

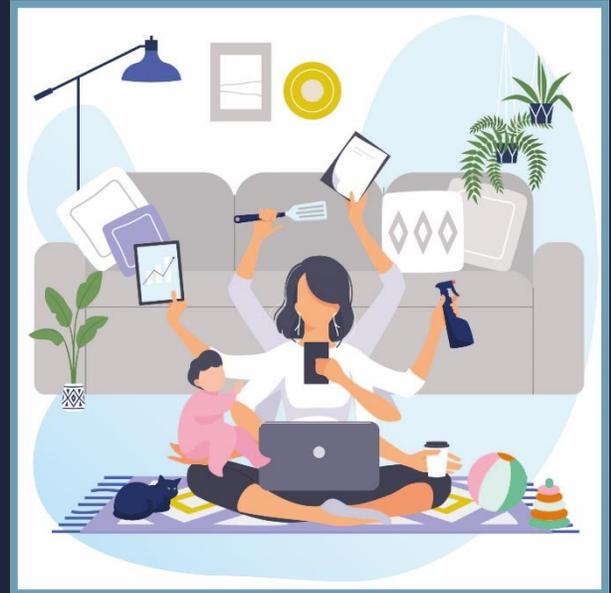
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2021

PABLO GARCÍA, CONSEJERO



¿Qué nos dice este IPoM?



La economía está creciendo fuertemente, impulsada por las políticas públicas, la capacidad para adaptarse a las nuevas circunstancias y el control de la pandemia.

No obstante, es importante que el crecimiento del consumo no llegue a un punto en que haga subir la inflación, porque eso perjudicaría especialmente a las personas de menores ingresos.

El Banco Central está tomando medidas para evitar alzas desmedidas de la inflación y así cuidar el bolsillo de las personas.

Una economía más estable y una inflación controlada ayudarán a resolver los problemas que deja la crisis, como el empleo de las mujeres o la recuperación de los ahorros del país.

¿Por qué una inflación elevada perjudica a las personas?



1 Con la misma cantidad de dinero alcanzará para comprar menos bienes y servicios.

2 Pero también una inflación elevada genera una mayor incertidumbre



➔ Las personas podrían adelantar compras por temor a que los precios sigan subiendo...

➔ ...o las empresas podrían postergar sus inversiones ante un panorama de inestabilidad.



ESTO INCIDE DIRECTAMENTE EN EL
CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA

Y afecta principalmente a quienes tienen menos ingresos...

➔ Habitualmente, porque mantienen su dinero en efectivo y no en alguna forma de ahorro, como un depósito, que les permita ganar intereses y así evitar que sus ingresos pierdan valor.

➔ La capacidad de ahorro disminuye, pues con una inflación más alta también sube la fracción de los ingresos que las personas deben destinar al consumo.



En la práctica, ¿cómo opera un cambio de la política monetaria sobre la economía?



Un ejemplo de como opera la TPM: Retiro del estímulo monetario

El mayor dinamismo de la actividad aumenta la inflación, alejándola de la meta de

3%...



El fuerte del aumento del consumo, la subida del dólar y un stock de productos que sigue afectado por la pandemia está provocando problemas en la economía...

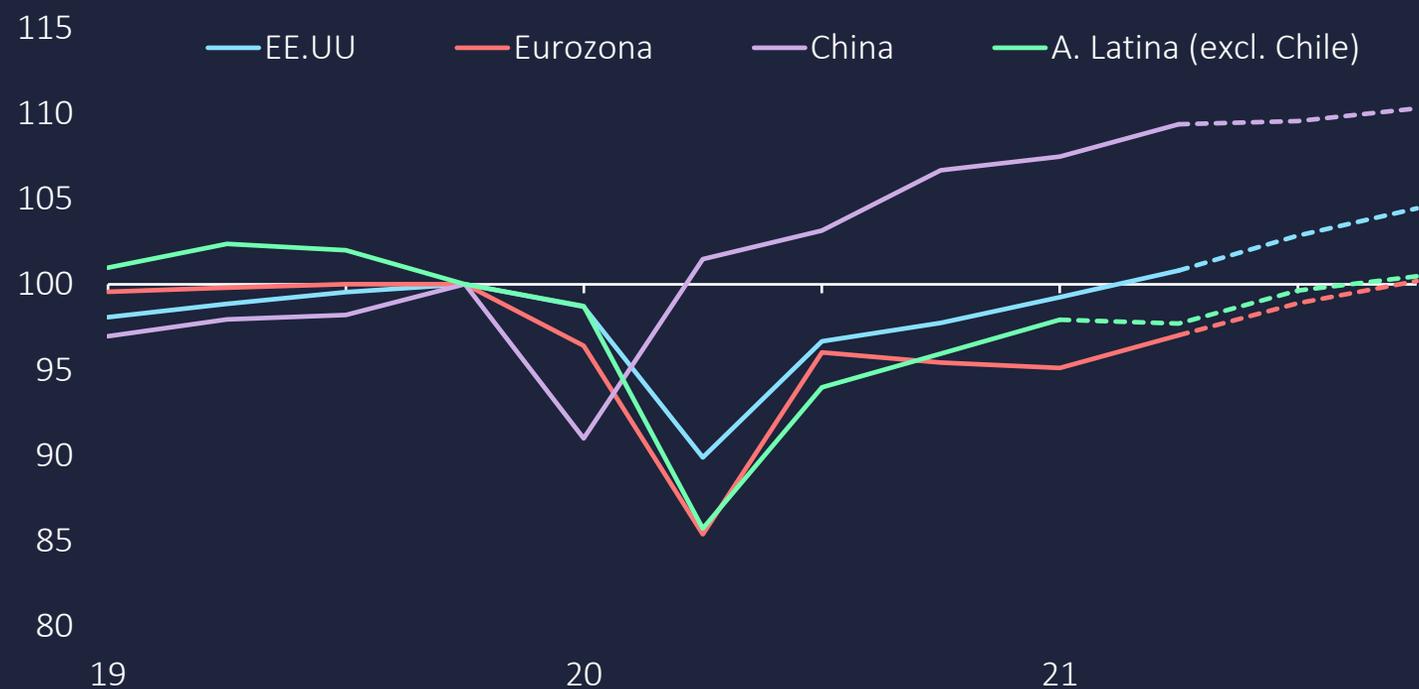


Las cifras de actividad mundial han seguido recuperándose, aunque a ritmos diferentes.



PIB trimestral efectivo y proyecciones (*)

(índice IVT.19 = 100)



(*) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones a partir del tercer trimestre del 2021, a excepción de América Latina, donde parten en el segundo trimestre del 2021.

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



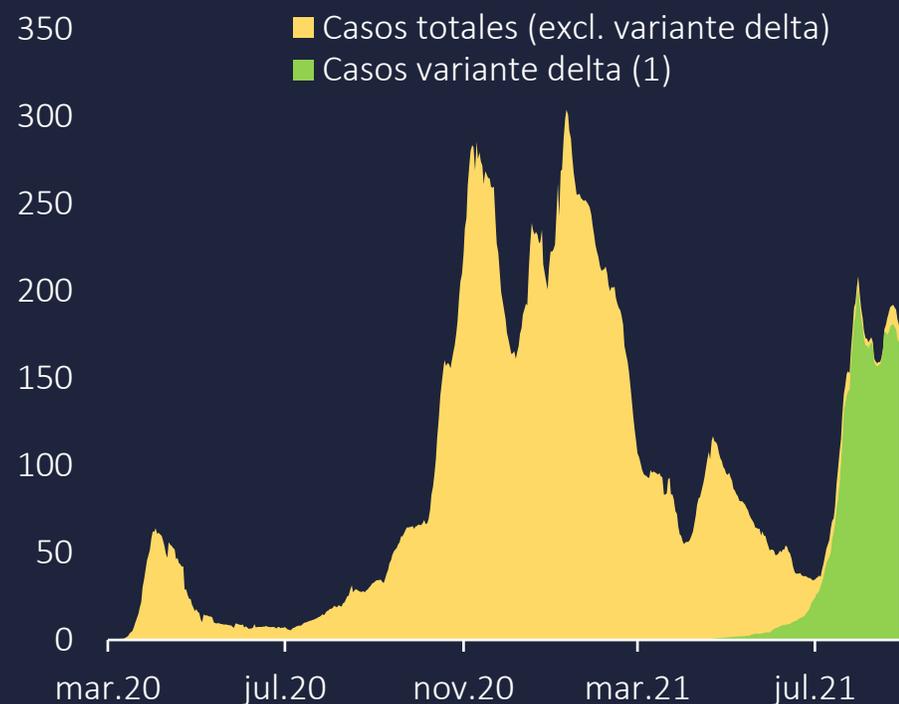
Destacan la mayor fortaleza en el desempeño de los servicios en economías como EE.UU. y la Eurozona.

Sin embargo, la expansión de la variante delta a nivel mundial y el desigual avance de los planes de vacunación ponen una nota de cautela.



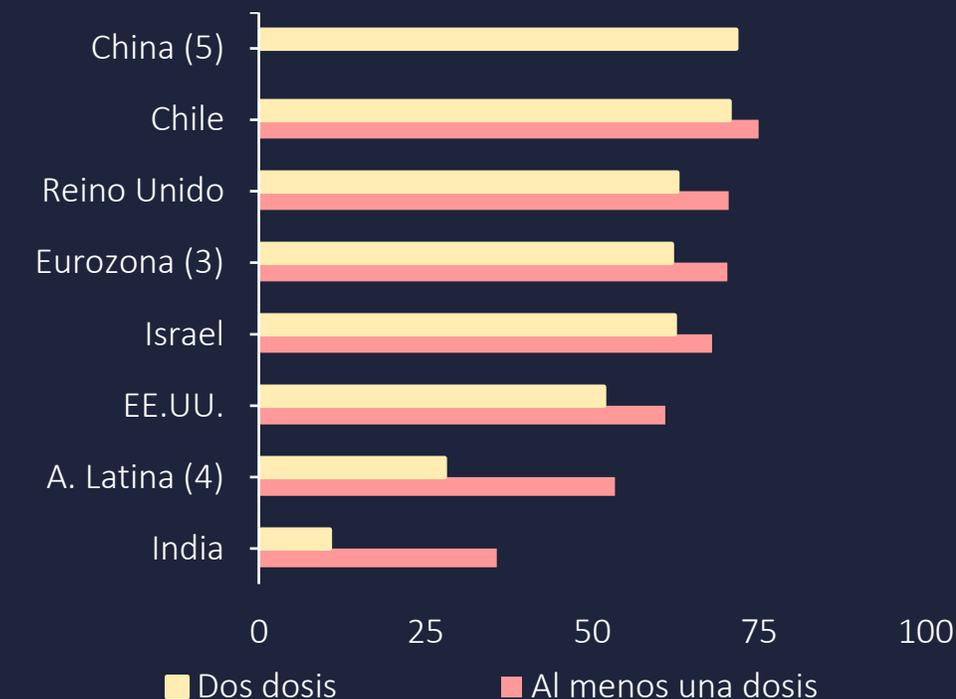
Nuevos casos diarios de Covid-19

(casos por millón de habitantes)



Avance proceso vacunación (2)

(porcentaje de población)



(1) Construido en base a nuevos casos totales diarios y la proporción de casos con variante delta encontrados a partir de las secuencias genómicas de Covid-19 realizadas en cada país. Corresponde a la mediana de un grupo de 14 países seleccionados por disponibilidad de la información (EE.UU, Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Portugal, Australia, India, Japón, Israel, Sudáfrica e Indonesia). (2) Porcentaje de población con al menos una dosis. Información al 26/08/2021. (3) Promedio ponderado por población entre Alemania, España, Francia e Italia. (4) Promedio ponderado por población entre Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú. (5) Corresponde a dato de dosis totales administradas dividido por dos. Fuentes: Banco Central de Chile en base a cifras de Our World in Data.

