

# **GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA**

## **Comunicado Lunes 15 de Diciembre de 2021**

---



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

**Una política fiscal muy expansiva y los masivos retiros de fondos de pensiones han redundado en un excesivo dinamismo del gasto que está afectando la estabilidad macroeconómica del país. La demanda agregada se ha recuperado más rápidamente que la capacidad productiva cerrando rápidamente la brecha del PIB hasta hacerla positiva. El exceso de demanda sumado a presiones inflacionarias externas está resultando en un significativo desvío de la inflación de su meta. La depreciación del peso augura un panorama aún más complejo y extiende en el tiempo el período de convergencia de la inflación al rango meta. El fin de los retiros de los fondos de pensiones y la normalización de las políticas fiscal y monetaria contribuirán a moderar las presiones de gasto y reducir la inflación, pero tanto el momento en que estas políticas se materialicen como el tiempo que tomen en reducir la expansión de la demanda, son inciertos. En coherencia con este escenario, el GPM recomienda incrementar la Tasa de Política Monetaria en 125 puntos base estableciéndola en 4,00 por ciento anual.**

Después de un año de rápida recuperación global luego de la pandemia, 2022 se presenta menos auspicioso. La efectividad del control sanitario del Covid-19 sigue en duda con el apareamiento de nuevas cepas más contagiosas o resistentes al tratamiento, las limitaciones de acceso a las vacunas en países pobres y la aplicación parcial de las mismas en países avanzados. A ello se agrega el relativo agotamiento de las políticas macroeconómicas que han impulsado la recuperación, lo que se manifiestan en aumentos del endeudamiento público y fuertes presiones inflacionarias. A esto se agregan síntomas de desbalance financiero en China, encarecimiento y limitaciones de la oferta de energía y problemas en las líneas de suministro.

La inflación se ha acelerado en muchos países debido a la dinámica recuperación de la demanda global, repetidos problemas en la cadena de suministro y el aumento del precio de materias primas, particularmente alimentos y energía. Los fuertes estímulos monetarios aplicados en países avanzados y emergentes empiezan a ser retirados y todo indica que este proceso se intensificará en los próximos meses. Muy particularmente en los países donde las expectativas de inflación de mediano plazo son más volátiles o tienen un anclaje más precario requerirán de una corrección rápida y decidida, pasando del estímulo a la contracción monetaria en pocos meses. En los EE.UU la inflación a 12 meses llega a 6,8%, el mayor registro en casi 40 años, lo que anticipa un retiro del estímulo monetario de la FED, más rápido que lo previsto anteriormente. Esto podría tener consecuencias adicionales en flujos de capitales a economías emergentes generando depreciaciones adicionales de sus monedas.

El importante aumento experimentado en la deuda pública de muchos países como consecuencia de las políticas aplicadas para enfrentar la crisis del Covid-19, está dejando a varios de ellos en una posición financiera más expuesta. Esto restringe las posibilidades de seguir utilizando a la política fiscal como palanca de recuperación, sobre todo considerando que las capacidades productivas en general han sido afectadas negativamente por la pandemia. Con todo, el FMI estima para este año 2021 un crecimiento global de 5,8% y proyecta para 2022 y 2023 una desaceleración gradual a 4,8% y 3,5%. Sin embargo se vislumbra un panorama muy incierto para la actividad global en los próximos años.

La economía chilena sigue mostrando en el cuarto trimestre un elevado dinamismo, no muy diferente al registrado en los dos trimestres precedentes. El consumo de bienes y servicios estaría aumentando a razón de 20% anual en el cuarto trimestre y lo hizo al 30% anual en el segundo y tercero. Por su parte el PIB, que creció en torno a 18% anual en los dos trimestres precedentes, estaría creciendo en torno al 15% en el cuarto. Así lo muestra el IMACEC de octubre que se incrementó en 15% con respecto a igual mes del año anterior. Con esto las expectativas de crecimiento del PIB para 2021 se han ido incrementando y actualmente se ubican cerca del 12% anual o algo más.

El alto dinamismo de los sectores de comercio y servicios, que se expanden en torno a 40% y 30% anual, respectivamente, confirma que el impulso viene de la demanda y en particular del consumo privado. Este se ha visto sobre estimulado por el efecto liquidez que han tenido los tres retiros de los fondos de pensiones y una política fiscal altamente expansiva, que incrementa el gasto público en 30% anual real debido principalmente a transferencias directas a las personas. Con la expansión ya registrada, la economía ha recuperado con creces toda la producción perdida en el año 2020 y estaría superando el nivel de producción de capacidad potencial. Aunque se espera una desaceleración para el próximo año, no es descartable que el efecto del estímulo fiscal se prolongue al menos en la primera parte del año, agravando la situación de una economía que presenta evidentes signos de sobrecalentamiento. En 2022 la desaceleración debería venir del agotamiento del efecto de los retiros y de la normalización de las políticas fiscal y monetaria a lo que se agregan posibles efectos de rebrotes del COVID 19, ya que la pandemia no está aún superada.

Las presiones inflacionarias son evidentes y a noviembre el IPC registra una tasa de variación anual de 6,7% mientras que el IPC SAE se incrementa al 5,8% y se espera cerrar el año con inflaciones incluso algo por encima de esas tasas. La inflación de 2021 sería algo superior al 7% anual, la más elevada en más de una década. La alta inflación es generalizada al observarse incrementos anuales superiores al 5% en alimentación, vivienda, equipamiento de vivienda, transporte, recreación, restaurantes y varios. Y muchos analistas proyectan inflaciones anuales hasta de dos dígitos en el curso de 2022.

En parte la inflación tiene orígenes externos por alzas en el precio de “commodities” y los mayores costos en insumos importados debido a los cuellos de botella que afectan a la cadena de suministro global. Pero, también hay factores internos que la impulsan como la fuerte expansión de la demanda por bienes y servicios, a lo que se suma la depreciación del peso que se ha intensificado en las últimas semanas. El tipo de cambio ha alcanzado en los últimos días valores sobre los 840 pesos por dólar, los que, de mantenerse, implicarían tasas de depreciación anual de dos dígitos al cierre del año.

A pesar de la debilidad del mercado laboral y la lenta recuperación del empleo los salarios se incrementan al 6% anual, lo que refleja una oferta laboral que se mantiene restringida. Faltan 600 mil empleos para llegar a los niveles previos a la pandemia, pero a la fuerza de trabajo también le faltan 600 mil participantes para llegar a la situación prepandemia.

Las expectativas de inflación a mediano plazo han registrado un alza. Las compensaciones inflacionarias para instrumentos financieros a 5 años llegan a 3,7% en noviembre mientras la encuesta de expectativas muestra una predicción de inflación anual de 4,8% para diciembre del 2022. Si las expectativas de inflación de mediano plazo se desanclaran más sustancialmente de la meta de inflación, el episodio inflacionario podría volverse más persistente. Esto obliga al Banco Central a actuar decididamente para asegurar el regreso de la inflación al rango meta dentro del horizonte habitual de la política monetaria.

**En coherencia con este escenario de excesivo dinamismo de la demanda interna, inflación desviada de la meta y fuertes y persistentes presiones inflacionarias domésticas y externas, el GPM recomienda incrementar la Tasa de Política Monetaria en 125 puntos base estableciéndola en 4,00 por ciento anual.**