

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Martes 12 de Octubre de 2021



**EUGENIA ANDREASEN, CARLOS BUDNEVICH, TOMÁS IZQUIERDO,
GUILLERMO LE FORT Y JUAN PABLO MEDINA**

La economía Chilena ha mantenido un fuerte dinamismo de su actividad y demanda. Por una parte, el exitoso proceso de vacunación, la baja en los contagios y una recuperación económica de varios países claves han incidido en la reactivación económica de los últimos meses en Chile. Por otra parte, sin embargo, una política fiscal muy expansiva y los retiros de los fondos de pensiones han redundado en un dinamismo del gasto excesivo y poco saludable para la estabilidad macroeconómica del país. Así, la demanda se ha recuperado más rápidamente que la capacidad de producción de la economía Chilena. Lo anterior se ha hecho evidente en un rápido cierre de la brecha del PIB, la que estaría haciéndose positiva. Consistente con este panorama de exceso de demanda, la inflación se ha acelerado marcadamente, lo que ha venido a reforzar el efecto de factores externos que han presionado al alza los precios de varios productos a nivel global. La reciente depreciación del peso relativo al dólar augura un panorama más complejo para que la inflación puede descender en los próximos trimestres. Un eventual cuarto retiro de las AFP impactaría adicionalmente en presiones al alza de la inflación. Coherente con el escenario anteriormente descrito y con el firme propósito de resguardar la estabilidad macroeconómica del país, el GPM recomienda acelerar la normalización de la Tasa de Política Monetaria, dejándola en 2,5 por ciento.

Las perspectivas económicas globales siguen favorables, aunque se vislumbran varios riesgos. La semana pasada el Fondo Monetario Internacional adelantó que revisaría marginalmente al alza las perspectivas económicas globales para este año en comparación con lo previsto en julio pasado, cuando pronosticó una tasa de crecimiento del PIB mundial de 6 por ciento este 2021. No obstante, existe inquietud en relación a que esta recuperación económica global sea equilibrada y duradera. Primero, la reactivación económica durante este año ha sido dispar entre países. Diferencias en la efectividad del control sanitario del Covid-19, en el acceso a vacunas y en las respuestas de política macroeconómica durante el 2020 han incidido en que algunos países se recuperen más rápido que otros. Así, algunos países de bajos de ingreso o en vías de desarrollo han tenido una reactivación económica menos vigorosa. Además, China, uno de los pilares del crecimiento mundial, está mostrando algunos síntomas de un desbalance financiero, evidenciado recientemente en el caso de Evergrande, a lo que se añaden limitaciones de la oferta de energía.

Una segunda preocupación para la economía global es que la inflación se ha acelerado en varios países debido a una demanda mundial dinámica, problemas en la cadena de suministro de diversos

insumos y un aumento del precio de varias materias primas. Esto hace presagiar que los estímulos monetarios vigentes en muchos países avanzados y emergentes, deberán retirarse antes de lo previsto previamente. Países donde las expectativas de inflación de mediano son menos sensibles a los registros inflacionarios de corto plazo, podrán llevar a cabo esta normalización monetaria de forma más gradual. Sin embargo, países donde las expectativas de inflación de mediano plazo se tienden a desanclar en este escenario, requerirán una acción más rápida y decidida en materia de retirar los estímulos existentes de política monetaria. Otro foco de preocupación lo constituye, el aumento experimentado en la deuda pública en varios países como consecuencia de la crisis del Covid-19. Esto ha dejado a varios países en una posición fiscal financieramente menos sólida, especialmente en el caso de economías desarrolladas. Esto implica que la política fiscal en muchos países se encontrará restringida para actuar de manera contracíclica y deberá contraerse hacia adelante para asegurar sostenibilidad fiscal de mediano plazo. Con todo, el dinamismo de la economía mundial para los próximos años se vislumbra incierto por todas estas preocupaciones.

