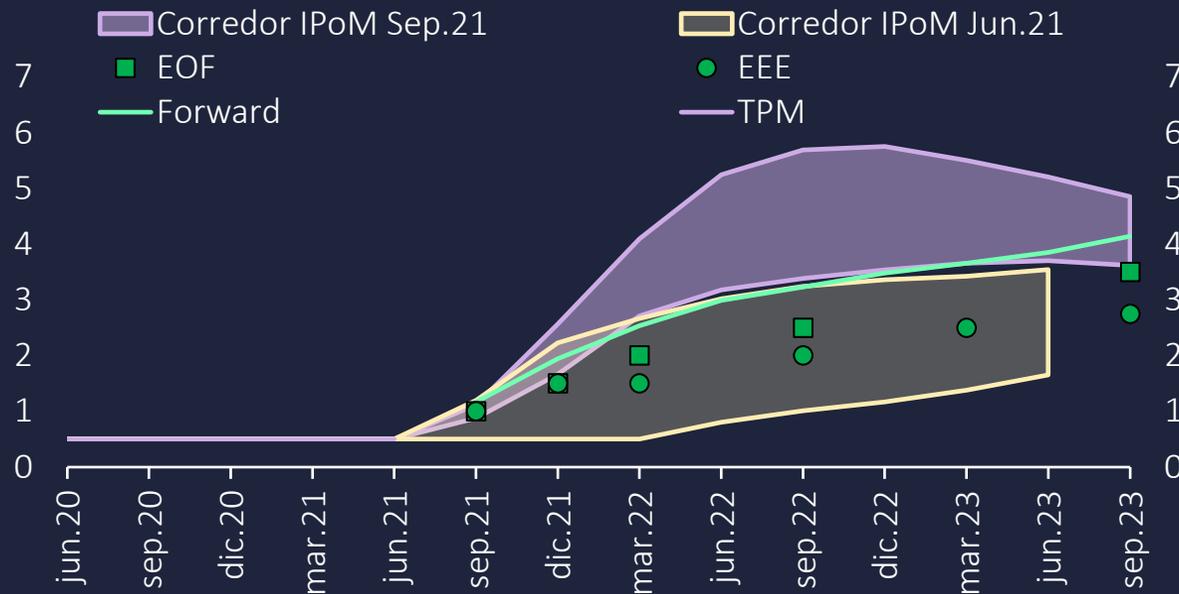
Fuentes: Banco Central de Chile, ICAP y Tradition Chile.

# Las presiones inflacionarias se han incrementado considerablemente desde el último IPoM.



## Corredor de TPM (\*)

(porcentaje)



(\*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020. Incluye la EOF publicada el 26 de agosto, la EEE publicada el 10 de agosto y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre (cierre estadístico). 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). Fuente: Banco Central de Chile.

➔ Mayor impacto y aumento de los estímulos a la demanda.

➔ Shock de riesgo local tiene consecuencias cambiarias más persistentes y más inflacionarias

➔ Escenarios de sensibilidad asociados a mayores presiones sobre los precios, en un contexto de mayor dinámica de las expectativas de inflación



**INFORME DE POLITICA MONETARIA**  
SEPTIEMBRE 2021

[bcentral.cl](https://www.bcentral.cl)



El mercado laboral ha ido aumentando el número empleos creados, especialmente asalariados formales. Eso sí, aún se observan diferencias importantes entre sectores.