En Chile, la economía ha recuperado su nivel previo al inicio de la crisis social y la pandemia, con una rapidez inédita respecto de recesiones pasadas.



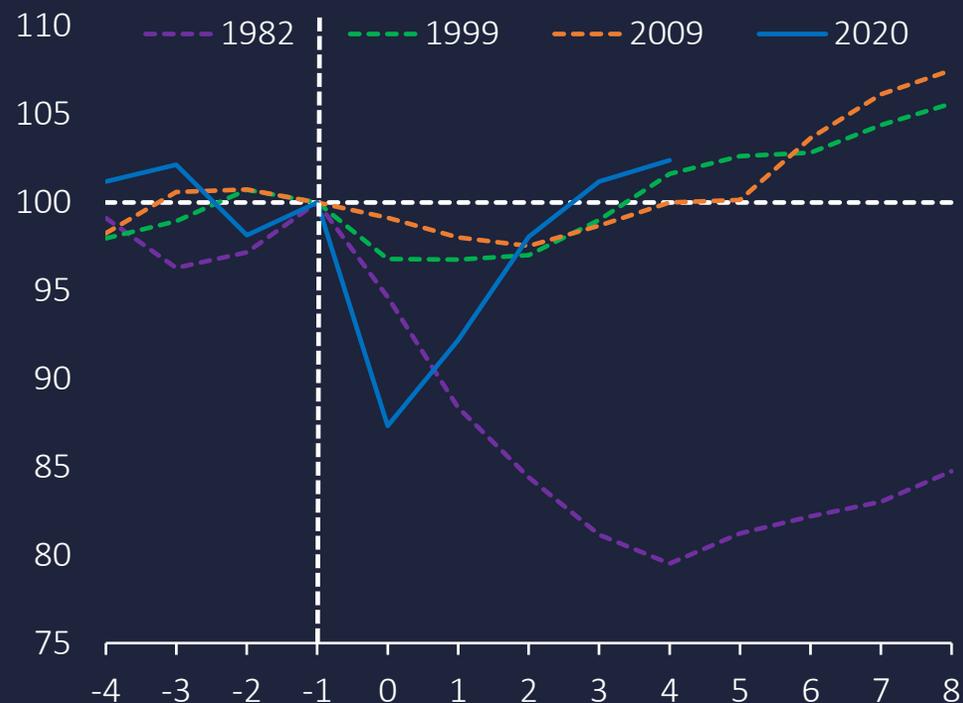
IMACEC sectorial

(nivel desestacionalizado, Sept. 2019=100)



PIB total en episodios de crisis (*)

(serie desestacionalizada, índice período -1=100)



(*) Períodos cero respectivos: 1981.4, 1998.4, 2008.4, 2020.2.

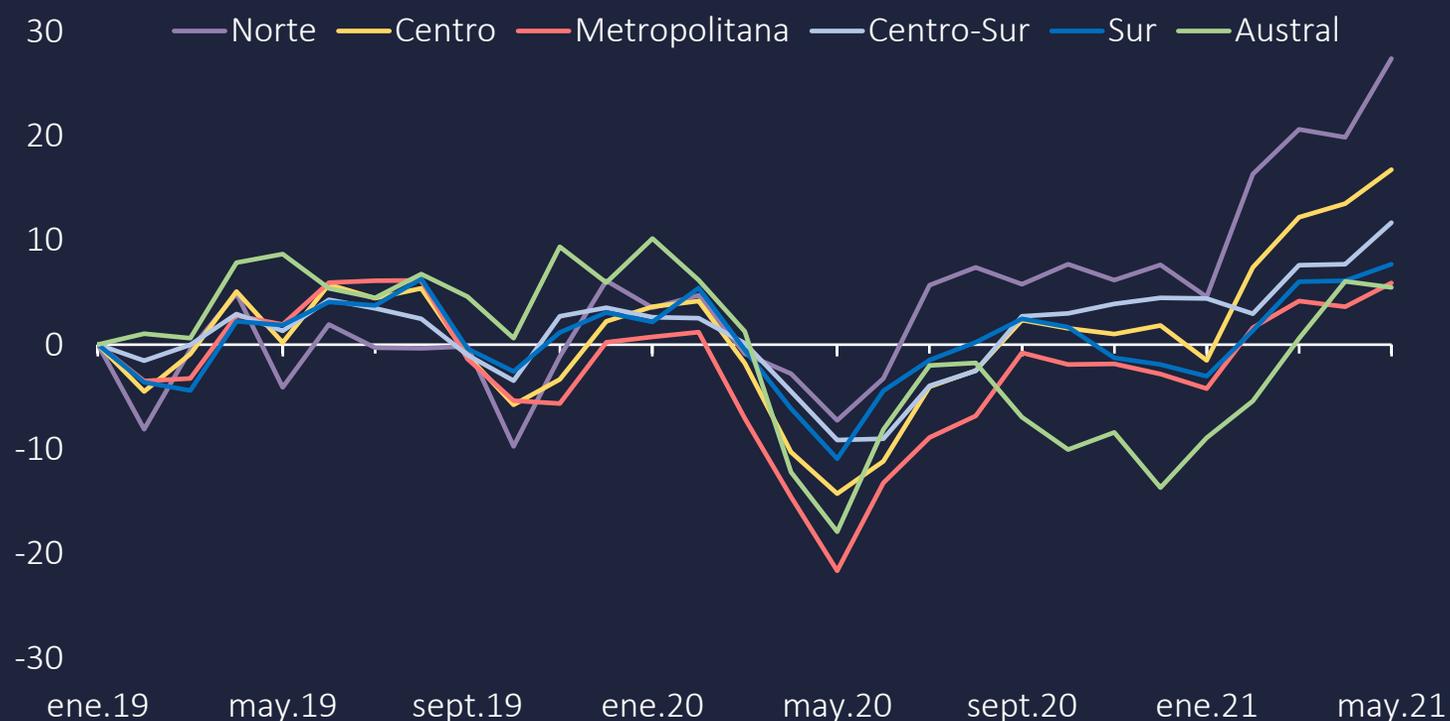
Fuente: Banco Central de Chile.



La recuperación de la actividad ha sido transversal a lo largo del país, aunque con heterogeneidad entre las distintas zonas geográficas.

Ventas por Macrozona (*)

(escala logarítmica, enero 2019 = 0)



La información publicada en los últimos Informes de Percepciones de Negocios (IPN) señalaba que:

- ➔ **Noviembre 2020:** Información daba cuenta de una mejora de la actividad respecto del punto más bajo (2do trimestre). Bastante heterogeneidad entre regiones y sectores.
- ➔ **Agosto 2021:** Las empresas daban cuenta de una mejora de la actividad y perspectivas más favorables para el año, lo que se observaba en todas las Macrozonas.

(*) Para mayor detalle, ver Recuadro III.1, IPoM de septiembre 2021.

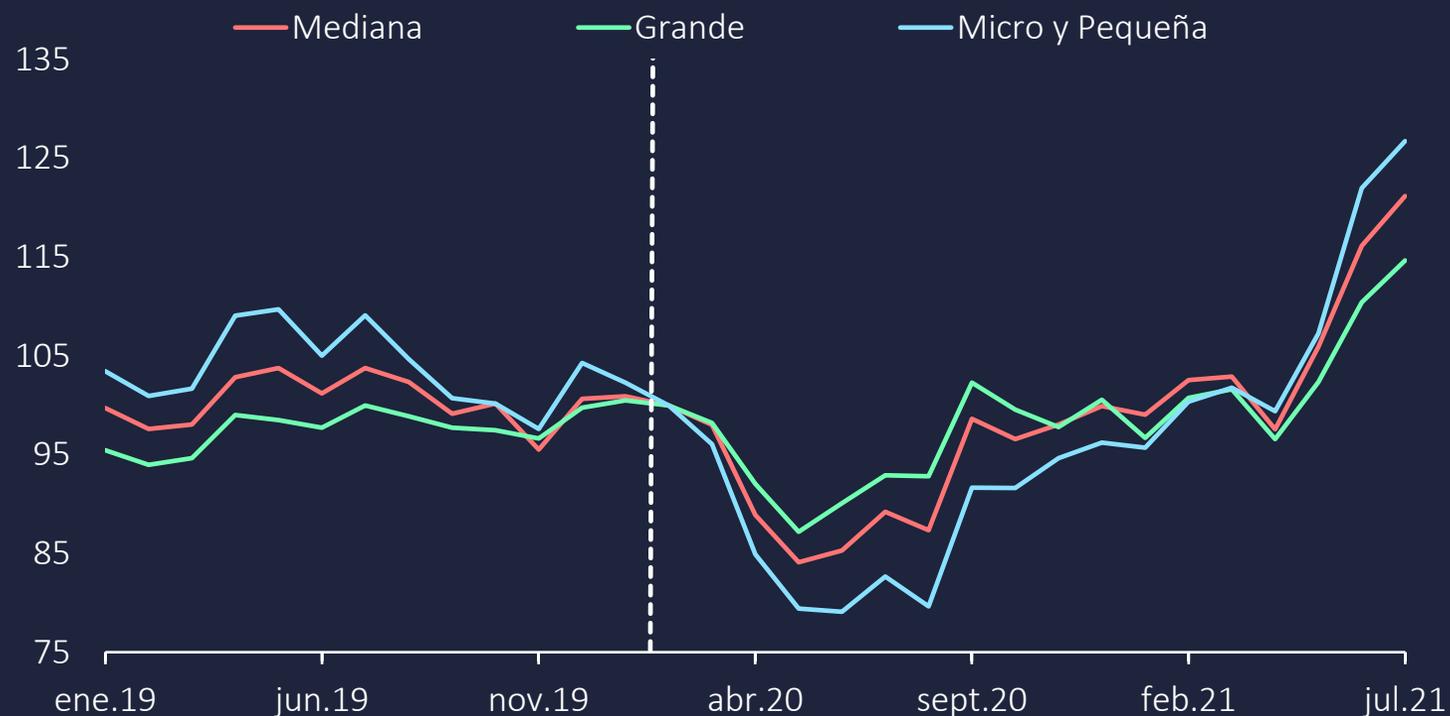
Fuente: Gonzalez y Luttini (2021) en base a información de la AFC y del SII.

