



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE
SENADO DE LA REPÚBLICA***

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
1 de abril de 2020

*El *Informe de Política Monetaria* de marzo de 2020 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Jorge Pizarro. Senadores miembros de esta Comisión, senadoras y senadores.

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco Central de Chile sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria. Las circunstancias en que nos corresponde dar a conocer este IPoM son inéditas, tanto por la emergencia sanitaria que el mundo está viviendo como por las consecuencias económicas de las medidas necesarias para detener la propagación del Covid-19 en muchos países. Inéditas también porque la necesidad de restringir el contacto social ha impedido que esta presentación se haga de forma habitual y estemos conectados de forma remota con ustedes.

El IPoM que publicamos esta mañana da cuenta de un drástico cambio en el escenario económico que enfrenta nuestro país y el mundo entero. La propagación global del Covid-19, las medidas que se han adoptado para contenerlo y la incertidumbre sobre sus alcances se han visto reflejadas en un desplome de las bolsas y los precios de los activos alrededor del mundo, impulsando una recesión económica global para 2020. Nuestro país también sentirá este impacto contractivo: en el escenario base que les detallaré en unos instantes, proyectamos que la economía chilena se contraerá entre 1,5 y 2,5 por ciento este año.

La situación que enfrentamos es de características muy distintas a las de cualquier otro período de contracción económica del que tengamos memoria. La principal es que su origen está fuera del ámbito económico, pues es un problema sanitario que obliga a tomar medidas drásticas, que tienen un costo económico, pero que son necesarias para un objetivo superior que es salvar vidas humanas. Es importante comprender que la emergencia sanitaria provoca un *shock* inicial muy profundo en la economía, por la paralización, en algunos casos total, de las actividades. Pero al mismo tiempo, en la medida que la pandemia sea controlada, las actividades económicas podrán irse retomando con normalidad, revirtiendo el *shock* inicial con mayor rapidez que en un ciclo tradicional. Coherente con ello, nuestras proyecciones tienen una caída muy importante de la actividad del segundo trimestre, pero de ahí en adelante se proyecta una recuperación que se expresa en el rebote de crecimiento proyectado para 2021, cuando la economía chilena crecerá entre 3,75 y 4,75 por ciento. Esto difiere bastante de otros episodios recesivos, donde la duración del *shock* fue mayor y la economía mostró caídas por más de un trimestre, con una recuperación del crecimiento que tardó más en llegar.

Otro aspecto diferente de esta emergencia es la globalidad de su alcance. La pandemia llegó a todos los continentes y en muchos países se están aplicando medidas de contención similares, lo que provoca una contracción conjunta de la demanda interna y externa que no es habitual. Al mismo tiempo, sin embargo, la globalidad de la emergencia sanitaria ha favorecido que los encargados de controlarla estén compartiendo conocimiento, y puedan adoptarse prácticas que parecen haber funcionado mejor en algunos países. Por su parte, la simultaneidad del *shock* económico ha llevado a que todos los bancos centrales y gobiernos estén impulsando medidas en el mismo sentido, lo que da un soporte mayor para evitar un desplome de la economía.

Nuestro país también está realizando importantes esfuerzos para mitigar el impacto de esta emergencia en el bienestar de las personas. El Gobierno ha anunciado un conjunto de medidas, con un costo de 11,5 mil millones de dólares, que apuntan a proteger el empleo y los ingresos de los hogares, al mismo tiempo que la continuidad de las empresas. En el caso del Banco Central, hemos tomado rápidas decisiones para mitigar los efectos de este nuevo escenario. En primer lugar, en un lapso de dos semanas hemos reducido la Tasa de Política Monetaria —la TPM— en 125 puntos base, llevándola a su mínimo técnico de 0,5 por ciento. Además, introdujimos un conjunto de medidas extraordinarias, que totalizan del orden de 19 mil millones de dólares, orientadas a mantener un adecuado acceso al crédito y un normal funcionamiento de los mercados financieros. Estas medidas buscan preservar la correcta transmisión de la política monetaria y facilitar que el crédito fluya hacia empresas y personas que requieren de financiamiento para superar esta compleja etapa.

El conjunto de medidas que el Banco ha adoptado es muy significativo y debería proveer un apoyo relevante para que empresas y hogares superen esta emergencia. Eso no obsta que siempre estemos evaluando la efectividad de las medidas y estemos preparados para tomar nuevas decisiones. Como mencionamos en nuestro IPoM, el Banco se mantiene alerta para responder a los desafíos que nos impongan nuevos escenarios de riesgo.

Ahora pasaré a describirles nuestra evaluación del panorama económico y sus riesgos.

Escenario macroeconómico

Como mencioné en un comienzo, la propagación del Covid-19 está teniendo efectos muy significativos sobre la economía mundial. En un comienzo, la mayoría de las preocupaciones se concentraron en China y el comercio mundial, dada la importancia de este país en las cadenas de valor global. A medida que el virus se ha expandido a otros continentes, aumentaron los temores de que la velocidad de contagio superara la capacidad hospitalaria, con los consecuentes costos en vidas humanas y bienestar de la población.

En vista de ello, la mayoría de los gobiernos ha ido adoptando drásticas políticas de contención sanitaria para ralentizar la propagación del virus, lo que, unido al natural temor de la población, ha tenido un significativo impacto sobre el funcionamiento de la economía. En particular, las medidas para evitar el contacto entre personas, como la suspensión de actividades educativas, el cierre de fronteras, las barreras sanitarias internas y las cuarentenas colectivas, han paralizado sectores completos de actividad —especialmente de servicios—, afectando las cadenas logísticas y comprometiendo el flujo de caja de las empresas en numerosos países.

La inédita magnitud de estos fenómenos y su diseminación a escala global se ha reflejado en el deterioro de las condiciones financieras mundiales, que ha sido el más significativo desde la crisis financiera internacional de 2008. Los bancos centrales y gobiernos de diversos países han anunciado sustanciales medidas para atenuar el impacto en los ingresos y aplacar el temor de los mercados.

Sin embargo, no se puede descartar un daño más prolongado y una recuperación más lenta en la medida que se extienda en exceso las medidas de contención, más allá del esfuerzo de mitigación que puedan reforzar las autoridades en estos casos.

De este modo, durante la última semana de febrero y la primera quincena de marzo, el creciente temor en los mercados financieros se vio reflejado en una elevada demanda por activos seguros, lo que contribuyó a la caída generalizada de las bolsas, una compresión de las tasas de interés de largo plazo, una apreciación del dólar y caídas generalizadas en el precio de las materias primas. Hacia la segunda quincena de marzo se observó un aumento de la demanda por liquidez en dólares, en desmedro de prácticamente todas las demás clases de activos. Esto, reflejando la fuerte preferencia por efectivo a medida que hogares, empresas, bancos e intermediarios financieros anticipan necesidades de caja significativas para enfrentar los próximos meses. Las economías emergentes han sufrido la depreciación de sus monedas, salidas de capitales, abruptas caídas de sus bolsas y aumentos de indicadores de riesgo. En todo caso, en los días recientes se ha producido una reversión parcial de estos fenómenos, como reacción a las medidas anunciadas por diversas autoridades (gráfico 1).

Chile también se ha visto afectado por la turbulencia financiera mundial. Es así como durante este período se ha depreciado nuestra moneda, la bolsa ha tenido un importante deterioro, los *spreads* de riesgo soberano se han ampliado y se han elevado las tasas de interés de largo plazo. Aun así, estos movimientos han sido más moderados que en economías comparables, lo que parece reconocer nuestros fundamentos macroeconómicos más sólidos, el rol del tipo de cambio como amortiguador de *shocks* y un mayor espacio de política para responder a la crisis (gráficos 2 y 3).