### Empleo asalariado formal

(índice, promedio 2019=100)



### Empleo sectorial

(índice, 2019=100, series desestacionalizadas)

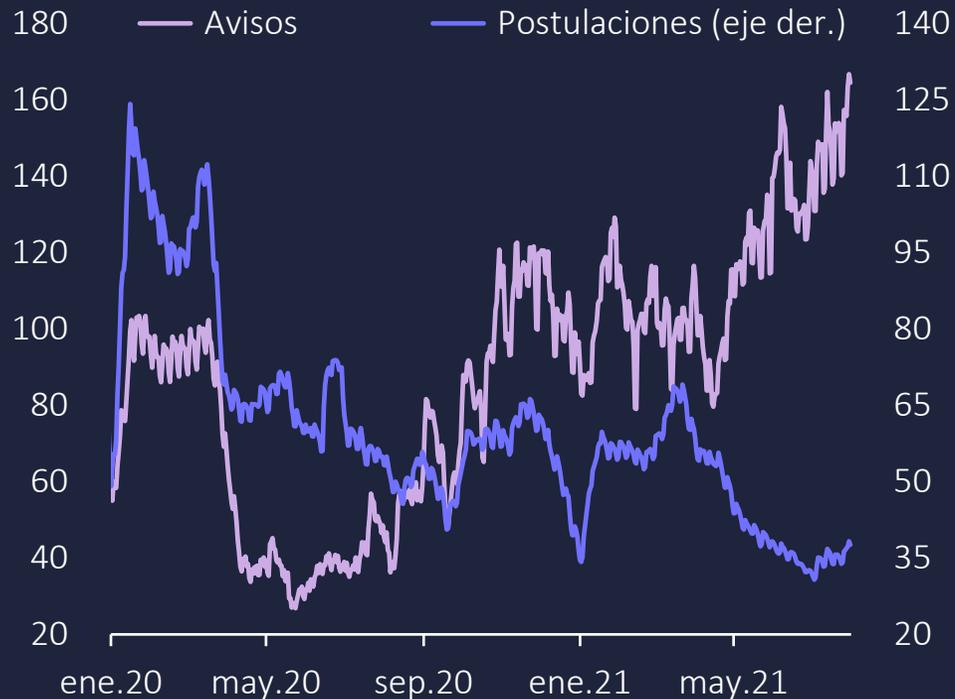


(1) Corresponde a la suma de servicio doméstico, empleadores y familiar no remunerado. (2) Corresponde a la suma de Actividades de alojamiento y de servicio de comidas, servicios comunales, servicios financieros y transporte. Fuente: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

Sin embargo, no están siendo cubiertas totalmente por la escasez de oferta de mano de obra.

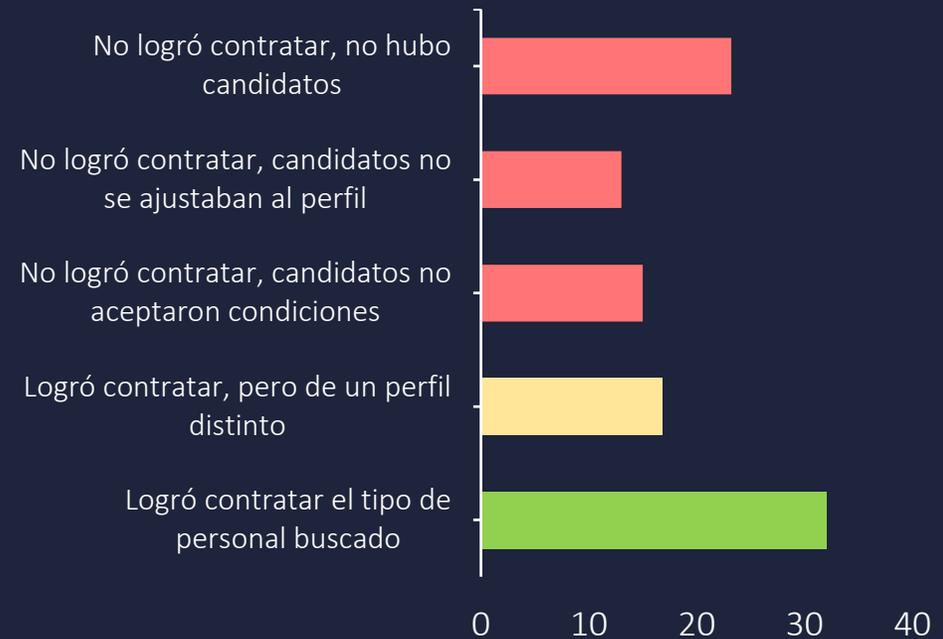


Avisos laborales y postulaciones en Internet  
(índice, base 100=03/03/2020, promedio móvil de 15 días)



IPN agosto: Entre las empresas que han realizado búsquedas. en general, ¿qué sucedió con la búsqueda de trabajadores?