A nivel de empresas, destaca que las de menor tamaño han tenido una recuperación mucho más marcada.



Ventas de firmas por tamaño de empresa (*)

(índice febrero 2020=100)



Las ventas de las empresas más pequeñas son las que más se han recuperado, ilustrando la efectividad de las políticas de apoyo al crédito y la apertura de la economía en los últimos meses.

(*) Línea vertical corresponde a las ventas de febrero del 2020. Para mayor detalle ver Capítulo V, IPoM de septiembre 2021.

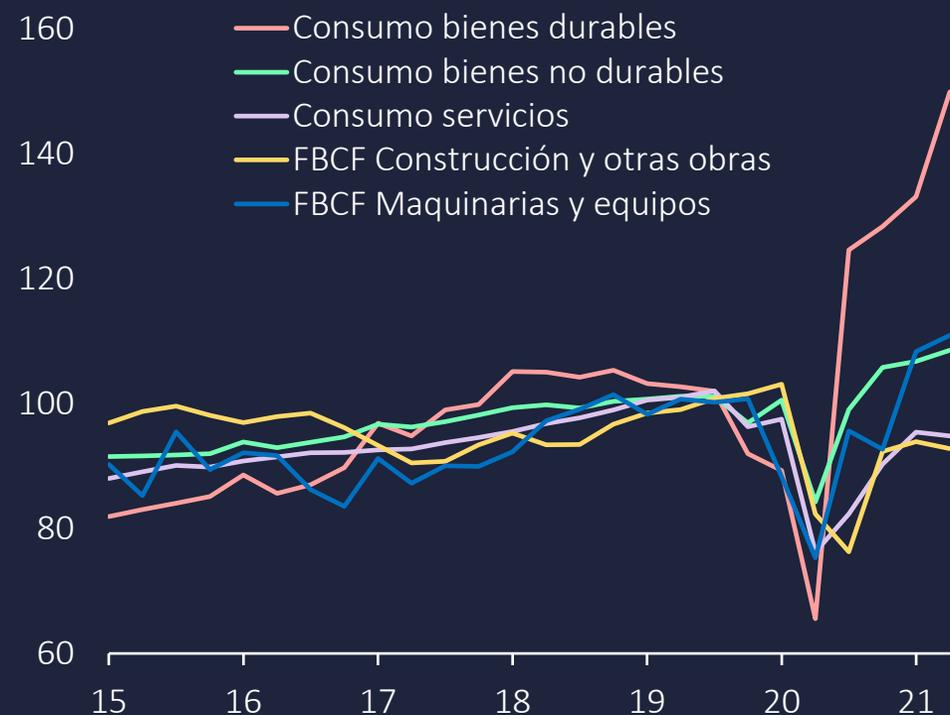
Fuentes: Banco Central de Chile y Servicio de Impuestos Internos.

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)

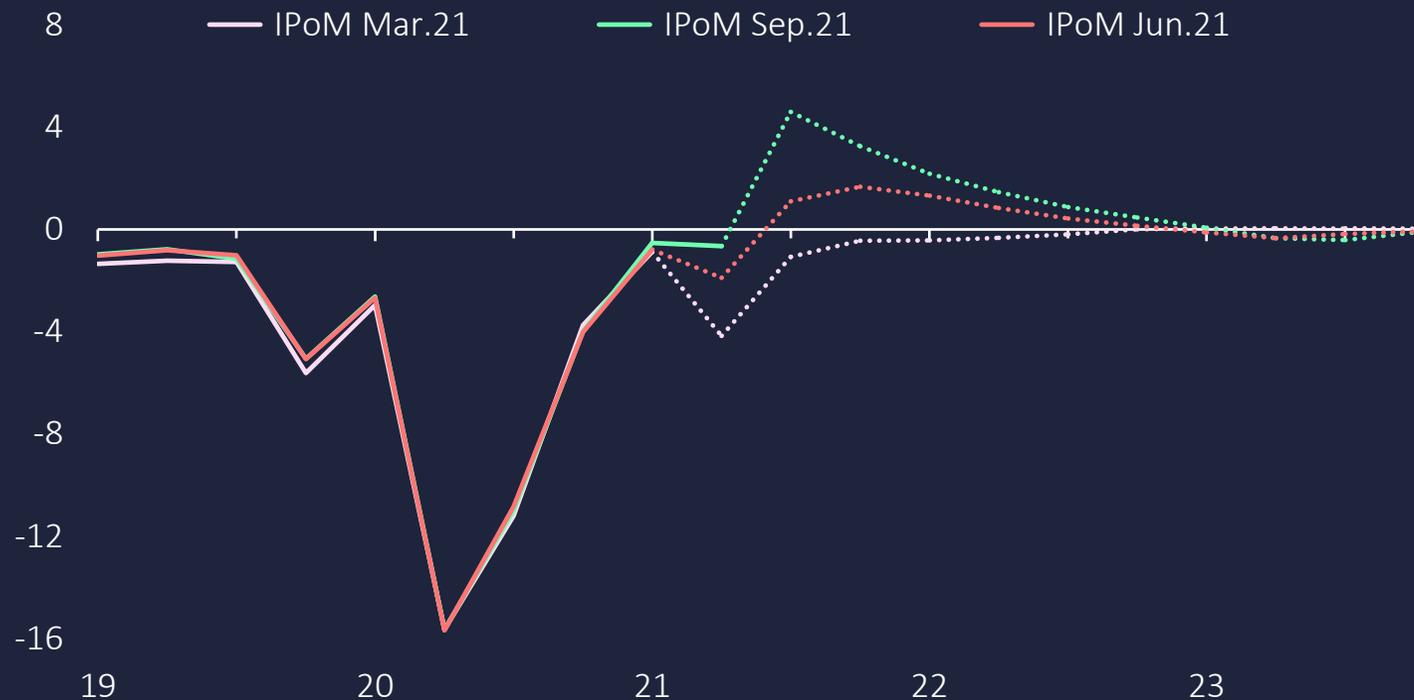


(*) Proyecciones contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas.
Fuente: Banco Central de Chile.

Esto provocó que la brecha de actividad se cerrara durante el segundo trimestre de este año, antes que lo previsto en junio.



Brecha de actividad (*)
(nivel, puntos porcentuales)



Hacia adelante se volverá positiva y posteriormente comenzará a descender a medida que el impulso al gasto disminuya.

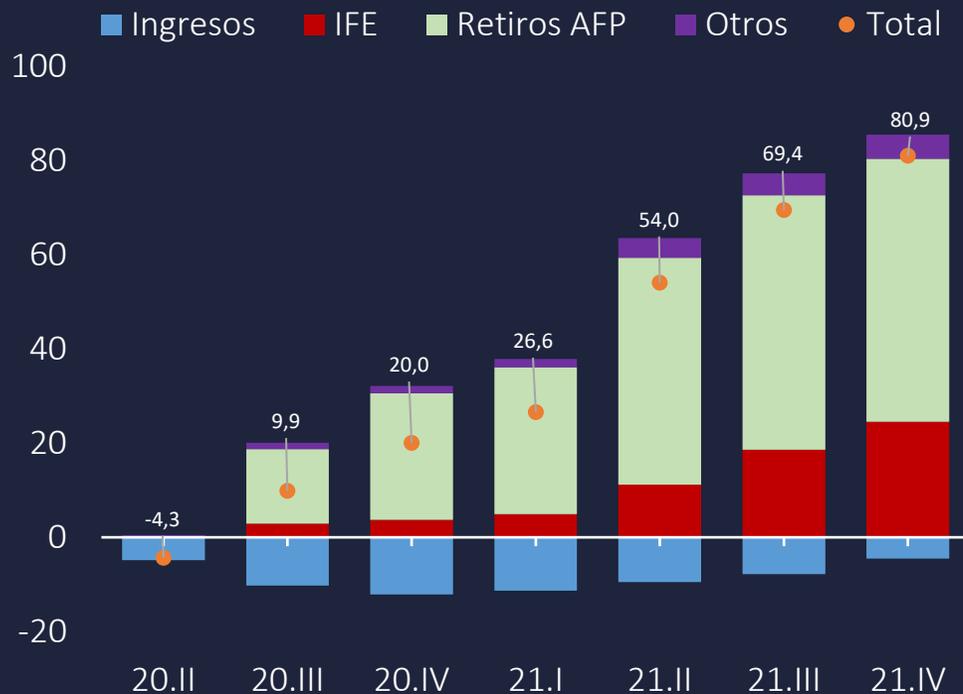
(*) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones de cada IPoM. Para la proyección de junio y septiembre se utilizan los parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Junio 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.

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.

De hecho, y pese al fuerte dinamismo del consumo, los datos del sistema financiero muestran que la liquidez de los hogares persiste muy elevada.



Componentes del M1 (*)

(índice enero 2008=1)



(*) Promedios.

Fuente: Banco Central de Chile.



El saldo acumulado en cuentas corrientes ha crecido considerablemente respecto de julio del 2020.

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)

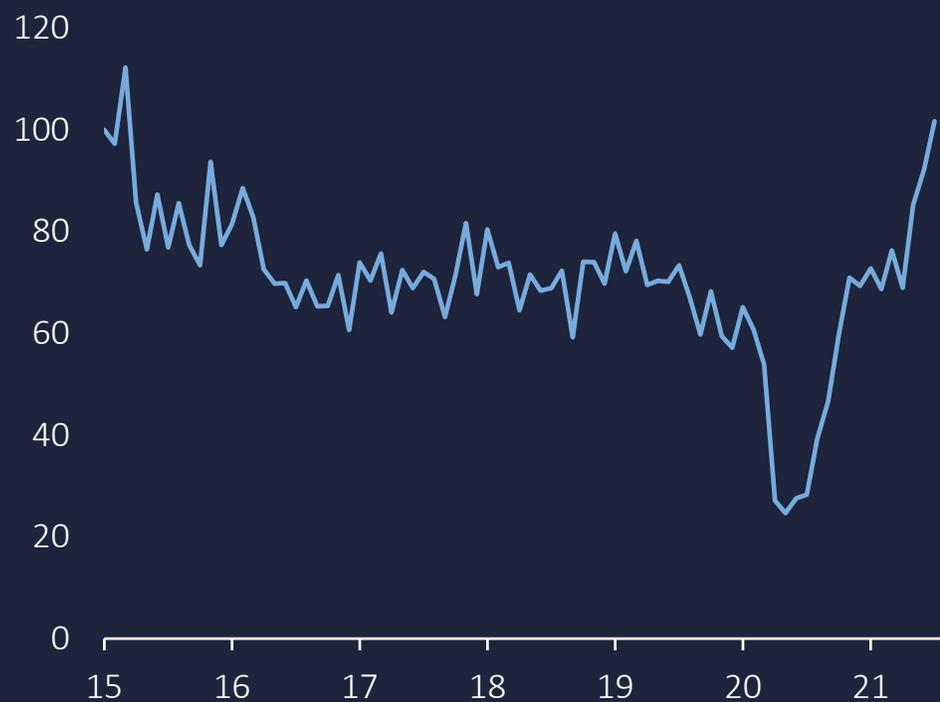


(1) Corresponde a la suma de servicio doméstico, empleadores y familiar no remunerado. (2) Corresponde a la suma de Actividades de alojamiento y de servicio de comidas, servicios comunales, servicios financieros y transporte. Fuente: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia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



Las vacantes han subido considerablemente en los últimos meses, al mismo tiempo que las expectativas respecto del empleo también repuntan.