No cabe duda que esta crisis global afectará a Chile y que lo hará por diversos canales. En primer lugar, en lo que respecta a los efectos desde el exterior, provocará una caída significativa de los flujos de comercio. Para este año se proyecta que la economía mundial sufrirá una recesión, combinando caídas de actividad en el mundo desarrollado con una débil expansión en China. En este panorama, destaca una contracción en Estados Unidos, donde las cifras adelantadas del mercado laboral auguran efectos relevantes en la economía. En la Eurozona, el bajo dinamismo que venían mostrando sus principales economías —Alemania, Francia e Italia— y una banca cuya situación era compleja, plantean desafíos mayores para las políticas de estímulo. China crecerá este año 3 por ciento, la cifra más baja desde 1990, con importantes repercusiones en el resto del mundo, ya sea por su integración en las cadenas de valor como por la relevancia que tiene para el comercio de algunos países, incluido Chile. Al efecto en el comercio se suma el impacto negativo en los ingresos producto de la caída en el precio de las materias primas (gráfico 4).

Especialmente relevante para Chile es el descenso del precio del cobre, que llegó a valores cercanos a 2 dólares la libra durante marzo. Para este año se proyecta que su precio promedio se ubicará en torno a 2,15 dólares la libra. Este efecto negativo será en parte importante compensado por la caída del precio del petróleo, que se redujo hasta niveles entre 20 y 30 dólares el barril durante marzo. Con ello el deterioro de los términos de intercambio no alcanzará al 1 por ciento en 2020. La caída

en los precios de los combustibles también contribuirá a contener las presiones inflacionarias y aportará positivamente al ingreso disponible (gráfico 5).

Un segundo canal de transmisión se relaciona con el deterioro de las condiciones financieras. El aumento global de la percepción de riesgo y los grandes ajustes de los precios financieros limitan el acceso a financiamiento de gobiernos y empresas. Esto ha motivado que diversos bancos centrales hayan tomado medidas para mantener el adecuado funcionamiento de los mercados. En Chile, entre otras medidas, el Consejo adecuó la operatoria de los programas de liquidez que viene aplicando desde noviembre de 2019, incluyó los bonos corporativos dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones de liquidez en pesos que ofrece el Banco e inició la compra de bonos bancarios a participantes del sistema SOMA, por un monto equivalente en UF de hasta 4 mil millones de dólares. En nuestra Reunión de ayer también comunicamos que ampliaríamos el monto de este programa de compra de bonos bancarios a una cifra hasta 8 mil millones de dólares. Además, para el saldo remanente, que alcanza 5.500 millones de dólares se eliminaría la restricción de plazo en los instrumentos elegibles.

La abrupta baja en la actividad de las empresas, producto de que sus trabajadores o clientes se ven impedidos de continuar con sus actividades normales por las necesidades de aislamiento social, tiene como consecuencia un significativo aumento de sus necesidades financieras, ya que deben seguir cubriendo sus costos en un contexto de fuerte pérdida de ingresos. En Chile estas necesidades son particularmente importantes, pues, en las primeras semanas de la crisis social, muchas empresas se vieron en una situación similar, lo que podría haber consumido gran parte de sus holguras de liquidez sin que tuvieran la posibilidad de reponerlas. Para facilitar el acceso al crédito a personas y empresas, especialmente de menor tamaño, el Consejo estableció la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) mediante la cual se otorgan créditos a 4 años a los bancos, con una tasa de interés equivalente a la TPM y en una magnitud que se incrementa en función de las operaciones de refinanciamiento y crédito en los segmentos más estresados. Esta facilidad otorgará en un principio recursos por cerca de 5 mil millones de dólares.

Un tercer canal de transmisión se relaciona con el deterioro de las expectativas empresariales y de consumidores, y su efecto en la inversión y el consumo. Previo al agravamiento de la emergencia sanitaria, ambas ya se ubicaban en niveles pesimistas y la coyuntura actual dificulta una reversión. Uno de los recuadros de este IPoM da cuenta de los resultados de una encuesta que el Banco levantó en la última quincena de marzo entre quienes participan del Informe de Percepciones de Negocios. Esta reveló un deterioro relevante de las perspectivas para el empleo y la actividad durante los próximos seis meses, lo cual debe ponderarse a la luz del impacto que sufrieron las empresas desde la crisis social de octubre. De hecho, entrevistas telefónicas que complementaron el cuestionario indicaron que ya se están produciendo despidos, los que están afectando principalmente a quienes no tienen un contrato formal con las empresas, los contratados a plazo fijo y las personas que llevan menor tiempo en sus empleos (gráfico 6).

De hecho, otro canal de transmisión es el efecto que la emergencia tendrá sobre el empleo y los ingresos de los trabajadores. La necesidad de evitar el contagio ha llevado a la detención de actividades altamente intensivas en interacción personal, como el comercio, la educación, los restaurantes y los hoteles, entre otros. Aunque algunas de estas actividades pueden realizarse parcialmente de forma remota —como la educación—, en otros casos eso no es posible y la incertidumbre sobre la duración de la detención de actividades pone en riesgo el empleo e ingresos de un número importante de personas. El Gobierno ha anunciado un paquete de medidas que apuntan a que, aun sin perder su vínculo laboral, los trabajadores puedan sustentar ingresos con recursos del seguro de cesantía. También se han anunciado iniciativas para complementar los ingresos de las personas, incluyendo transferencias, así como la postergación del pago de las cuentas de los servicios básicos para hogares de menores ingresos. La magnitud en que se vea mermado el empleo e ingresos de los trabajadores, en particular de quienes no tienen contrato formal o trabajan por cuenta propia, determinará la magnitud del impacto en el consumo y el desempeño general de la economía.

El desarrollo de los proyectos de inversión también está siendo afectado por la emergencia sanitaria. Algunos de los proyectos de gran tamaño que se estaban ejecutando en el país han anunciado que detendrán sus obras por algunas semanas, para evitar la propagación del virus entre sus trabajadores. Cuánto persistan estas detenciones dependerá de la evolución de la situación sanitaria, pero igualmente tendrá un efecto relevante sobre el comportamiento de la inversión en el segundo trimestre. El escenario base supone que dichos proyectos se retomarán con normalidad a partir del tercer trimestre del presente año.

Se debe tener presente que el desempeño de la economía desde octubre a la fecha otorga un frágil punto de partida para enfrentar la emergencia del Covid-19. Más allá de que los últimos IMACEC dieron cuenta de una recuperación de los niveles de actividad —incluyendo la cifra de febrero (2,7%) publicada esta mañana— las medidas sanitarias inciden con mayor intensidad sobre sectores que ya se habían visto afectados por la crisis social. A su vez, el consumo de los hogares viene de una contracción importante en la última parte del año pasado, mientras la inversión se sostenía por el desempeño del componente de construcción y otras obras, principalmente por proyectos mineros. En el mercado laboral, la tasa de desocupación nacional reportada por el INE para el trimestre móvil terminado en febrero mostró un aumento superior al de meses previos, al tiempo que otros indicadores dan cuenta de un empeoramiento importante de la calidad del empleo. En particular, llama la atención que en los últimos meses un porcentaje mayoritario (92%) del aumento del empleo total corresponde a empleo asalariado informal, que no posee el conjunto de beneficios que sí tiene el empleo asalariado formal, entre ellos el pago de licencias médicas (gráfico 7). Diversas variables financieras, como el tipo de cambio, los precios bursátiles y el crecimiento del crédito, también se ubicaban en niveles menos favorables que los previos al inicio de la crisis social.

La evolución de la emergencia sanitaria lleva a proyectar que la actividad comenzó a contraerse en la segunda quincena de marzo, posiblemente en una magnitud mayor a la observada en la segunda mitad de octubre del año pasado tras el inicio de la crisis social. Hay varias razones que explican

esto. Por un lado, a diferencia de lo ocurrido en octubre cuando la educación y la actividad de sectores como el comercio, hotelería y restaurantes se detuvo parcialmente —principalmente en las zonas con mayores episodios de violencia—, a partir de mediados de marzo la detención en estos sectores es generalizada a lo largo del país. Algo similar ocurre con el transporte, especialmente aéreo, que en octubre sufrió alteraciones en su funcionamiento habitual, pero ahora se detuvo casi por completo ante el cierre de fronteras y el aislamiento social. La fuerte caída de la actividad en la última parte de marzo reduce el crecimiento del primer trimestre, aunque no lo volverá negativo en términos de la variación trimestre a trimestre, y es el punto de partida de la contracción que tendrá en el segundo trimestre del año. Esta proyección recoge las mayores restricciones ya aplicadas por la autoridad hasta el cierre de este IPoM, las que se supone se acentuarán en el curso del segundo trimestre, en línea con las señales entregadas por ésta. Una estimación gruesa de los efectos apunta a que cada mes que se mantengan las actuales restricciones equivale a un punto porcentual de menor crecimiento del PIB del año. Esto es inferior a las estimaciones que ha hecho la OCDE y el FMI para la actividad mundial, lo que se explica por las diferencias en la estructura de la economía y lo estricto de las medidas consideradas.