(porcentaje del total de quienes respondieron que habían buscado trabajadores durante el 2021)

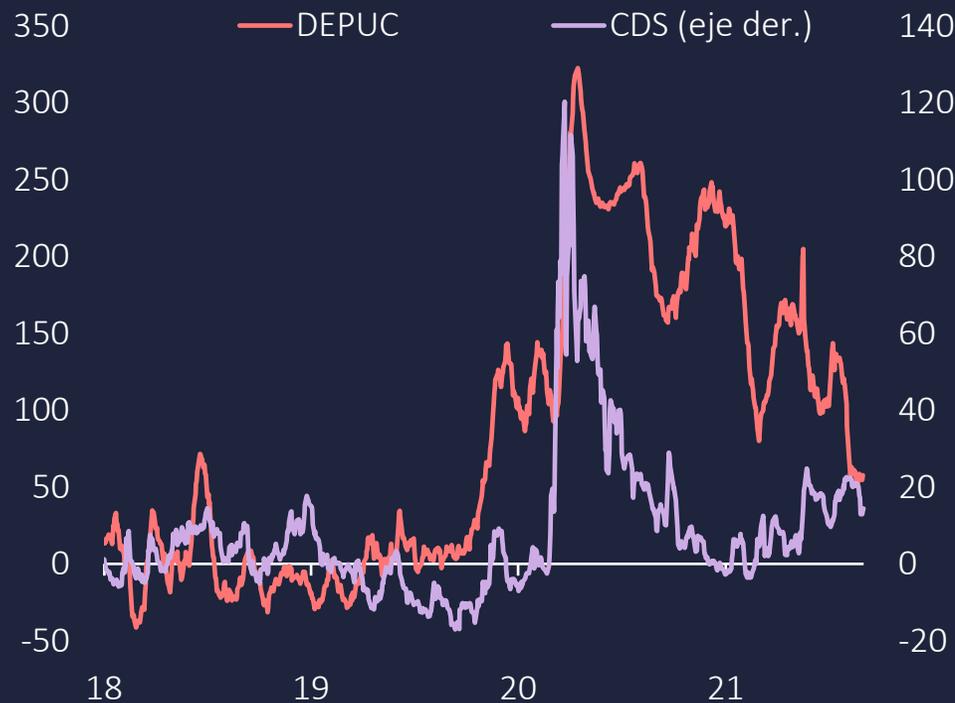


Tras dejar atrás la parte más álgida de la pandemia, la incertidumbre ha descendido menos que en otras economías y sigue por sobre los niveles previos al inicio de la crisis social.



### Índice diario de incertidumbre económica y política (DEPUC) y CDS 5 años (\*)

(diferencial respecto de prom. 18-3T.19, índice 1 de enero 2012=100; diferencial respecto de prom. 18-3T.19, puntos base)



(\*) Para el DEPUC corresponde a la media móvil de 30 días.

Fuentes: Becerra y Sagner (2020), Bloomberg y Banco Central de Chile.

IPN agosto: pensando en el desempeño de su empresa durante los próximos 12 meses, ¿cuán preocupado se encuentra por las siguiente situaciones?