Avisos laborales en Internet
(índice, promedio enero 2015=100)



Expectativas de empleo
(índices)

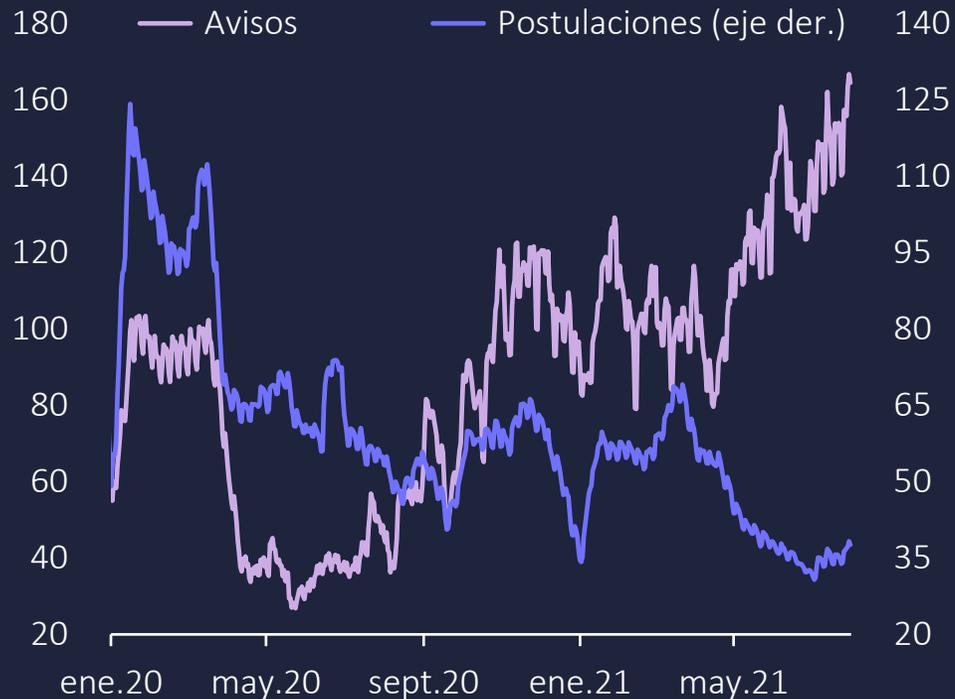


(1) Corresponde al promedio simple de las expectativas de empleo en los sectores de comercio, construcción e industria. (2) Corresponde a las expectativas sobre el nivel de empleo. Fuentes: Banco Central de Chile, GfK/Adimark y UAI/ICARE.

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

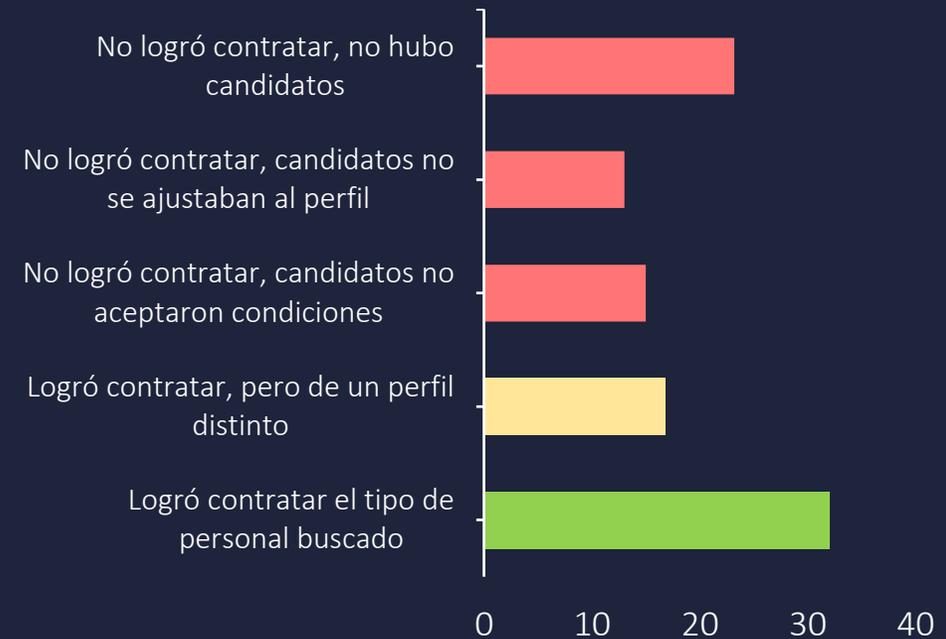


Avisos laborales y postulaciones en Internet
(índice, base 100=03/03/2020, promedio móvil de 15 días)



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)



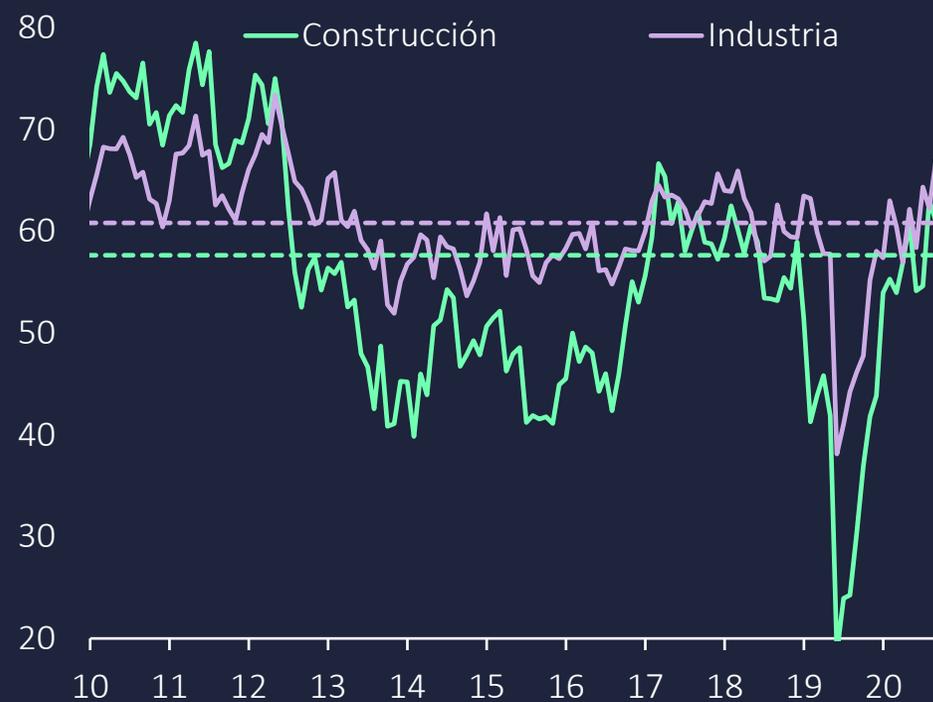
La combinación de una mayor demanda por trabajo y una oferta laboral contenida, es coherente con la reciente aceleración del crecimiento anual de los salarios nominales.



Salarios nominales (1)
(variación anual, porcentaje)



IMCE: Expectativas de salarios (2) (3) (4)
(índice de difusión)



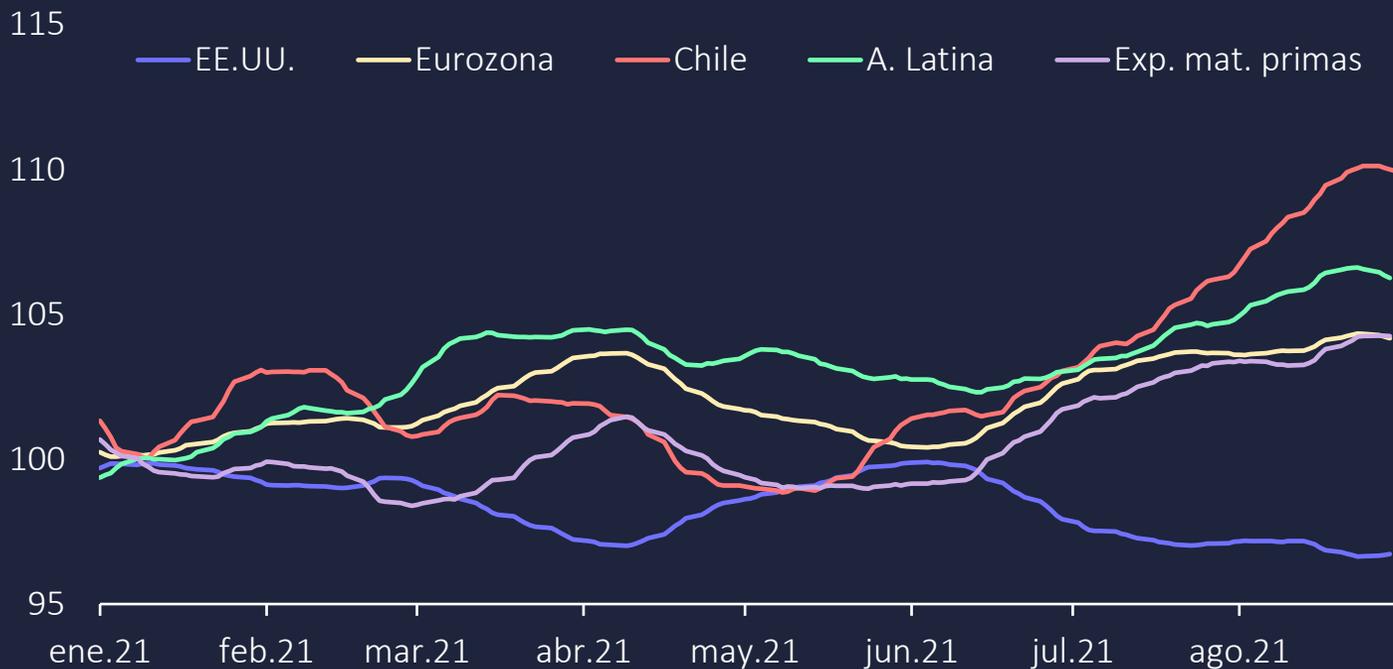
(1) Índice de remuneraciones e Índice de Costo de la Mano de Obra. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (2) Líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta mayo del 2021 para cada serie. (3) Las expectativas para salarios son a seis meses. Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