El escenario base supone que a partir de tercer trimestre de este año se irán reduciendo las restricciones sanitarias y se dará comienzo al proceso de recuperación de la economía. Aunque esto no evitará una contracción en términos anuales para dicho período, sí será el punto de partida para un rebote relevante de las tasas de crecimiento anualizadas en el último trimestre de 2020 y todo 2021. Esta visión es coherente con lo que se espera para el resto del mundo el próximo año, período en que Estados Unidos volverá a crecer algo por sobre 3 por ciento y China se acercará a 7 por ciento, dando paso a un crecimiento mundial y de los socios comerciales por sobre 3,5 por ciento. Hacia 2022, tanto Chile como el resto del mundo, volverán a mostrar tasas de expansión coherentes con sus crecimientos de mediano plazo.

Además de la superación de la emergencia sanitaria, la recuperación prevista descansa en la premisa de que la mayoría de las empresas y personas serán capaces de retomar sus actividades a medida que se controla la expansión del virus, lo que depende de que las necesidades de financiamiento de estos agentes puedan ser satisfechas. Esto explica la enérgica respuesta de parte de las autoridades fiscales y monetarias en el mundo y en Chile, la que ha tenido un foco en la protección del empleo y el acceso al crédito para las empresas más afectadas. A nivel local, esta proyección también es contingente a que los grandes proyectos de inversión retomen su normal desarrollo y que el encauzamiento institucional de la crisis social reduzca la incertidumbre y evite nuevos episodios de violencia. Además, el escenario considera el impulso adicional implícito en los anuncios realizados por el Ministerio de Hacienda durante marzo.

Cabe señalar que las proyecciones contenidas en el escenario base se elaboraron en un entorno de incertidumbre aún mayor que en el IPoM de diciembre. Particularmente relevante es la dificultad de estimar cómo evolucionará la pandemia en Chile y el mundo, y cómo se ajustarán las medidas de control sanitario. Lo inédito de estos elementos, hace que los rangos de proyección para el crecimiento tengan un contenido informativo menor al habitual. Con todo, el Consejo estima que

este año el PIB de Chile se contraerá entre 1,5 y 2,5 por ciento. En 2021, aumentará entre 3,75 y 4,75 por ciento, mientras que en 2022 crecerá entre 3 y 4 por ciento (gráfico 8).

Por el lado de la demanda interna, las mayores necesidades de caja para cubrir la operación de las empresas se reflejarán en una contracción de la inversión, estimándose en el escenario base que la formación bruta de capital fijo (FBCF) se contraerá 8,2 por ciento en 2020. Sectorialmente, tanto la inversión minera como no minera se ajustan a la baja, aunque esta última con mayor intensidad. La mayor caída proyectada para la inversión considera las paralizaciones que varias faenas han informado a raíz de la crisis sanitaria y una reevaluación más generalizada de los proyectos de inversión que estarían efectuando las empresas, lo que se condice con los resultados de la encuesta elaborada por el Banco. Esta mostró que una porción no menor de los entrevistados detuvo sus planes de inversión para este año y aproximadamente la mitad estaba re-evaluando su ejecución.

La proyección también contempla una contracción del consumo en 2020, la que se acercará a 2 por ciento y que en su parte privada estará más concentrada en su componente durable. Ello, en línea con la significativa depreciación del peso y la caída de dos dígitos que muestran las importaciones de bienes de consumo en los primeros meses de este año. La recuperación del consumo dependerá especialmente de la evolución del empleo y los ingresos, y cómo las empresas logren sortear el período más crítico sin destruir un número significativo de puestos de trabajo.

Las exportaciones chilenas tendrán una contracción durante 2020, como reflejo de los menores flujos de comercio que traerá consigo la recesión mundial. De hecho, ya en febrero y marzo, mostraron caídas anuales. Las importaciones también se contraerán, producto de la debilidad de la demanda interna. Es así como el importante ajuste del gasto de empresas y hogares no alcanzará a ser compensado por el desahorro del gobierno implícito en el paquete fiscal anunciado, con lo que este año, el saldo de la cuenta corriente pasará a ser marginalmente positivo (gráfico 9).

La trayectoria de la inflación en el mediano plazo estará dominada por la fuerte ampliación de la brecha de actividad que se prevé en el escenario recién descrito. En el corto plazo operan fuerzas en sentidos opuestos; por un lado, la significativa caída en el precio del petróleo y, por otro, la depreciación del peso. Sobre esta última, es importante destacar que, a diferencia de lo ocurrido tras la crisis social, la depreciación más reciente del peso no es idiosincrática, sino que responde a la apreciación global del dólar. Así entonces, su traspaso a los precios locales debiera ser menor. Por otro lado, aunque en la coyuntura actual podrían generarse alzas de precios por consideraciones de oferta —por ejemplo, en productos que puedan presentar desabastecimientos o quiebres de stock—, se anticipa que la fuerte caída de la demanda en el resto de los bienes y servicios predominará en la dinámica inflacionaria de mediano plazo.

En el escenario base, la inflación tendrá una trayectoria descendente en los trimestres venideros, bajando desde el registro de 3,9 por ciento en febrero a valores cercanos a 3 por ciento anual en el último trimestre de este año, para luego fluctuar en torno a ese valor en 2021 (gráfico 10).

En este escenario, se han reducido de manera sustantiva las presiones inflacionarias de mediano plazo, con lo que la convergencia de la inflación a la meta de 3 por ciento requiere que la política monetaria se mantenga en esta posición altamente expansiva por un extenso período de tiempo. Coherente con esto, durante marzo el Consejo redujo la TPM en 125 puntos base, hasta situarla en 0,5 por ciento, su mínimo técnico. Con ello, la política monetaria ha alcanzado un elevado nivel de expansividad, superior al que muestran algunas economías comparables (gráfico 11). Sin perjuicio de que la TPM permanezca en este nivel mínimo por un tiempo prolongado, el Consejo seguirá implementando las medidas necesarias para promover el adecuado funcionamiento de los mercados financieros, y el cumplimiento de los objetivos de inflación y de estabilidad financiera.

A partir de este IPoM, hemos decidido implementar una política de comunicación más explícita respecto de las posibles trayectorias futuras para la TPM, en lo que llamamos el “corredor para la TPM”. Esto se enmarca dentro de las mejores prácticas internacionales al respecto y está en línea con las recomendaciones que realizó el Panel de Expertos que evaluó nuestro marco de política durante el año pasado.

Como se describe en uno de los Recuadros de este IPoM, este corredor muestra el rango de trayectorias coherentes con el escenario base, que incluye el escenario central de proyecciones y aquellos escenarios de sensibilidad que son coherentes con expansiones de la actividad en los límites superior e inferior del rango de proyección, pero que podrían requerir trayectorias diferentes de la TPM para lograr la convergencia inflacionaria en el horizonte de política.

Este corredor enfatiza la incertidumbre existente en tres dimensiones: a) la lectura inicial de la economía, b) los desarrollos futuros del escenario macroeconómico y su impacto en la convergencia de la inflación, y c) del nivel de equilibrio de largo plazo de la TPM. Adoptamos este cambio bajo el convencimiento que aportará a comunicar la racionalidad de las decisiones de política monetaria, potenciando su efectividad y rendición de cuentas al público.

Es así como estimamos que existen escenarios en los que el crecimiento puede situarse dentro de los rangos de proyección, pero la convergencia de la inflación a la meta requiera de una trayectoria de la TPM distinta y/o de un cambio en las medidas destinadas a preservar el buen funcionamiento de los canales de crédito. Pese a las significativas correcciones a la baja, sigue siendo posible que la economía muestre un desempeño peor al esperado, en particular hacia 2021 y 2022. Ello podría darse si el control de la emergencia sanitaria y las medidas de contención a nivel internacional se prolongan más de lo previsto.

