



RECUADRO V.2:

Cambios del escenario central de proyección en el último año

La evolución prevista para la actividad e inflación chilena ha tenido un cambio significativo en el último año. En el IPoM de septiembre del 2020, se esperaba que en el 2021 el PIB creciera en un rango entre 4 y 5% anual como parte de un proceso de recuperación posterior a la pandemia que tardaría varios trimestres. En este IPoM, esa proyección no solo sumó una nueva corrección al alza, ubicándola considerablemente por sobre lo previsto hace un año —a un rango entre 10,5 y 11,5%—, sino que también se constata que la economía ya superó el impacto inmediato de la pandemia, retornando a un nivel comparable al que observaba en el tercer trimestre del 2019, previo al inicio de la crisis social y la aparición del Covid-19. La proyección de inflación también tuvo un importante cambio al alza, con presiones inflacionarias de corto plazo que harán que la variación anual del IPC cierre el 2021 en 5,7%, que se compara con el 2,8% previsto hace un año. Este Recuadro da cuenta de los factores que explicaron este cambio en el escenario de proyecciones.

El principal cambio en la proyección de crecimiento se ha producido en la evolución prevista del consumo. Comparado con el IPoM de septiembre del 2020, la expansión esperada para esta parte del gasto más que se duplicó para este año, pasando de una expansión de 7 a 17% (tabla V.6). Fundamental en este cambio fue el impacto del conjunto de medidas que se tomaron para impulsar el gasto de los hogares, en particular los masivos retiros de fondos previsionales y las significativas transferencias fiscales. Considerados los tres retiros de fondos y la extensión del IFE universal, los hogares habrán recibido una inyección de liquidez del orden de US\$80 mil millones, que se compara con una caída de los ingresos varias veces menor (Capítulo III, gráfico III.5). Todo esto ha llevado a que el consumo privado, especialmente de bienes durables, esté exhibiendo un extraordinario dinamismo que, en un contexto en que la oferta aún no logra reestablecerse completamente, ha presionado al alza la inflación.

Las perspectivas de crecimiento de la inversión para el 2021 también se han revisado al alza en el último año —desde 8 a 16% anual—, aunque su incidencia en el cambio en la proyección de actividad es menor respecto de lo que ha ocurrido con el consumo (tabla V.6). El mayor dinamismo de la inversión ha estado concentrado en bienes importados, apoyado por el impulso de proyectos ligados a energías renovables y la renovación de maquinarias y equipos de distinta índole en un contexto de aceleración de la actividad. Las políticas de apoyo al crédito —como la FCIC y las líneas FOGAPE— tuvieron un rol relevante en la recuperación de la inversión (Recuadro V.1). De hecho, a diferencia de otros períodos recesivos, en esta ocasión el crédito comercial mostró un comportamiento contracíclico, alzándose su tasa de crecimiento a cerca de 10% anual a mediados del 2020 —en el peor momento de la pandemia. La relevancia de estas políticas en la recuperación es un fenómeno que también se observa en otras economías (Recuadro I.1).

La evolución de la actividad también encontró un soporte relevante en la adaptación de personas y empresas al contexto de pandemia, lo mismo que en el manejo sanitario del Covid-19, en particular en el rápido avance del proceso de vacunación. La capacidad de adaptación fue especialmente notoria entre fines del primer trimestre y comienzos del segundo. En ese lapso, el alza de los contagios llevó a un aumento significativo de las restricciones sanitarias —para mediados de mayo más del 95% de la población estaba en cuarentena— que tuvo efectos



menores en la actividad en comparación con las adoptadas al inicio de la pandemia. De hecho, a diferencia de lo esperado, la actividad tuvo una contracción leve al comienzo del segundo trimestre, para luego retomar una senda de expansión. En este contexto, las expectativas empresariales y de consumidores fueron mejorando en los últimos meses, dejando atrás los bajos niveles de comienzos de la pandemia (Capítulo III, gráfico III.6).

Las presiones inflacionarias han tenido un cambio significativo en los últimos trimestres, impulsadas por el desbalance entre el fuerte dinamismo del consumo y una oferta que aún no logra reponerse del todo. Es así como la estimación de la brecha pasó de un escenario en que se prevía que se mantendría abierta por un largo período a uno en que esta ya se cerró, e incluso se volverá positiva por algún tiempo (gráfico V.6). Respecto de los factores de oferta, destaca que la capacidad de respuesta de la producción no ha podido recuperarse del todo, llevando a importantes cuellos de botellas en el suministro de bienes e insumos y a mayores presiones de costos a nivel global. El efecto de estos factores ya se aprecia en la inflación en distintas economías e imponen un riesgo para su evolución futura (Capítulo I, gráficos I.6 y I.9).