(porcentaje del total de respuestas que se manifiesta “Muy preocupada(o)”)

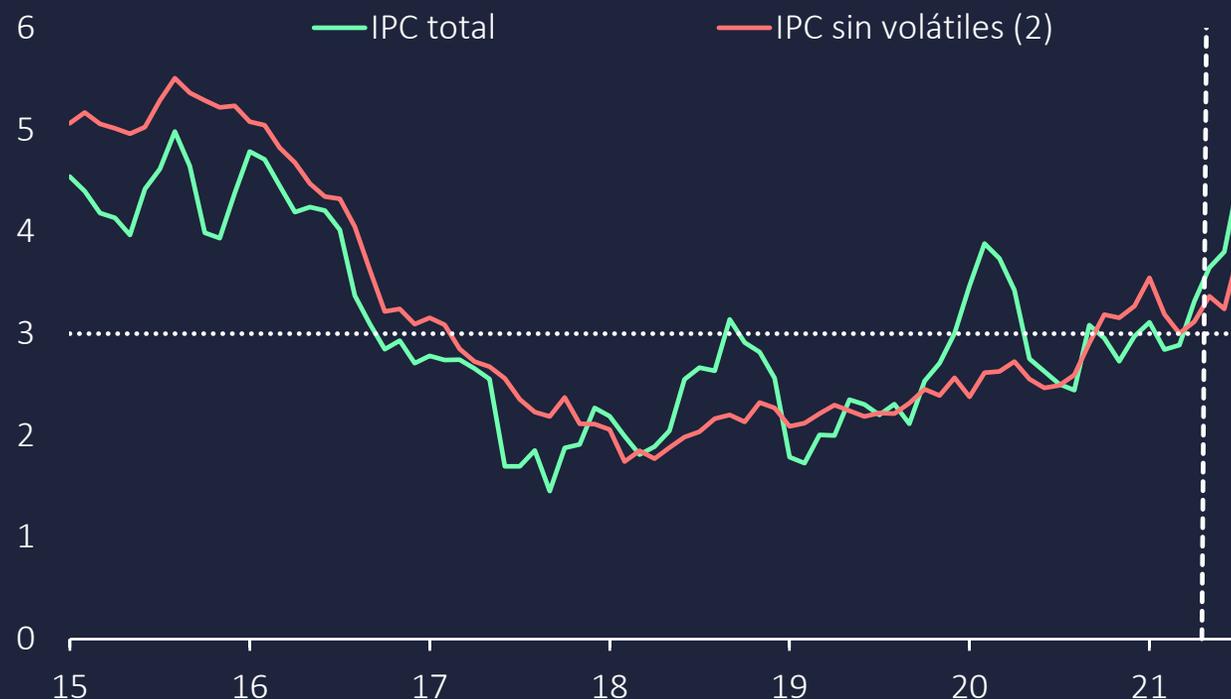


Estas dinámicas han llevado a la inflación por sobre lo previsto en el IPoM de junio, impulsada principalmente por los precios de bienes altamente demandados.