Lo anterior también podría suceder si las significativas necesidades financieras de empresas y hogares no son satisfechas por la oferta de crédito. Escenarios de este tipo implicarían problemas de solvencia y quiebras en las empresas de los sectores más afectados, con una pérdida mayor de empleos y una velocidad de recuperación más lenta para los próximos dos años. En situaciones como esta, la convergencia a la meta de inflación puede requerir mantener la TPM en su mínimo técnico

por un mayor tiempo. Ello se refleja en la trayectoria de política monetaria que describe la parte inferior del corredor de TPM (gráfico 12).

También es posible que la emergencia sanitaria se supere más rápidamente y la actividad económica comience su normalización antes de lo previsto, lo que daría soporte a la inflación hacia fines de 2020 y comienzos de 2021. En este tipo de situaciones, la política monetaria podría comenzar un proceso de normalización gradual algunos trimestres antes de lo anticipado —coherente con la parte superior del corredor de TPM (gráfico 12).

La inflación también podría elevarse si la interrupción en el normal funcionamiento de las empresas derivara en una reducción relevante de la oferta disponible de bienes y servicios, dando paso a aumentos importantes de sus precios. En este caso, no es evidente que la trayectoria de la TPM debiera modificarse, en particular si las expectativas de inflación de mediano plazo siguen alineadas con la meta.

Con todo, consideramos que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja en el corto plazo y equilibrado en el mediano plazo. Para la inflación está equilibrado.

De esta forma, tomando en cuenta los antecedentes anteriores, nuestro juicio Consejo es que la política monetaria debe usar todo su poder expansivo durante un extenso período de tiempo, ubicando, por tanto, la TPM en el piso del corredor.

Existen otros escenarios donde el desempeño de la economía se escaparía de los rangos de proyección previamente discutidos. Aunque la gran mayoría de los bancos centrales y autoridades fiscales ha adoptado medidas muy significativas, lo inédito de la emergencia sanitaria complejiza estimar sus alcances de corto y mediano plazo, lo que se acentúa al considerar las vulnerabilidades en algunos segmentos de los mercados financieros tras una década de bajas tasas de interés. Esto es en parte lo que ha llevado al brusco aumento de la aversión al riesgo y la búsqueda de activos seguros. De continuar un proceso de este tipo, no puede descartarse que se produzca un severo estrechamiento de las condiciones financieras que termine afectando la cadena de pagos a nivel global, dañando seriamente la posición financiera de diversas entidades públicas y privadas y generando caídas de la actividad mucho más severas. En una situación de este tipo, de la cual Chile no podría abstraerse, sería necesario utilizar instrumentos que van más allá del manejo habitual de la política monetaria, primando consideraciones de estabilidad financiera.

Reflexiones finales

Chile se enfrenta hoy, como la mayor parte de los países, a un *shock* económico sin precedentes. La emergencia sanitaria generada por la rápida expansión del Covid-19 ha obligado a aplicar drásticas medidas de contención social en todo el mundo, las que inciden directamente sobre el funcionamiento de las economías y elevan fuertemente la incertidumbre global. A diferencia de otros episodios, determinados por el ciclo económico o por turbulencias financieras, este es un

shock que frena repentinamente la actividad, que incide sobre la oferta y la demanda, que afecta a países ricos y pobres, y que es tanto externo como interno.

Dadas estas diferencias de origen, la evolución de la crisis puede ser muy diferente de sus predecesoras. Un primer determinante de su duración será la prolongación de la emergencia sanitaria, de las medidas de contención y cómo éstas se vayan retirando una vez que la expansión del virus vaya siendo controlada. De no haberse producido otros perjuicios en la economía, esto puede traducirse en una recuperación de la actividad económica más rápida que en crisis anteriores.

Un segundo determinante es la profundidad del daño que se produzca en el sistema productivo. La fuerte caída o aun interrupción de los ingresos de las empresas genera una fuerte presión sobre sus flujos de caja, que de no ser acotado y/o mitigado, puede amenazar la supervivencia de muchas de ellas, la operación de las cadenas de pagos, el empleo y la estabilidad financiera. En estas circunstancias, deben buscarse todos los medios para evitar el efecto en cadena que genera la abrupta interrupción de la actividad. Para esto se requiere de intervenciones decididas de política e involucrar a las instituciones financieras. Si bien no son el origen del problema, los bancos y otras instituciones financieras deben ser parte de la solución.

Chile enfrenta esta coyuntura con importantes fortalezas. En primer lugar, cuenta con un sistema de salud competente en el manejo epidemiológico, más profesionalizado y equipado que el de la mayoría de sus pares de la región. Ejemplo de ello es el alto y creciente volumen de exámenes de Covid-19 que se ha venido aplicando, lo que permite identificar los casos, aislar a los enfermos y a potenciales contagiados.

En segundo lugar, Chile cuenta con reservas económicas que se han venido acumulando durante los años como producto de políticas de responsabilidad financiera y fiscal, incluyendo entre estas reservas la solidez institucional para aplicarlas. Esto hace que el espacio para la política fiscal, monetaria y financiera sea también mayor que en muchos países.

En tercer lugar, cuenta con un sistema de protección social que, pese a sus imperfecciones, tiene medios para llegar rápidamente a hogares de menores recursos y trabajadores con el riesgo de perder su empleo.

Al mismo tiempo, sin embargo, debemos ser también conscientes de nuestras debilidades. Entre ellas se cuenta la presencia de un sector informal importante en la economía, así como el debilitamiento de algunos sectores productivos y el aumento de la incertidumbre producto de la crisis social iniciada en octubre pasado. La posibilidad de que el encauzamiento institucional de esta última no sea capaz de evitar el resurgimiento de la violencia es un riesgo particular que se agrega en nuestro país.

La fortaleza de nuestro marco de política económica se ha reflejado en el hecho de que Chile es uno de los países que ha respondido con mayor rapidez y contundencia en la adopción de medidas de contención y mitigación del impacto económico del Covid-19. En el caso del Banco Central, esto se

traduce en la adopción de más de diez medidas para elevar el estímulo monetario, fortalecer el crédito y reducir la volatilidad financiera. Este hecho ha sido reconocido por los mercados, de modo que, desde el inicio de la alarma mundial por la pandemia, los precios de los activos chilenos se han deteriorado menos que los de otras economías similares.

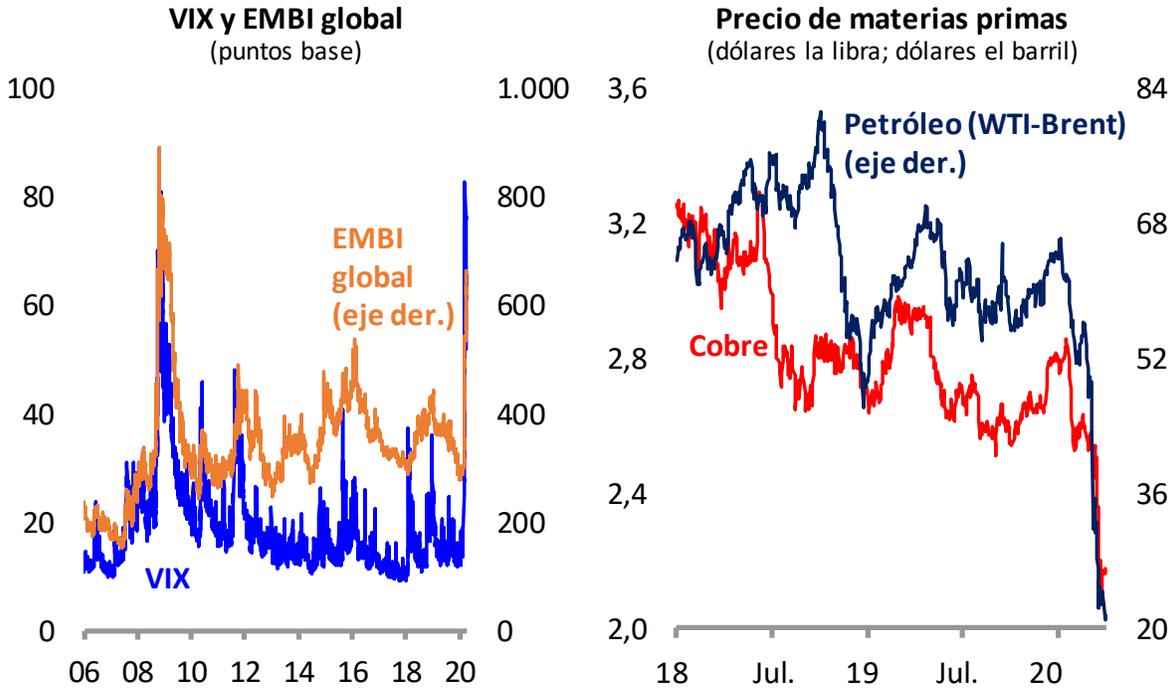
Como Banco Central, estamos trabajando activamente para asegurar la plena implementación y efectividad de las medidas en aplicación. Al mismo tiempo, nos mantendremos atentos al desarrollo de los acontecimientos y dispuestos a desplegar todo nuestro instrumental en apoyo de la economía.