Internamente, la economía ha continuado mostrando un alto dinamismo en los últimos meses, lo cual se ha concentrado por el lado del consumo de bienes y servicios. Mientras el consumo aumenta a razón de 30% anual, el producto lo hace al 20% anual y el empleo a 10% anual. El IMACEC de agosto aumentó un 19,1% con respecto a igual mes del año anterior. Esta cifra es mayor a la contenida en la encuesta de expectativas económicas de septiembre en casi 3 puntos porcentuales y representa un incremento en términos desestacionalizados con respecto a julio. Como en los meses precedentes, llama la atención el alto dinamismo que mantienen los sectores de comercio y servicios. Esto último refleja, probablemente, el impacto en la demanda que han tenido los retiros de los fondos de pensiones y una política fiscal altamente expansiva. Las proyecciones indican que el PIB se incrementará en más de 10% este año, lo que muestra que la economía ha recuperado con creces toda la producción perdida en el año 2020 y evidencia que la economía se acerca e incluso supera el nivel de producción de capacidad potencial. Con una economía sobrecalentada en el 2021, el panorama para el 2022 es de un crecimiento mucho menor entre 2-3% y también incierto dado que la pandemia no está superada, los riesgos en la recuperación global mencionados previamente, la consolidación fiscal comprometida y los múltiples desafíos políticos e institucionales internos.

Las presiones inflacionarias ya no son incipientes como se pensaba hace unos meses atrás, sino que, al por el contrario, son bien preocupantes. El IPC de septiembre sorprendió con un alza mensual de 1,2%, el mayor registro desde mediados del 2008 y por sobre las expectativas de consenso que esperaban un valor de 0,8%. A nivel de productos, el aumento de la inflación fue bastante generalizado al observarse incrementos en todos los componentes de la canasta. Así, las medidas subyacentes de inflación también mostraron un elevado incremento: el IPC SAE aumentó 0,9%, mientras que el IPC excluyendo los volátiles lo hizo en 0,8%. En consecuencia, la inflación anual alcanzó el 5,3%, el nivel más alto en casi siete años. Los aumentos de precios tienen un origen en factores externos e internos. Como se describió previamente, existe un alza de la inflación externa y mayores costos en los insumos internacionales debido a ciertos cuellos de botella en la cadena de suministro. Pero, también existen fenómenos internos como la mayor liquidez y demanda interna derivada de una política fiscal altamente expansiva y de los retiros de los fondos de pensiones. A lo anterior, se suma la depreciación del peso durante septiembre y que se intensificó durante las últimas semanas, llegando a una cotización en torno 820 pesos por dólar el viernes pasado, aparentemente fruto de la creciente incertidumbre política interna. También incide la aceleración que han mostrado

los salarios durante el 2021, lo cual podría reflejar una oferta laboral restrictiva a pesar que el empleo no recupera completamente los niveles pre-pandemia.

Si bien se espera que el alza de la inflación sea transitoria, no se puede descartar que se transforme en un fenómeno más duradero si la reacción de política no es la adecuada. En este sentido, preocupa el alza de indicadores que muestran las expectativas de inflación a mediano plazo. La encuesta expectativas de septiembre mostraba una predicción de la inflación anual de 3,5% para diciembre del 2022, mientras que la compensación inflacionaria de tasas swaps (forward de 1 en 1) se ha mantenido en torno a 4% desde medianos de agosto hasta el 1 octubre. Será necesario monitorear con cautela como estas expectativas de inflación de mediano plazo reaccionan al registro de IPC de septiembre. Si estas expectativas de inflación se desanclan más notoriamente de la meta de inflación de 3%, el alza inflacionaria podría volverse más persistente. Finalmente, la aprobación de un cuarto retiro de los fondos de pensiones haría más difícil controlar el exceso de demanda y las presiones inflacionarias en los próximos meses.

En coherencia con este escenario de exceso de dinamismo de la demanda interna, marcadas presiones inflacionarias y con el firme propósito de resguardar la estabilidad macroeconómica del país, el GPM recomienda incrementar la Tasa de Política Monetaria a 2,5 por ciento.