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)

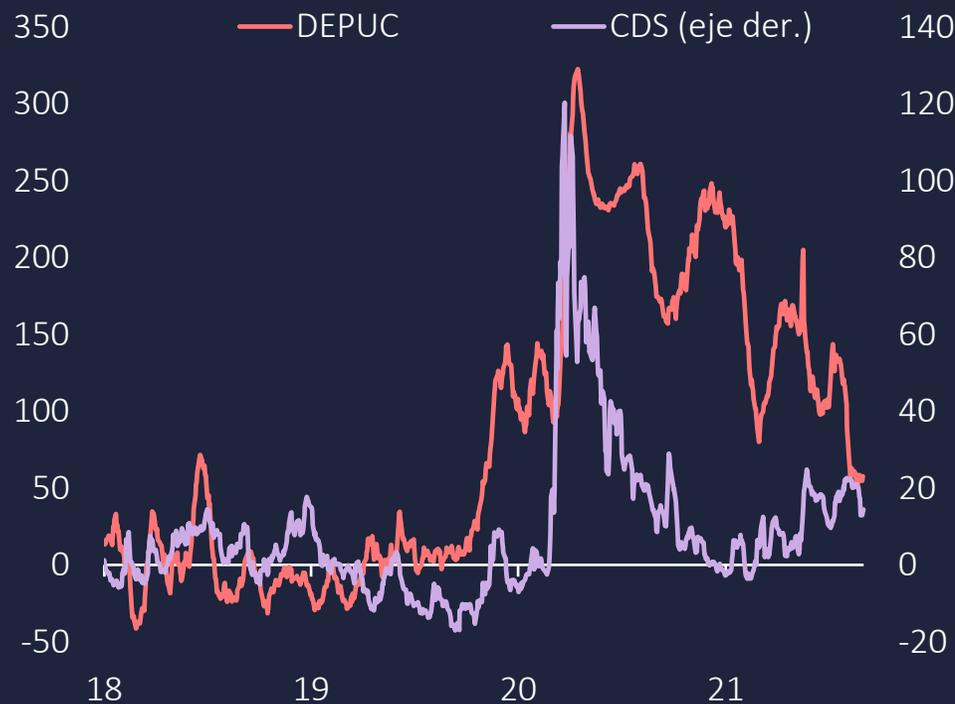


Tras dejar atrás la parte más álgida de la pandemia, la incertidumbre ha descendido menos que en otras economías y sigue por sobre los niveles previos al inicio de la crisis social.



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)”)

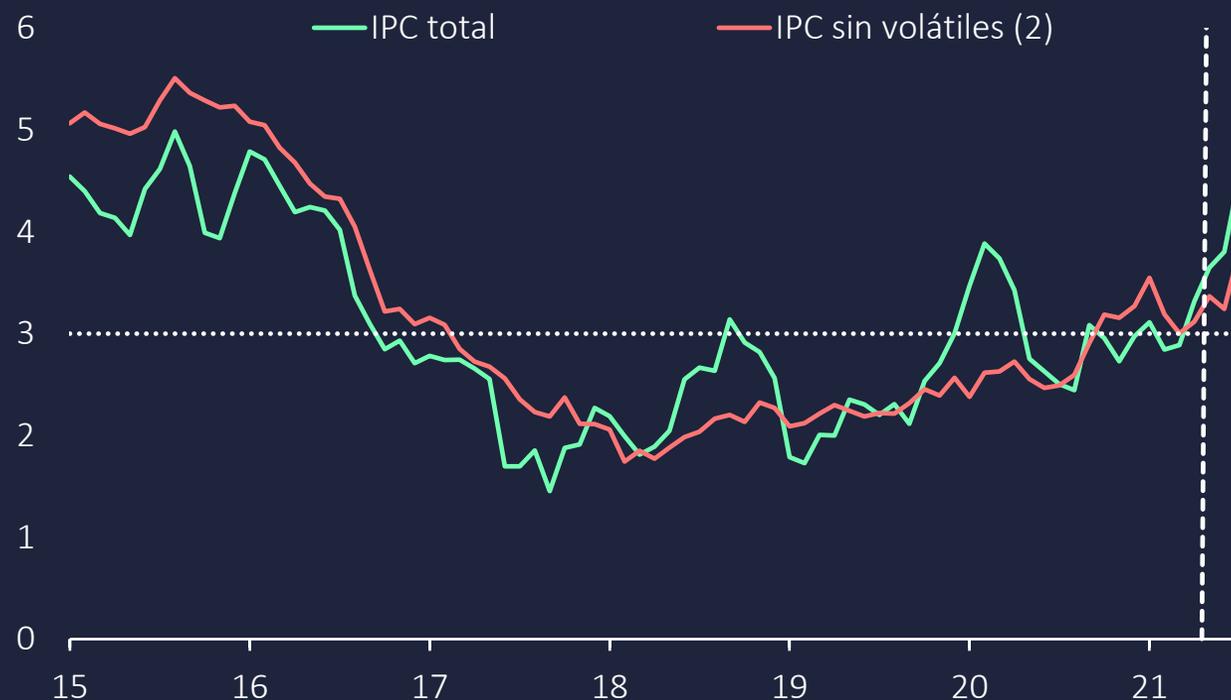


Estas dinámicas han llevado a la inflación por sobre lo previsto en el IPoM de junio, impulsada principalmente por los precios de bienes altamente demandados.



Inflación total y subyacente (1)

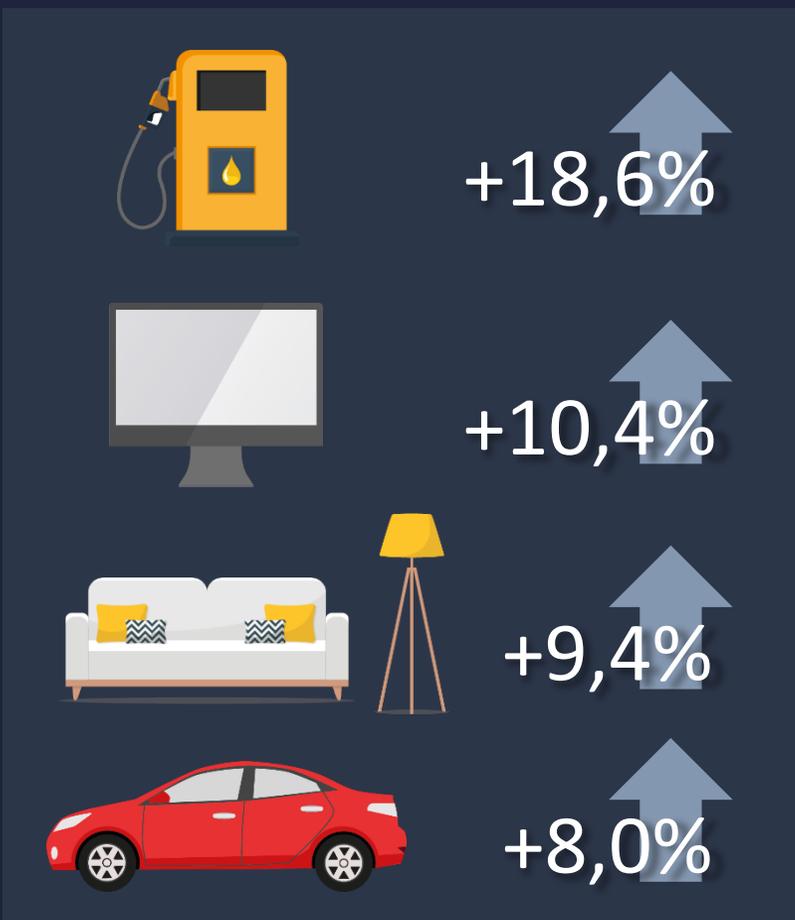
(variación anual, porcentaje)



(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

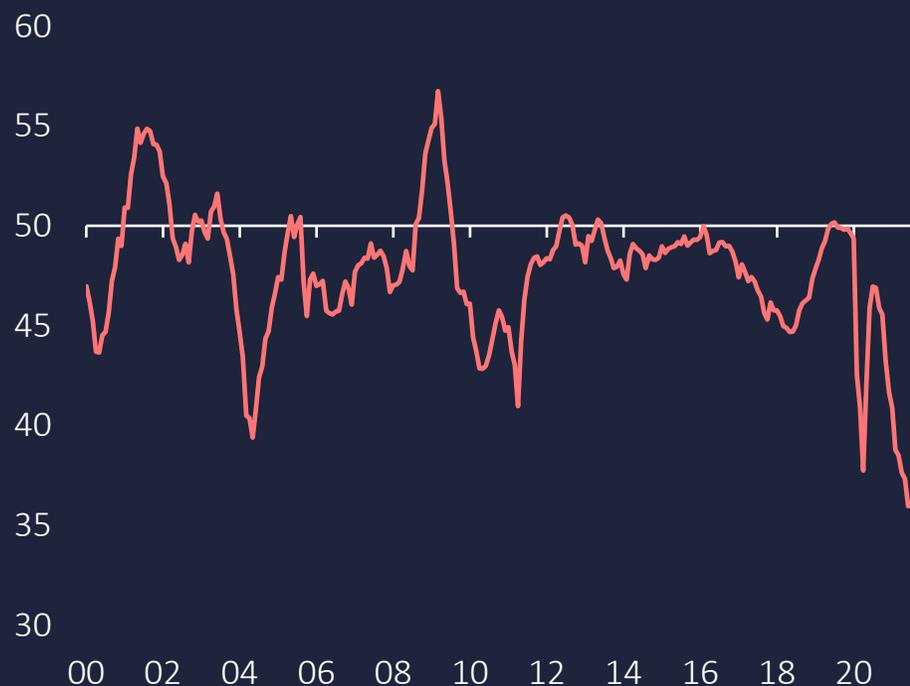
(variación anual, porcentaje)