En esta coyuntura, sin embargo, no basta con el actuar de una sola institución. En las últimas semanas hemos ido fortaleciendo nuestra coordinación con el Ministerio de Hacienda y la Comisión para el Mercado Financiero, con el objeto de alinear las normas e incentivos para que el crédito fluya a las empresas y hogares con mayores dificultades. Los desafíos que encaramos requieren intensificar esta coordinación, incluyendo una respuesta del sistema bancario a la altura de las circunstancias y la cooperación del Congreso Nacional frente a reformas legales que requieran urgente aplicación.

Si bien esta es una emergencia que afecta la vida cotidiana de muchas personas, si sabemos manejarla bien, con políticas acertadas y colaboración de todos los actores, el impacto será transitorio y, en la medida que la pandemia sea controlada, todos podremos retomar nuestras actividades habituales. Eso permitirá que la economía recupere su ritmo de crecimiento y dejemos atrás el período de contracción. Sin embargo, para que ello ocurra es indispensable que aquellos que requieren de ayuda para sobrellevar este período la obtengan. Hogares y empresas deben poder acceder al crédito, a un costo razonable. El Banco está trabajando, junto a otras instituciones, para que esto ocurra.

Muchas gracias

Gráfico 1

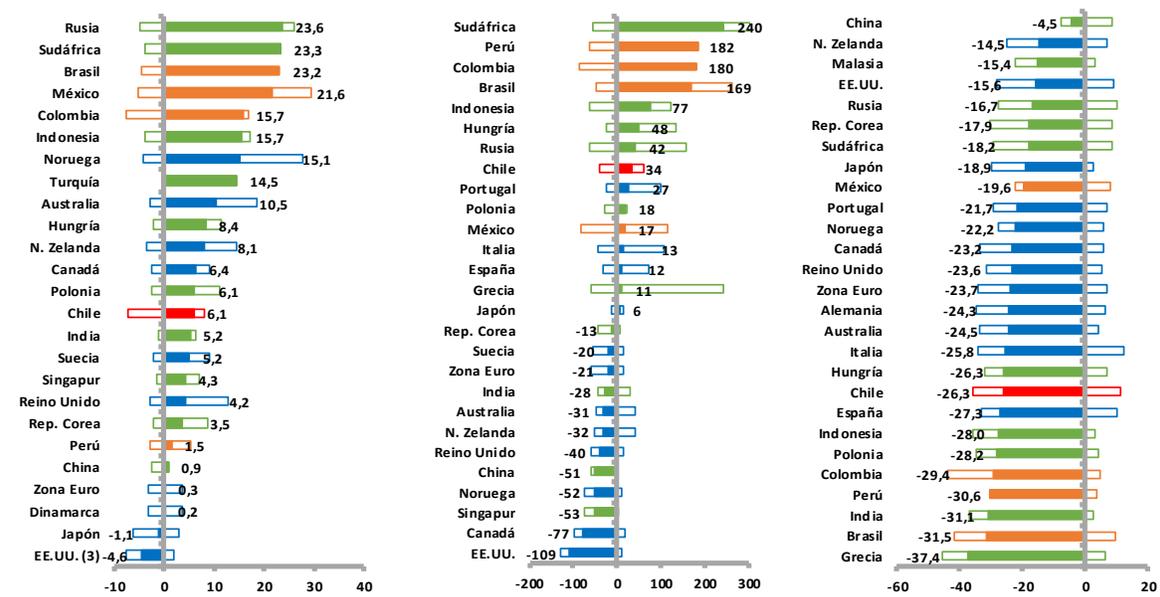


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2

Variación mercados financieros desde el IPoM de diciembre 2019

Paridades frente al dólar (1) (2) Tasas nominales a 10 años (1) Mercados bursátiles (1)

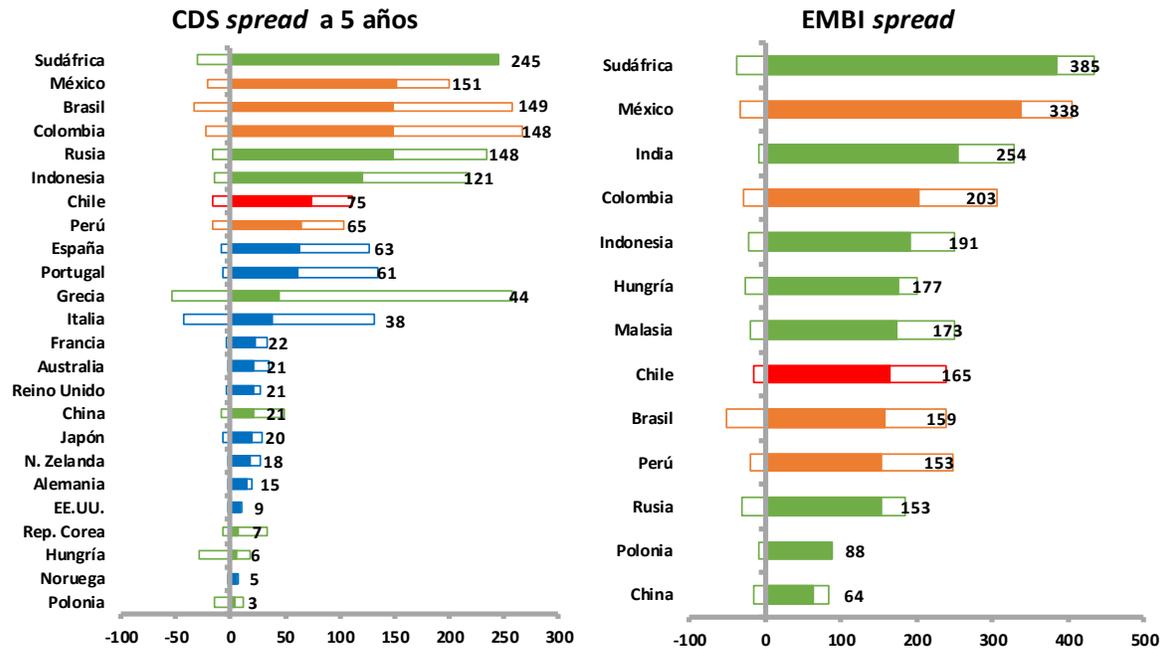


(1) Barras verdes corresponden a emergentes, naranjas a América Latina y azules a desarrollados. Barras sólidas es variación desde el cierre estadístico de diciembre del 2019 y barras transparentes a cambios respecto de máximos y mínimos. (2) Aumento (baja) indica depreciación (apreciación). (3) Corresponde a tipo de cambio multilateral. Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

Variación CDS a 5 años y EMBI desde el IPoM de diciembre 2019 (*)

(puntos base)