## Inflación total y subyacente (1)

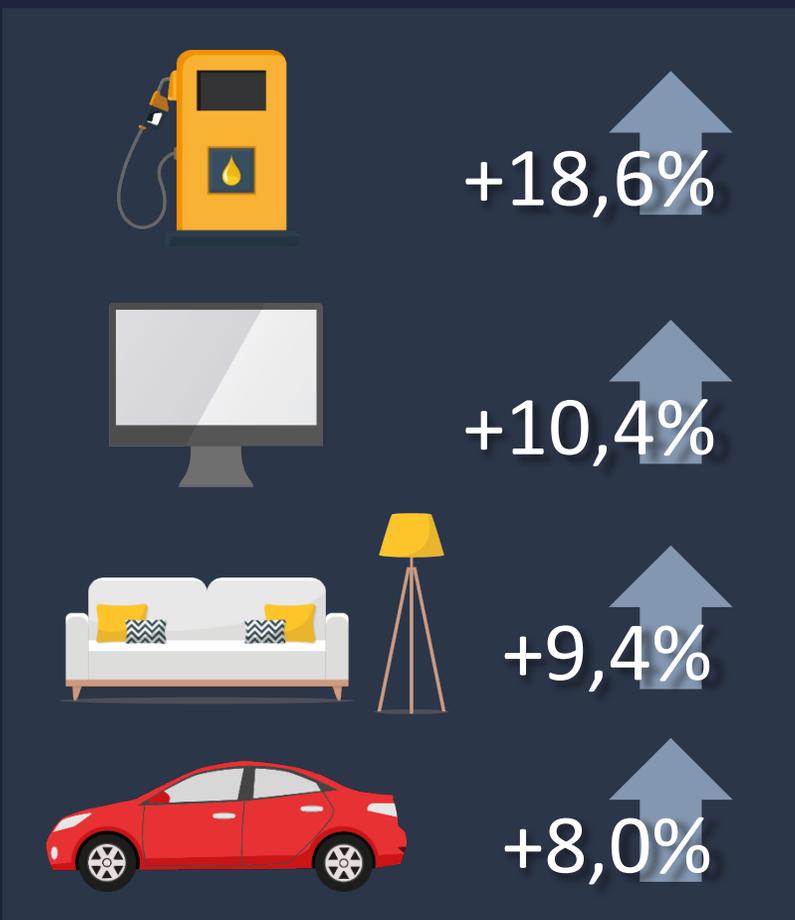
(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2021. (2) IPC sin volátiles tiene una participación de 65,1% en la canasta del IPC total. Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#).

## Alzas de precios a julio 2021

(variación anual, porcentaje)



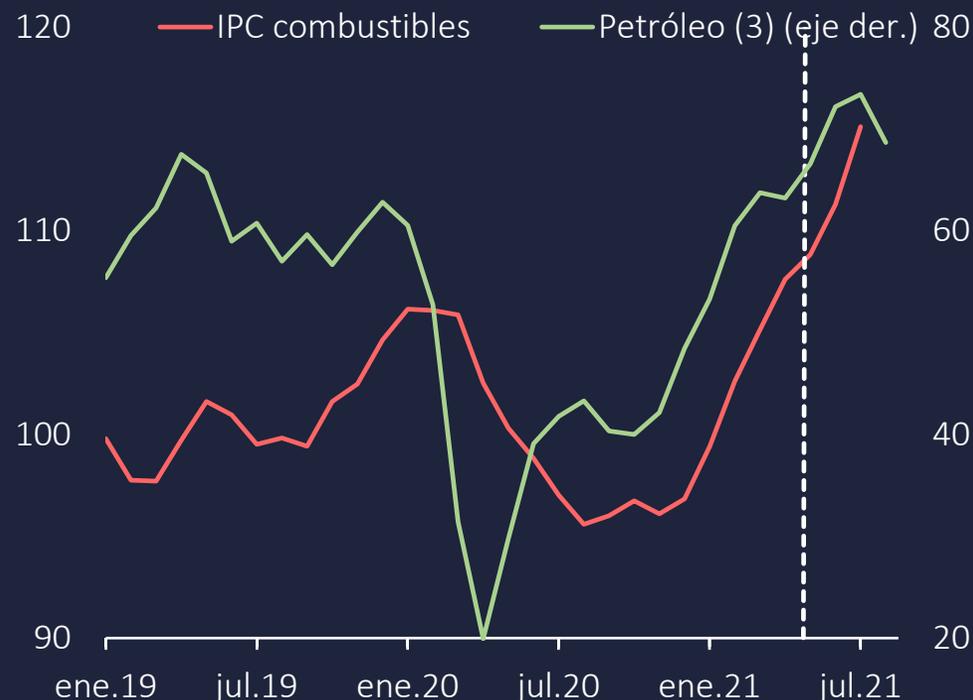
La inflación de los servicios subyacentes también ha subido, en especial al excluir los ítems administrados e indexados. En los volátiles destaca la nueva alza de los combustibles.