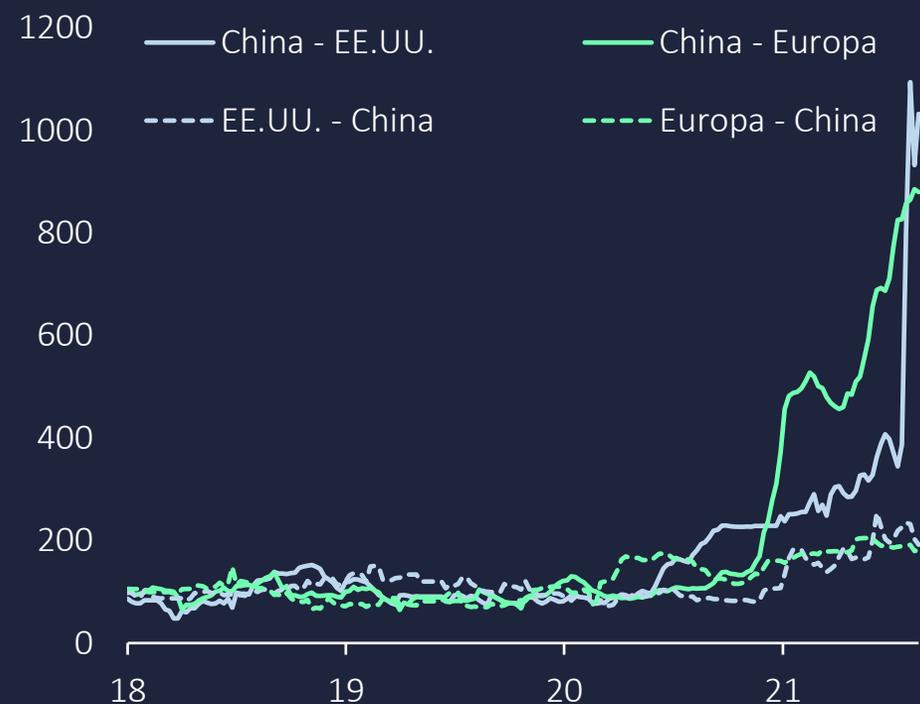
Esto, en medio de la prolongación de las presiones de costos y problemas de abastecimiento que se han vuelto más generalizados para las empresas a nivel global.



PMI global manufactura: Tiempos de entrega de proveedores (1)
(índice de difusión)



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



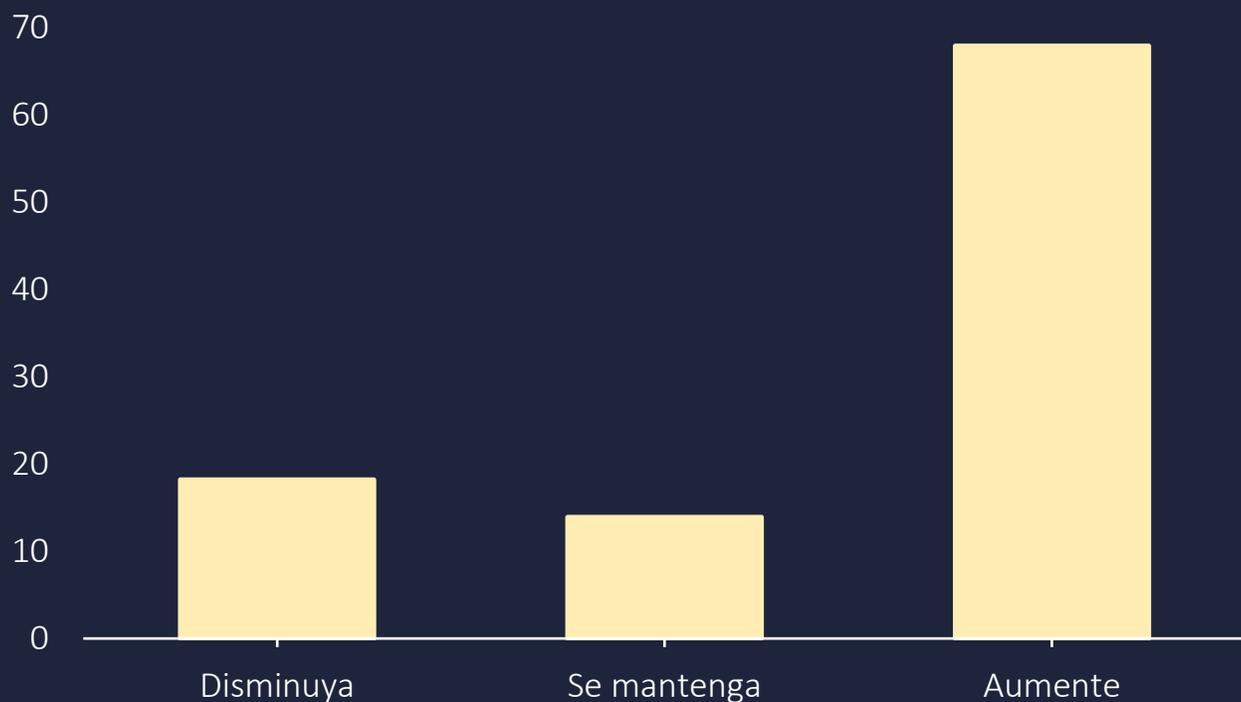
(1) Una caída del índice significa una extensión de los tiempos de entrega de los proveedores y viceversa. (2) Tarifa para transportar un container de 40 pies en la ruta respectiva. La diferencia de precios entre las dos direcciones de una misma ruta ocurre porque hay atascos en los puertos y falta de contenedores en China, donde además se concentra gran parte de la oferta de los bienes demandados. Por lo tanto, es más caro enviar un container a Europa que mandarlo de vuelta a China. Los costos de petróleo y tripulación (entre otros) no son muy distintos, pero el costo del container sí lo es. Fuentes: JP Morgan/IHS Markit y Bloomberg.

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: Banco Central de Chile.

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)*

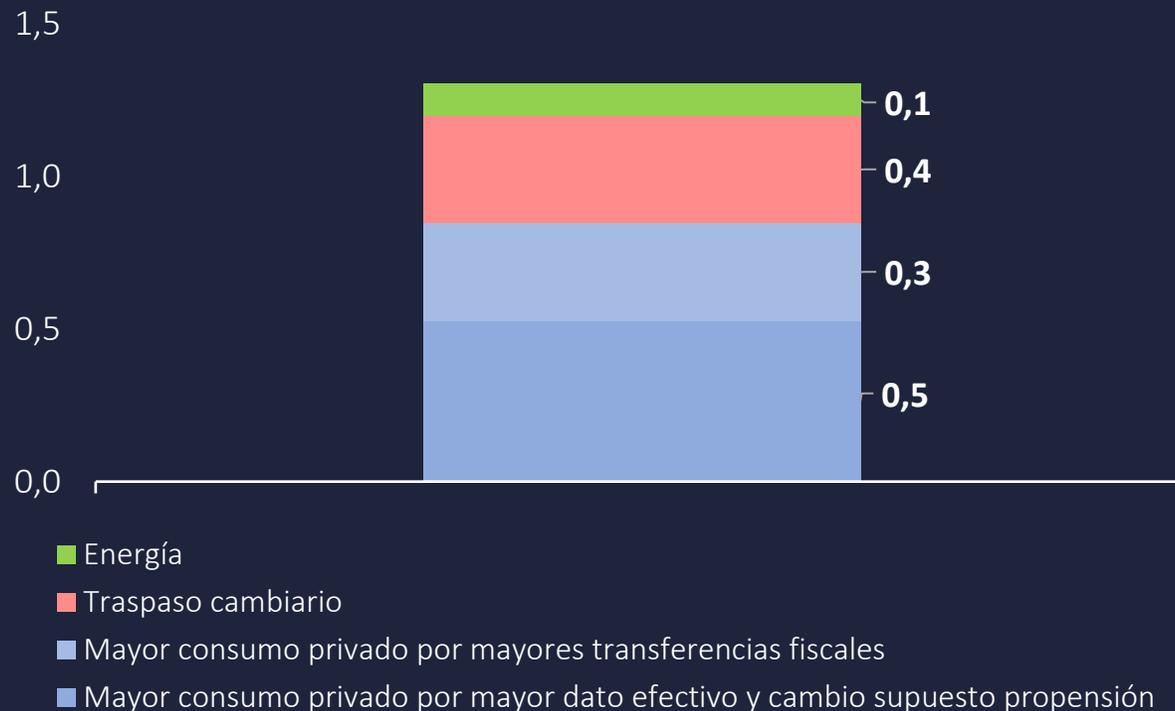
”



Estos factores llevan a corregir significativamente al alza las proyecciones de inflación a corto plazo.



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:

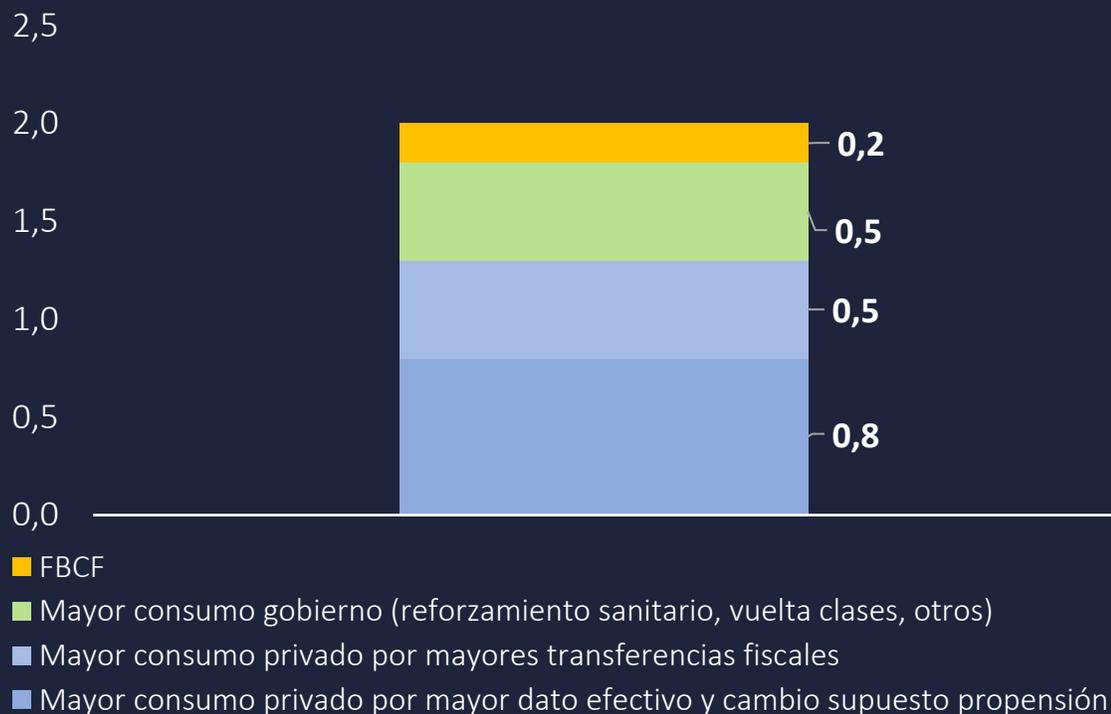
- ➔ Mayor crecimiento previsto del consumo
- ➔ La depreciación idiosincrática que ha acumulado el peso en los últimos meses
- ➔ El aumento del precio de los combustibles
- ➔ Una oferta que no ha logrado recuperarse completamente

(*) 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.