En este contexto, la inflación efectiva y las proyecciones han tenido un aumento en los últimos trimestres. La variación anual del IPC pasó de 2,4 a 4,5% entre agosto del 2020 y julio del 2021. La inflación proyectada a diciembre de este año aumentó a 5,7% en este IPoM, lo que se compara con el 2,8% que estaba previsto hace un año (gráfico V.13). Para el IPoM de diciembre del 2020, el alza del consumo provocada por el primer retiro había llevado a una sorpresa importante al alza en la inflación subyacente de bienes. La inflación ha seguido superando lo esperado a lo largo del 2021, alimentado por las mayores presiones de costos, entre ellos el aumento en el precio de los combustibles y la depreciación idiosincrática del peso. Sobre este último punto, destaca la desfavorable evolución del mercado financiero local, 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 (Capítulo II).

La evolución del escenario macroeconómico ha modificado significativamente la evaluación de las presiones inflacionarias que enfrenta la economía, llevando al Consejo a alterar la orientación de la política monetaria. Así, las perspectivas para la TPM pasaron de una mantención prolongada en su mínimo técnico de 0,5%, a la necesidad de concretar aumentos cuya temporalidad fue adelantándose con el correr de los meses. En junio pasado, el Consejo anunció el comienzo del proceso de reducción del impulso monetario, lo que concretó en julio con un aumento de 25 puntos base (pb) de la tasa. Para la reunión de agosto, el Consejo decidió intensificar el retiro del estímulo monetario, subiendo la TPM en 75pb, ubicando su nivel en 1,5%. Esto, en respuesta a la necesidad de evitar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que, entre otras consecuencias, podría provocar un aumento más persistente de la inflación que la lleve a desviarse de la meta de 3% a dos años plazo. Además, anticipa que la convergencia de la inflación a la meta requerirá continuar retirando el impulso monetario, llevando la TPM a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre del 2022.

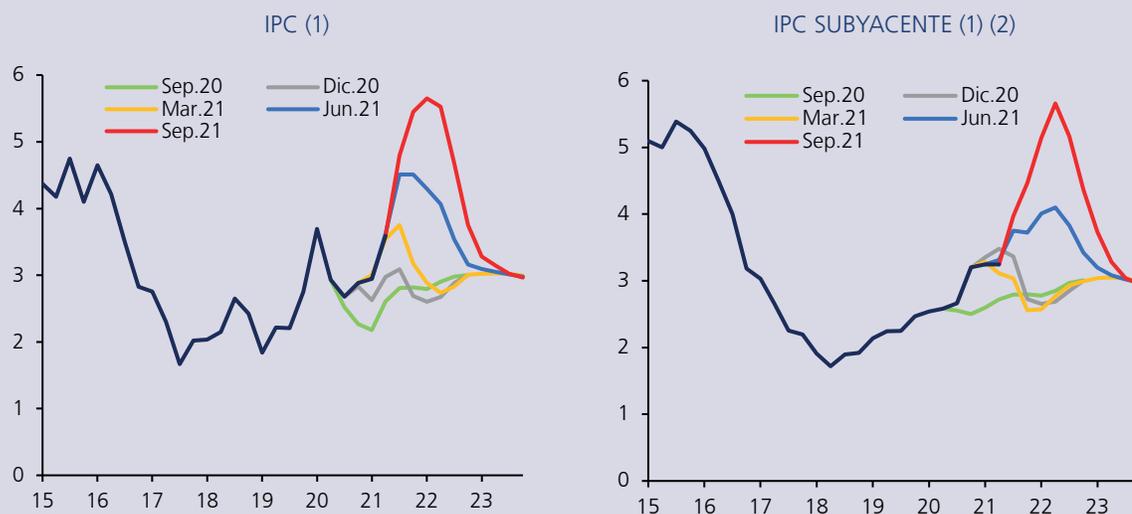


TABLA V.6 ESCENARIO INTERNO Y EXTERNO PARA EL 2021

	Sep. 20	Dic. 20	Mar. 21	Jun. 21	Sep. 21
PIB (var.anual, %)	4,0 - 5,0	5,5- 6,5	6,0-7,0	8,5-9,5	10,5-11,5
Demanda interna (var. anual, %)	5,6	9,4	11,7	15,5	18,5
Demanda interna (s/var. existencias)	7,0	9,6	11,0	13,3	16,7
Consumo total (var.anual, %)	6,8	10,3	11,5	13,8	16,9
FBCF (var.anual, %)	8,0	7,3	9,2	11,4	15,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,5	-1,5	-0,9	-0,8	-2,2
PIB SSCC (var.anual, %) (*)	4,7	5,5	6,3	6,7	6,4
PIB mundial PPC (var. anual, %) (*)	4,9	5,4	6,2	6,5	6,2
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	280	320	395	425	415
Precio del petróleo prom. WTI-Brent (US\$/barril)	47	47	62	64	66

(*) Para su definición, ver glosario.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.13 PROYECCIONES DE LA INFLACIÓN EN CADA IPOM
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC e IPC sin volátiles que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver [Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019](#). (2) Corresponde al IPC sin volátiles.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.