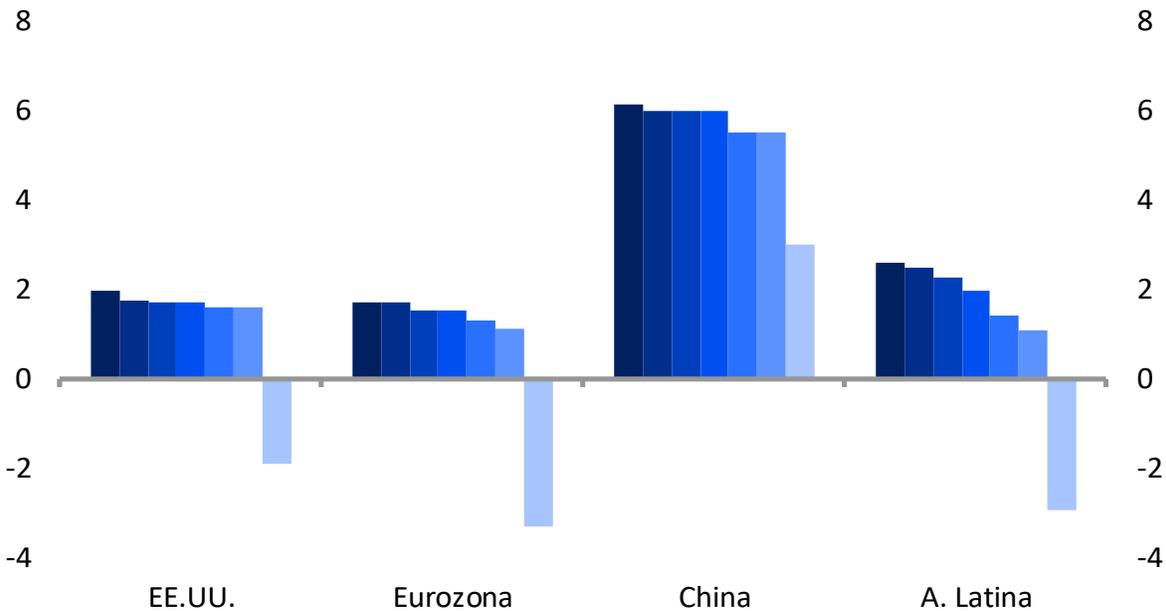


(*) Barras verdes corresponden a emergentes, naranjas a América Latina y azules a desarrollados. Barras sólidas es variación desde el cierre estadístico de diciembre del 2019 y barras transparentes a cambios respecto de máximos y mínimos. Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4

Proyección de crecimiento 2020 en los últimos IPoM (*)

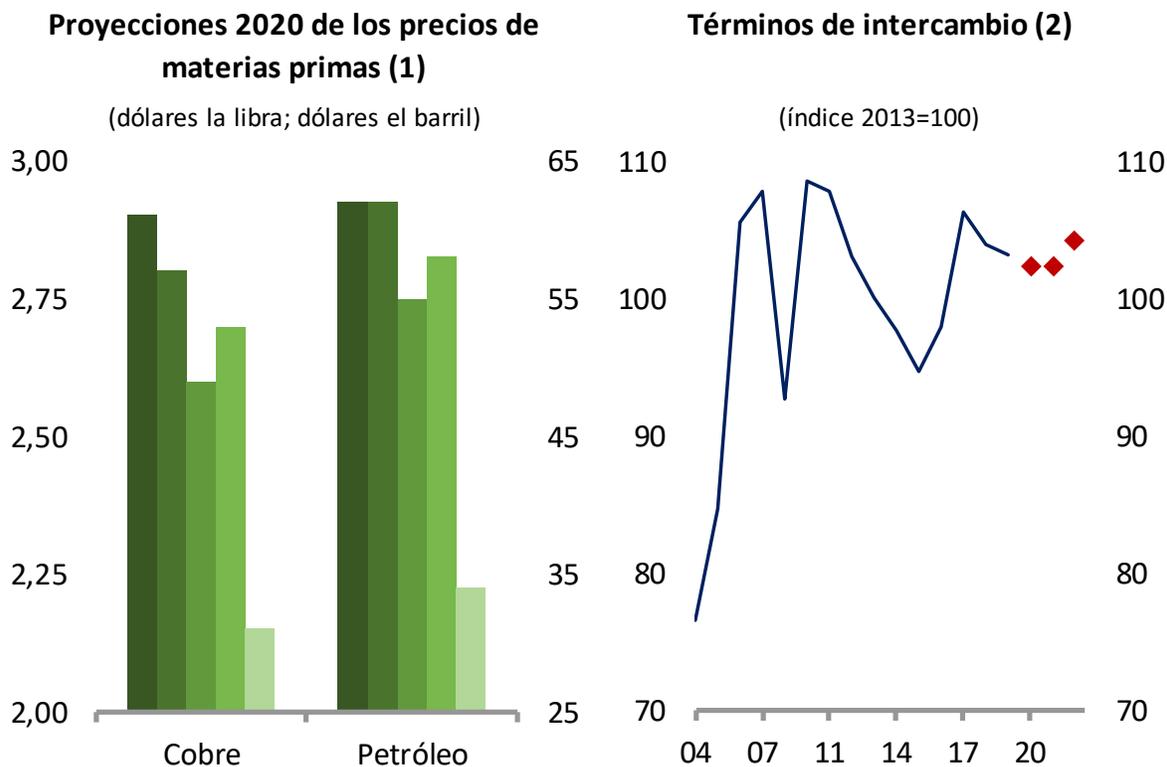
(variación anual, porcentaje)



(*) Evolución de la proyección desde el IPoM de septiembre 2018 al de marzo 2020.

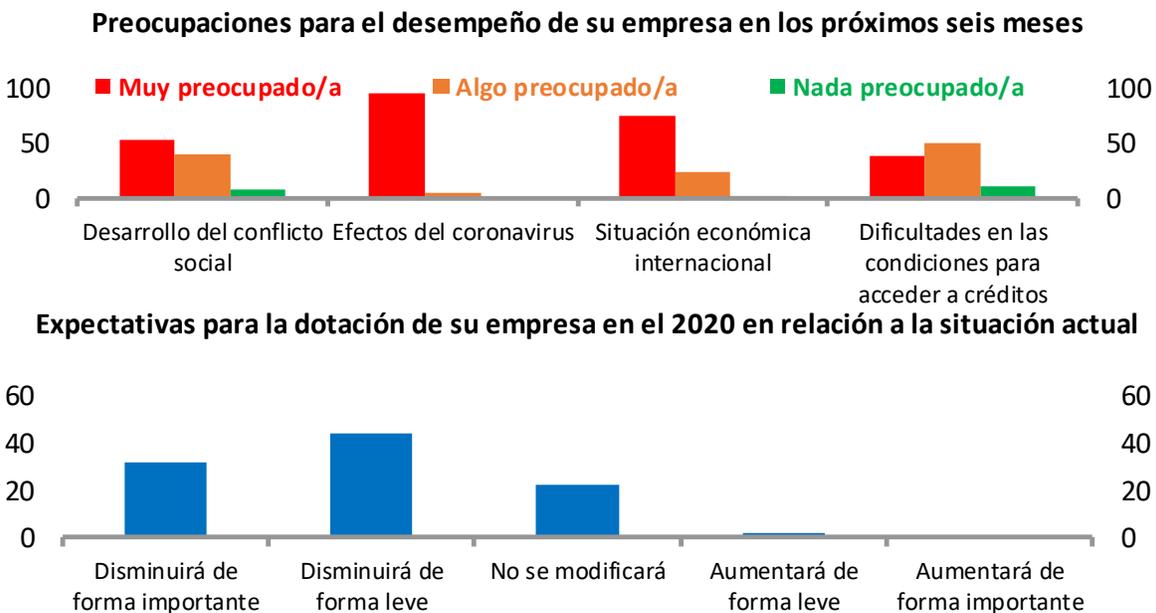
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5