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.

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



IPoM: Proyecciones de crecimiento del PIB

(variación anual, porcentaje)

2021

Jun. 2021  9,5 %
8,5 %

Sep. 2021



11,5 %
10,5 %



2022

Jun. 2021  3,0 %
2,0 %

Sep. 2021



2,5 %
1,5 %



2023

Jun. 2021  2,75 %
1,75 %

Sep. 2021

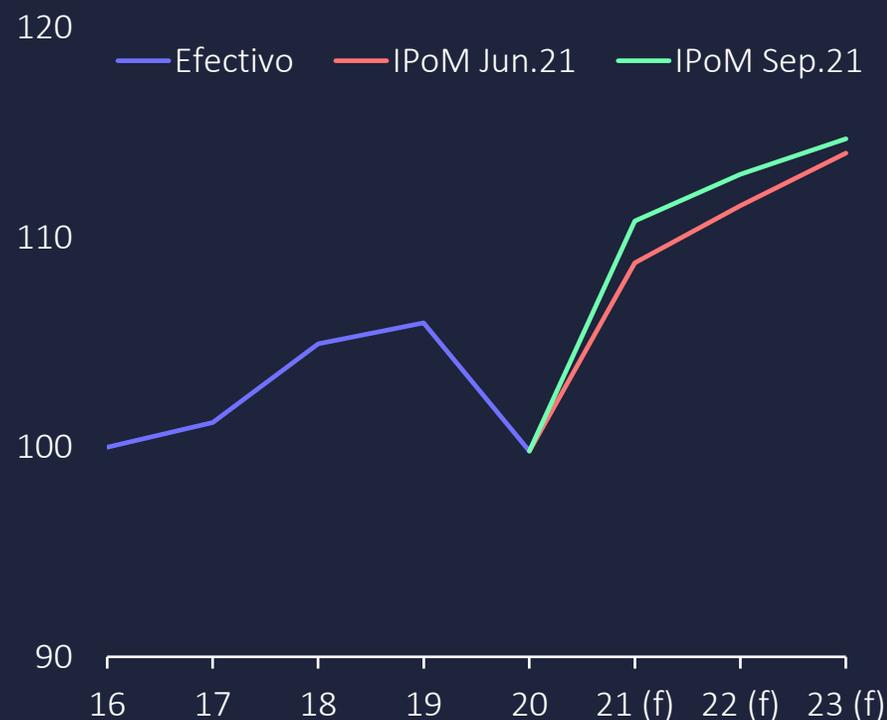


2,0 %
1,0 %



PIB

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

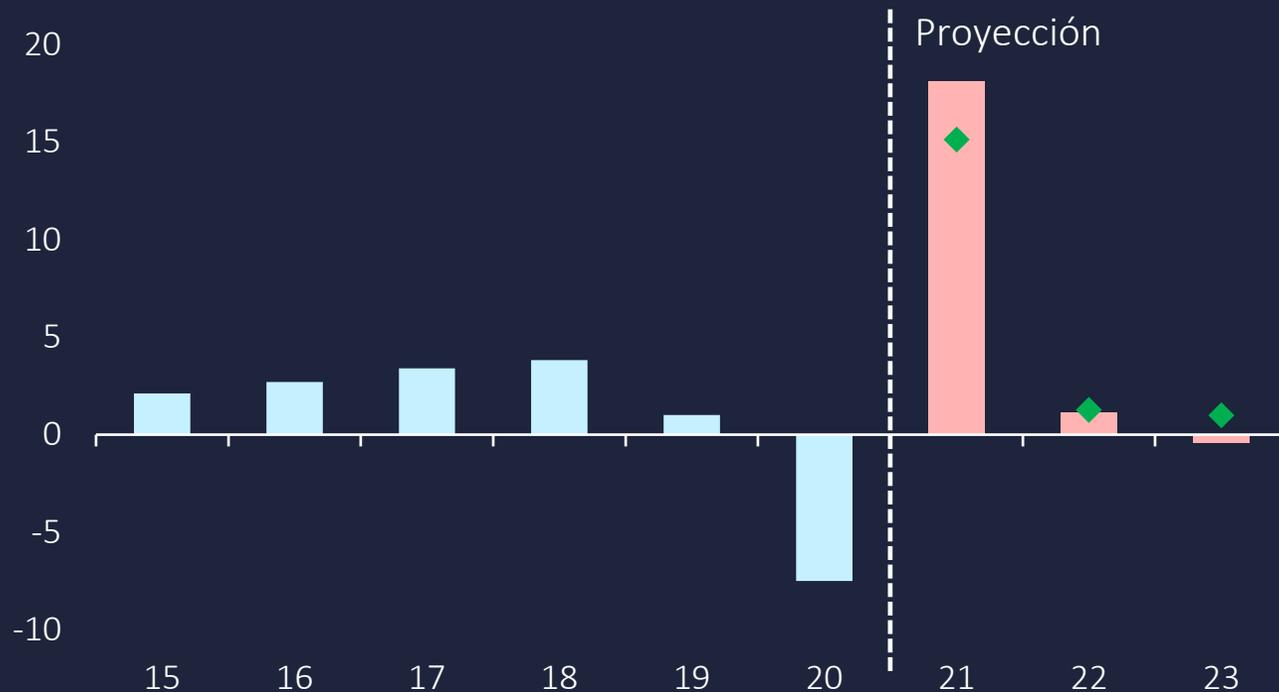


(f) Proyección. Considera el punto medio de los rangos de crecimiento contenidos en el IPoM de junio y de septiembre 2021. Fuente: Banco Central de Chile.

Hacia 2022 y 2023, el consumo irá moderándose, en línea con la desaparición de los impactos de la pandemia y la reducción del impulso de las políticas económicas.



Consumo privado (*)
(variación real anual, porcentaje)



Esta proyección considera:

➔ Mayor dinamismo efectivo y proyectado del consumo en el corto plazo:

- Resultado 2do trimestre superior a lo previsto
- Reevaluación de supuesto propensión marginal a consumir
- Mayor ingreso disponible por la extensión del IFE universal y la creación del IFE laboral.

➔ Moderación del ritmo actual de consumo hacia 2022-2023:

- Extinción de las transferencias fiscales universales y el agotamiento de los recursos retirados de los ahorros previsionales
- Reducción del estímulo monetario

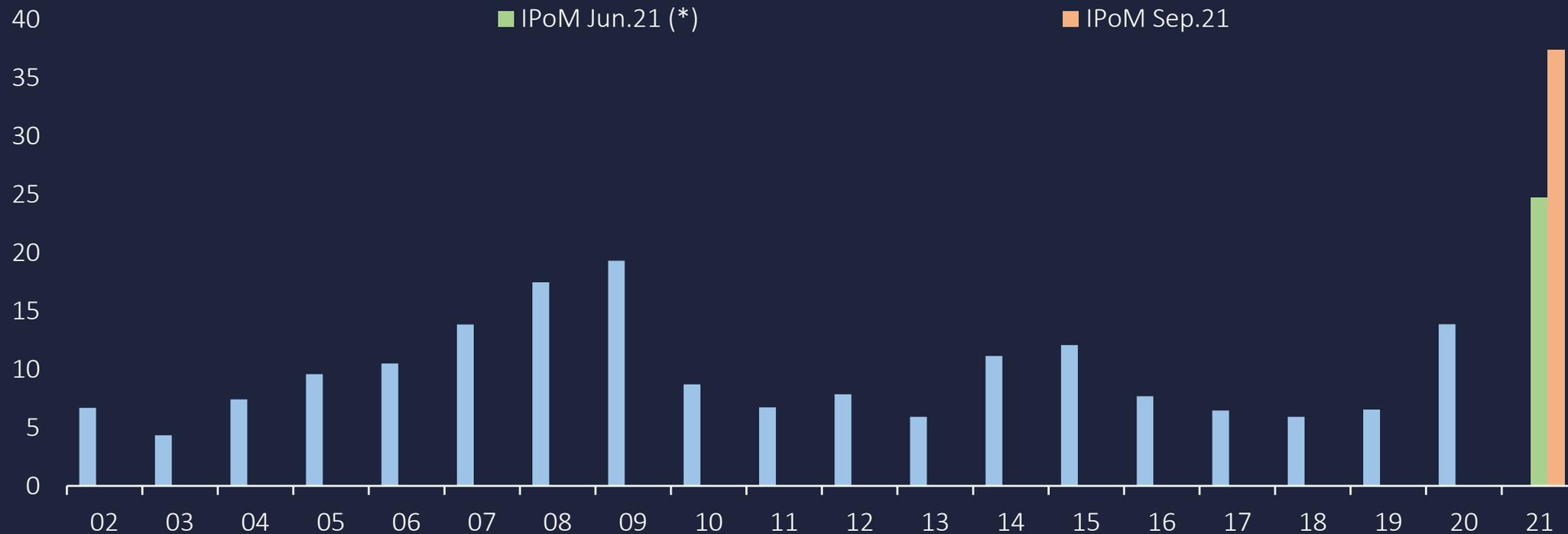
(*) Rombos verdes corresponden a la proyección del IPoM de junio 2021.
Fuente: Banco Central de Chile.

Se prevé que el gasto fiscal nominal aumentará más de 35% anual este año, para luego iniciar una trayectoria de convergencia acorde con la regla de balance estructural.



Gasto fiscal efectivo y proyecciones 2021

(crecimiento nominal anual, porcentaje)



(*) Extensión del IFE hasta septiembre no estaba contenida en el IPoM de junio.

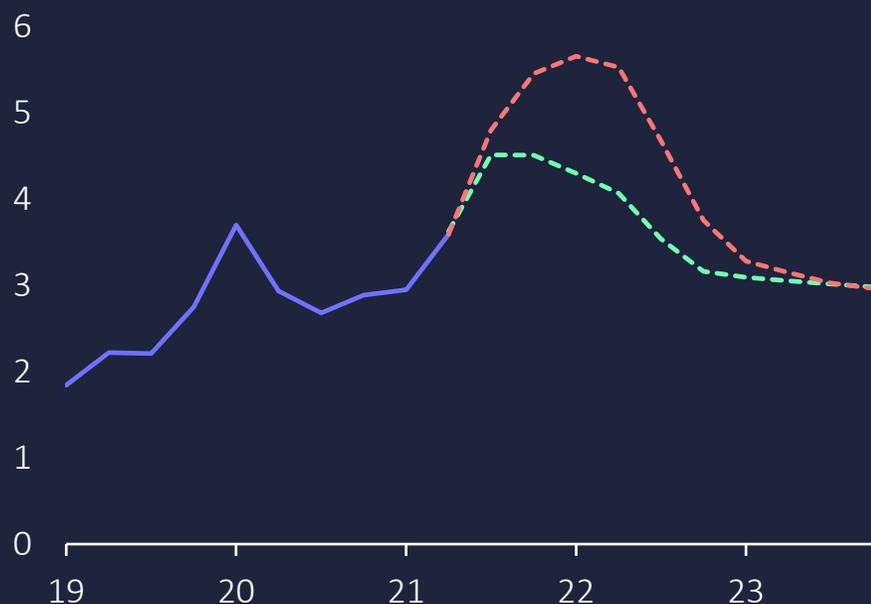
Fuentes: Banco Central de Chile y Dirección de Presupuestos (DIPRES) del Ministerio de Hacienda.