IPC servicios sin volátiles (1)  
(variación anual, promedio porcentaje)



IPC de combustibles y precio del petróleo (2)  
(índice, base 2018=100; dólares por barril)



(1) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (2) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2021. (3) Precio promedio entre el barril de petróleo Brent y WTI.

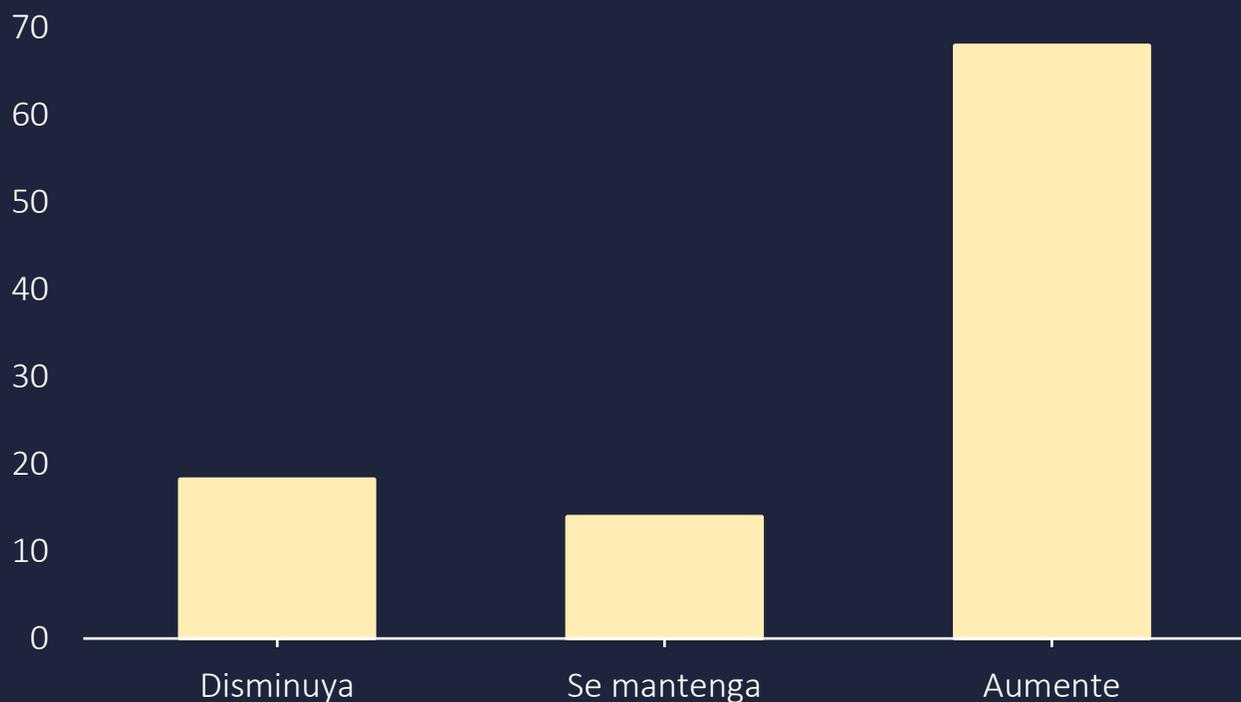
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg e Instituto Nacional de Estadísticas.

Acompañado de una mayor disposición de las empresas a traspasar a precios estas mayores presiones de costos.



IPN: Durante los próximos 3 meses, ¿qué espera que suceda con el precio al que vende sus productos o servicios?

(porcentaje del total de respuestas)



Fuente: Encuesta de Percepciones de Negocios (EPN), Agosto 2021.

## IPN agosto:

Las presiones de costos —tanto por el lado de los insumos como laborales— están comenzando a traducirse en mayores precios de venta o perspectivas de aumentos en el futuro cercano.

“

*“Al principio nos demoramos entre 3 a 4 meses en subir los precios, pero después la revisión de tarifas se volvió más frecuente”  
(Gerente de automotora)*

”