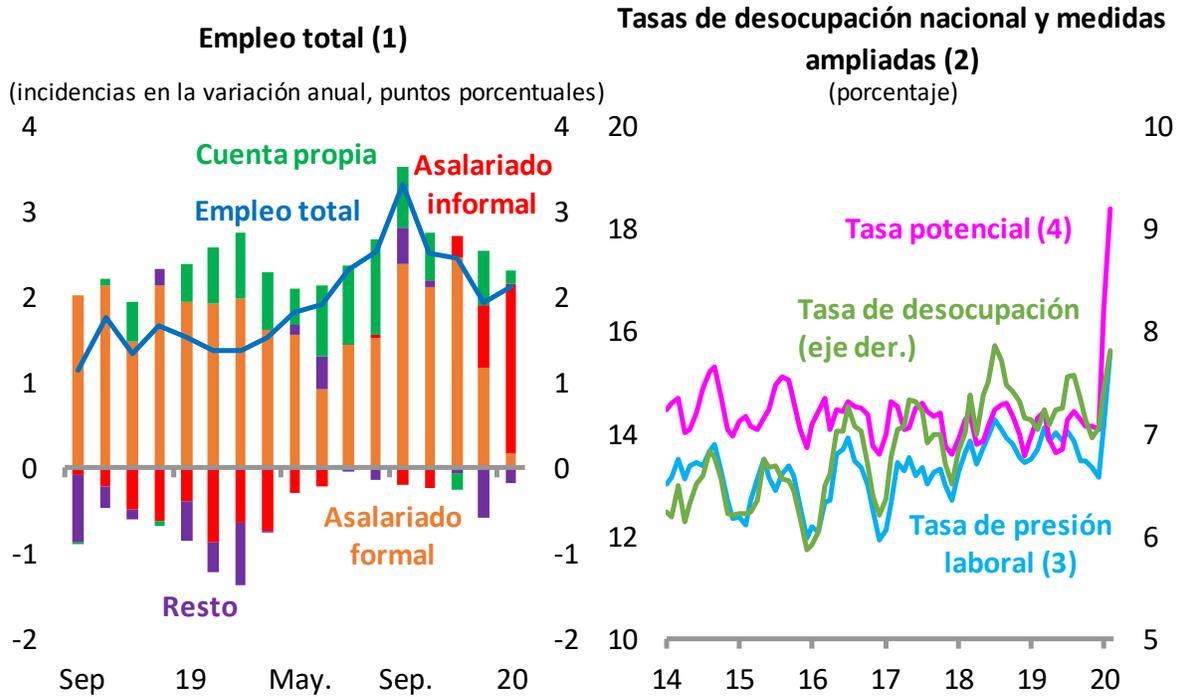
(1) Evolución de la proyección desde el IPoM de marzo 2019 al de marzo 2020. (2) Rombos rojos corresponden a las proyecciones para el período 2020-2022 contenidas en el IPoM de marzo 2020. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6



Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

Gráfico 7



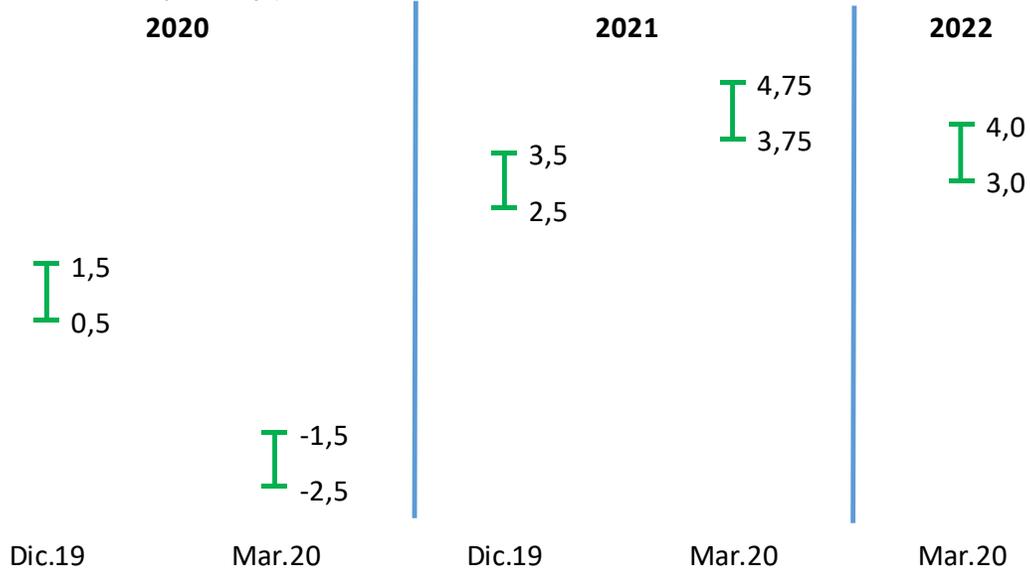
(1) Primer trimestre de 2020 considera información hasta el trimestre móvil terminado en enero. Asalariado formal corresponde a los trabajadores dependientes que cuentan con acceso a la seguridad social, es decir, que cuentan simultáneamente con cotizaciones de salud y previsión social por concepto de su vínculo laboral con un empleador. En tanto, los trabajadores Asalariados informales son aquellos trabajadores dependientes que no cuentan simultáneamente con acceso a la seguridad social o que no es garantizado por su empleador. Resto incluye a Empleadores, Servicio Doméstico y Familiar No Remunerado. (2) Considera información hasta el trimestre móvil terminado en febrero. (3) Proporción de personas que están desocupadas (incluyendo a iniciadores disponibles) y a aquellas personas ocupadas que declararon haber buscado empleo en la semana de referencia. Todo esto, respecto a la fuerza de trabajo (incluyendo a iniciadores disponibles). (4) También conocida como SU3. Corresponde a la proporción de personas que están desocupadas (incluyendo a iniciadores disponibles) y a aquellos que son parte de la fuerza de trabajo potencial, todo esto, respecto a la fuerza de trabajo ampliada (incluyendo a iniciadores disponibles y fuerza de trabajo potencial).

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

Gráfico 8

Proyección de crecimiento: 2020-2022

(variación real anual, porcentaje)

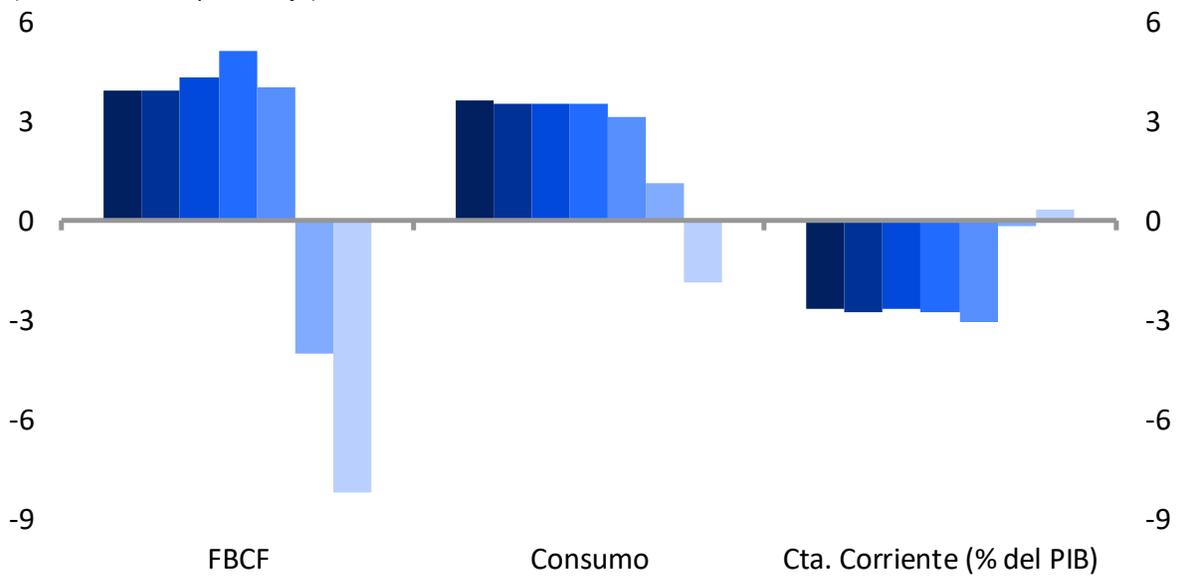


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9

Proyecciones de demanda interna y cuenta corriente para el 2020 en los últimos IPoM (*)