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.

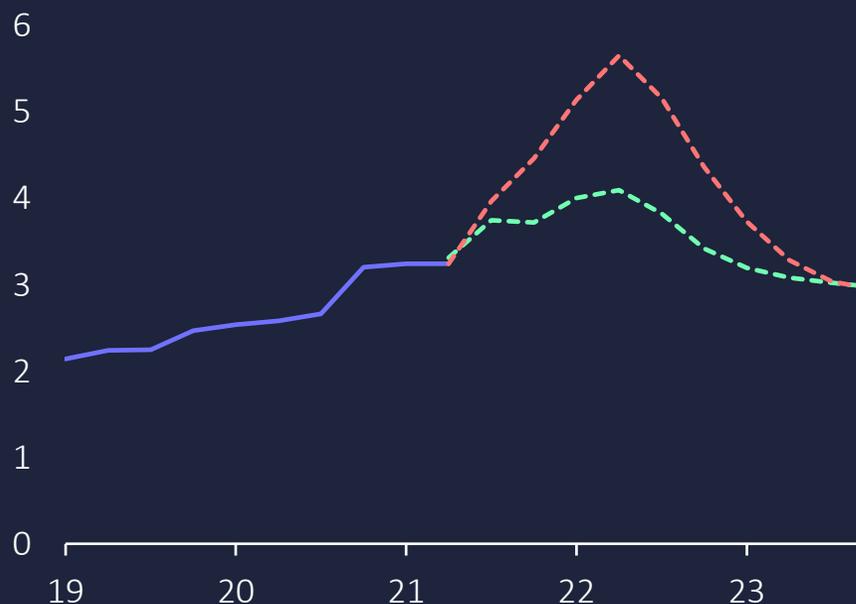


Proyección de inflación (variación anual, porcentaje)

Inflación IPC (1)



Inflación subyacente (1) (2)



— Efectivo - - - IPoM Jun.21 - - - IPoM Sep.21

(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.



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)



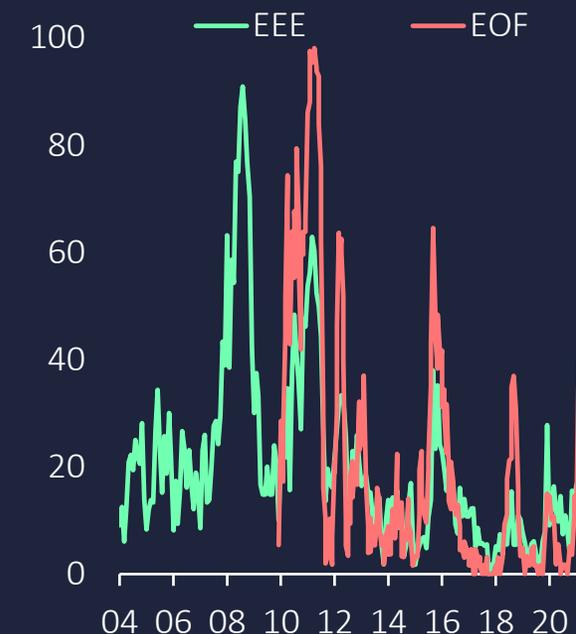
Encuestas: Expectativas de encuestas (*)

(variación anual, porcentaje)



Encuestas: Expectativas sobre 3% a 2 años plazo

(porcentaje de respuestas)



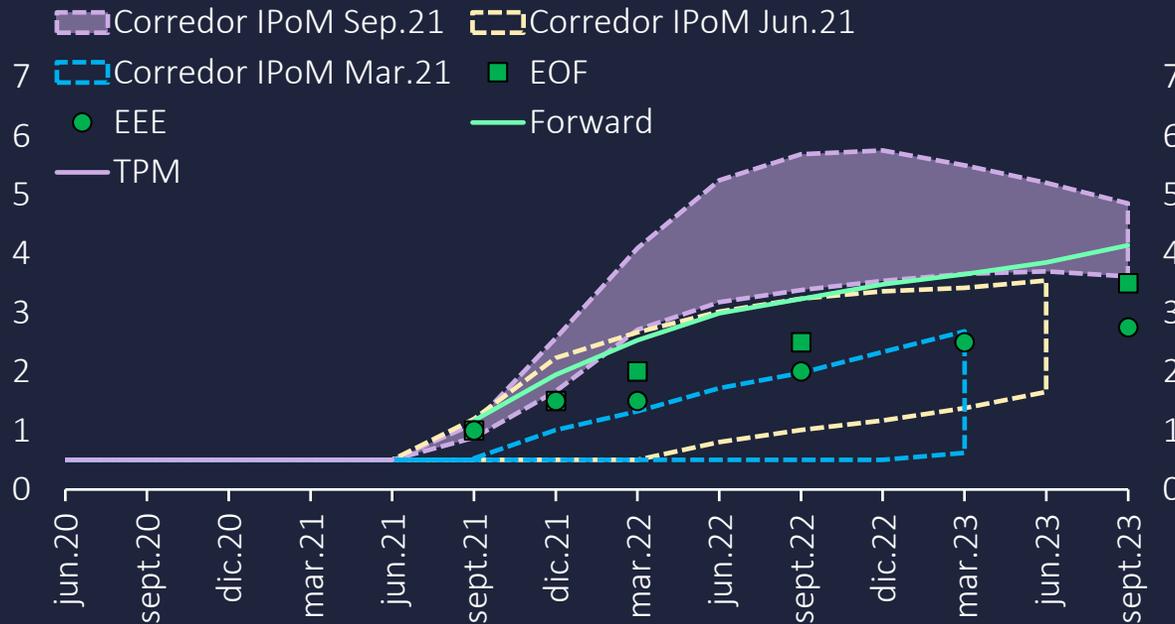
(*) En el caso de la EOF, considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la publicada el 26/08/2021. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

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

El Consejo subió la TPM hasta 1,5% en agosto (+75pb), tras haberla incrementado en 25pb en julio, y anticipa que continuará retirando el impulso monetario para llevar la TPM a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre del 2022.



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.

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%. Esto, pues se ha configurado un escenario en que el Consejo posee un menor margen de maniobra, originado por:

→ La rápida evolución del escenario macroeconómico

→ La dinámica de las expectativas de inflación

→ Escenarios de sensibilidad asociados a mayores presiones sobre los precios

Existen escenarios de sensibilidad donde se podría requerir de una acción de política monetaria algo distinta a lo contemplado en el escenario central.



Escenario 1

Posibles razones:

→ Menor dinamismo del consumo por:

Recrudescimiento de la pandemia

Dinamismo actual podría corresponder a adelantamiento de la demanda

→ Reducción de la incertidumbre local



Implicancias:

→ Menores presiones inflacionarias

→ Contracción más pausada del estímulo monetario

Escenarios de sensibilidad



Escenario 2

Posibles razones:

→ Reducción más lenta del gasto público

→ Inflación más alta en las economías desarrolladas

→ Consumo mayor que lo previsto



Implicancias:

→ Mayores presiones inflacionarias

→ Amplificación de impactos sobre mercado financiero local

→ Reacción más energética de la política monetaria

Existen escenarios de riesgos con cambios en la economía serían más significativos y requerirían una respuesta de política que sobrepase los límites del corredor para la TPM.



1 Falta de claridad sobre la estabilización a largo plazo de las finanzas públicas

- ➔ Mayores presiones de gasto y amplificación de los impactos en el mercado financiero local

Implica aumento más acelerado de la TPM, pese a lo cual la inflación no converge a la meta dentro del horizonte

Escenarios de riesgo



2 Aprobación de nuevos retiros de ahorros previsionales

- ➔ Mayor dinamismo del consumo y mayores presiones sobre los precios
- ➔ Impacto aún mayor sobre el sistema financiero, subiendo el costo de endeudamiento, salidas de capitales y fuerte acumulación de fondos en dólares.

La probabilidad de que se materialice podría ya estar afectando el comportamiento de los agentes económicos.

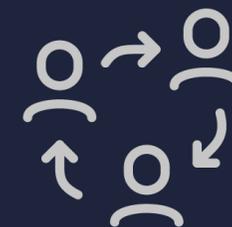
Ningún banco central cuenta con facultades, instrumentos y recursos para neutralizar estos riesgos y restaurar equilibrios macroeconómicos.

Comentarios finales



La economía chilena ha experimentado una rápida recuperación de la recesión provocada por la pandemia del Covid-19, la que ha superado ampliamente las expectativas. Esto ha sido posible gracias a la capacidad de adaptación de empresas y personas y el gran avance del proceso de vacunación, que ha permitido dar paso a un importante proceso de apertura.

Todo esto ha sido apuntalado por el mayor despliegue de medidas de política que se haya conocido en Chile frente a un *shock* exógeno, así como por un entorno internacional marcado por la acción simultánea de contención de la crisis, liderada por los bancos centrales y otras autoridades de las mayores economías del mundo.



La ampliación y persistencia de algunas de las medidas locales, combinada con una alta propensión de los hogares a consumir los recursos recibidos, ha tenido un impacto en el gasto privado que ha superado todas las previsiones. En un contexto en que la oferta aún no logra recuperarse completamente, ello ha modificado significativamente la evaluación de las presiones que enfrenta la economía, reflejándose en un aumento de la inflación y sus perspectivas inmediatas.

Comentarios finales



A esto contribuye también la depreciación del peso, causada en parte por la percepción de un empeoramiento de los fundamentos de la economía producto de la liquidación de ahorro de largo plazo a través de los sucesivos retiros masivos de ahorros previsionales y del deterioro de las cuentas fiscales, todo ello en un entorno de alta incertidumbre local. Es así como las tasas de interés, las primas por riesgo y la bolsa, muestran un desempeño desfavorable cuando se les compara con sus similares externos.

La necesidad de evitar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que, entre otras consecuencias, podría provocar un aumento más persistente de la inflación excediendo la meta de 3% a dos años plazo, ha llevado al Consejo a alterar la orientación de la política monetaria.



En este escenario, el Banco Central debe actuar con prontitud. Por ello, el Consejo aumentó la TPM hasta 1,5% en su Reunión de agosto después de haberla incrementado en 25 puntos base en julio y anticipa continuará retirando el impulso monetario, llevando la TPM a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre del 2022.



INFORME DE POLITICA MONETARIA
SEPTIEMBRE 2021

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