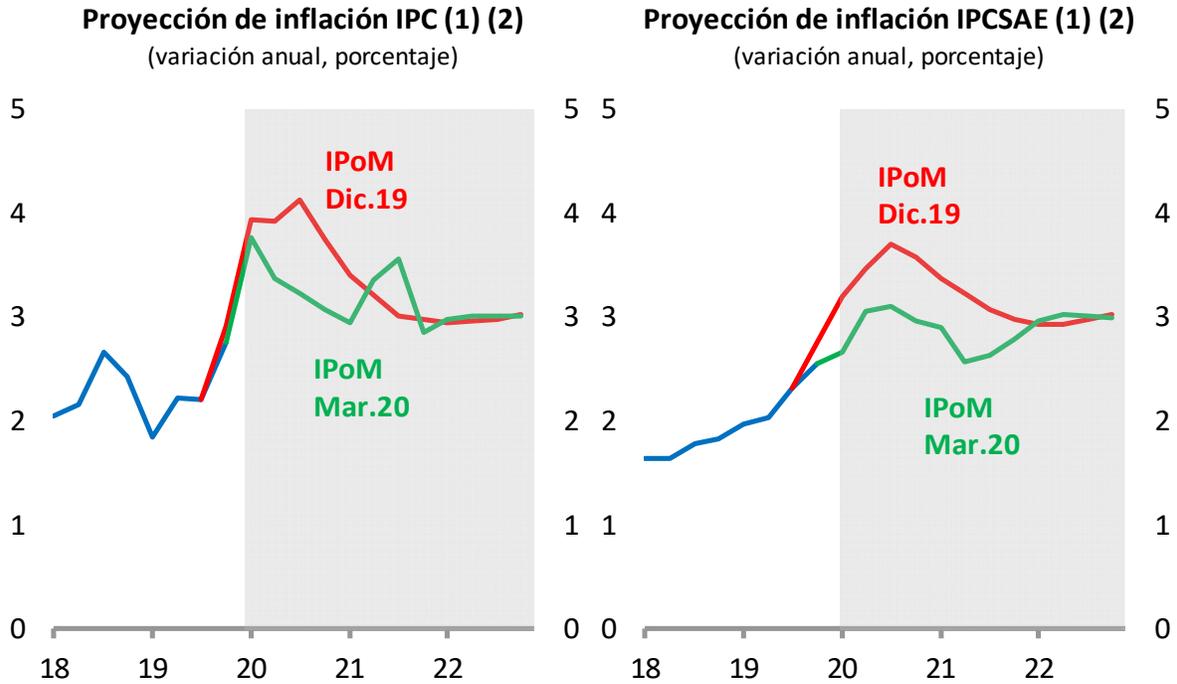
(variación anual, porcentaje)



(*) Evolución de la proyección desde el IPoM de septiembre del 2018 al de marzo del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

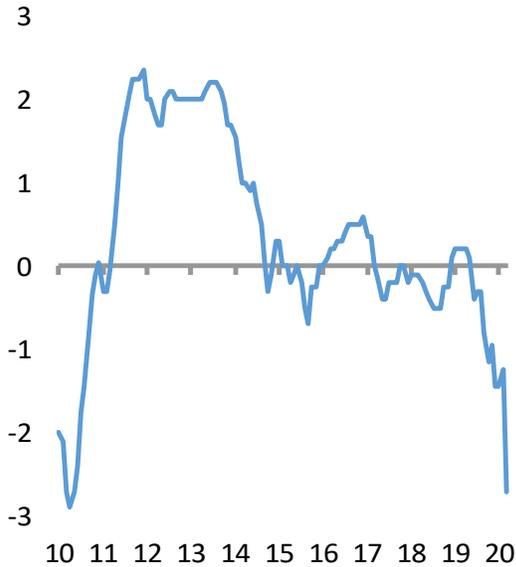


(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPCSAE que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del primer trimestre del 2020, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 11

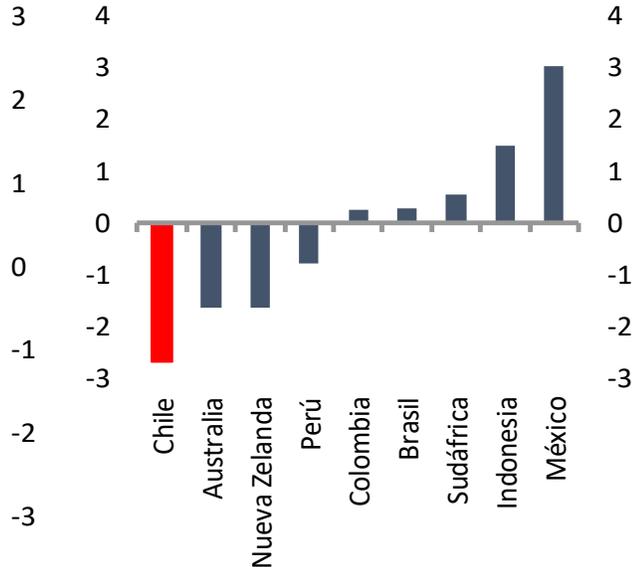
TPM real en Chile (1)

(porcentaje)



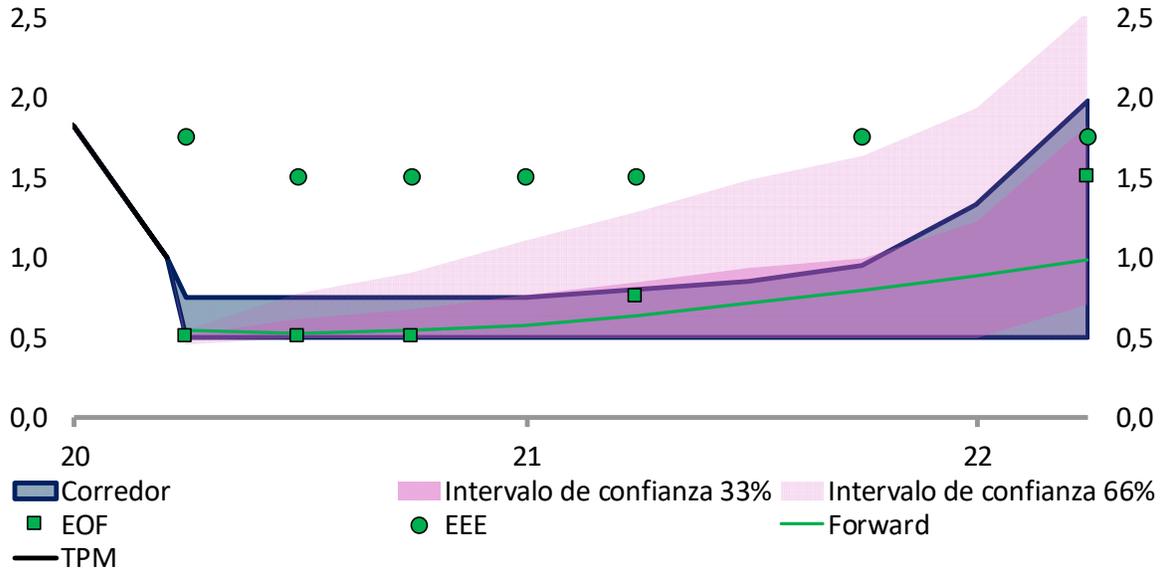
TPM real: comparación internacional (2)

(porcentaje)



(1) Calculada como la TPM nominal vigente al cierre de cada mes menos las expectativas de inflación a un año plazo derivada de la Encuesta de Expectativas Económicas. Considera la decisión tomada en la Reunión de Política Monetaria del 31 de marzo del 2020. (2) TPM actual menos la inflación esperada a un año. Fuentes: Bancos centrales de cada país.

Gráfico 12
Corredor de TPM (*)
 (porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1. Incluye la EOF del 26 de marzo, la EEE del 10 de marzo y la curva *forward* que se deriva de los precios de los activos financieros al cierre estadístico.
 Fuente: Banco Central de Chile.