



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

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
5 de diciembre de 2019

*El *Informe de Política Monetaria* de diciembre de 2019 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Ricardo Lagos Weber. 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. Esta visión está contenida en detalle en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2019, publicado esta mañana. Asimismo, estos antecedentes aportan el trasfondo para la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria del ayer miércoles.

Debo partir por agradecer a esta Comisión haber aceptado nuestra solicitud para anticipar la entrega de este Informe, originalmente planificada para el lunes próximo. El país está atravesando por momentos complejos y la economía, como era de esperarse, los está reflejando con fuerza. Así lo ratifica la importante caída del Imacec en octubre, las distintas fuentes de información que señalan una pérdida relevante de empleos durante noviembre y la abrupta caída en las confianzas de hogares y empresas. En tales circunstancias, era importante poder integrar esta información, lo antes posible, a una perspectiva de mediano plazo.

La crisis que se inició el 18 de octubre se ha caracterizado por reclamos sociales que han llevado a la discusión de cambios institucionales relevantes —como una nueva Constitución— y presiones legítimas por beneficios y derechos sociales con importantes implicancias fiscales. Este proceso, sin embargo, ha sido acompañado de episodios de violencia, significativos y prolongados, los que han provocado importantes disrupciones en el sistema productivo, incidiendo fuertemente en una menor actividad y debilitando el empleo.

Dados los objetivos y exigencias que la ley le impone al Banco Central de Chile, no entraremos en la discusión de las causas del estallido social, sus distintas manifestaciones y posibles soluciones. Para ello abundan los análisis y reflexiones de diversos actores y observadores de la realidad social y política del país. Este Informe se concentrará solo en sus dimensiones económicas y, como de costumbre, sus implicancias para la política macroeconómica y la política monetaria en particular. Consideramos que este es un enfoque que añade valor, porque lo peor que le puede pasar a una crisis social y política es que se combine con una crisis económica, donde los recursos y las posibilidades para resolver los problemas se verían considerablemente limitados y surgirían otros de igual o mayor envergadura. La historia de América Latina tiene demasiados episodios de esta naturaleza como para ignorarlos.

Como veremos, la perspectiva macroeconómica aporta un grado adicional de preocupación. La magnitud del impacto de la crisis social es comparable con algunos de los mayores *shocks* recibidos en el pasado por la economía chilena. Amortiguar dicho impacto involucrará recurrir a gran parte de las holguras y a la experiencia acumulada por las autoridades económicas a lo largo de los años. De hecho, solo esas holguras y un marco adecuado de política económica harán posible amortiguar,

pero no eliminar, las probables consecuencias del escenario macro sobre el desempleo, el crecimiento y la inflación.

Mientras una parte del impacto de la crisis social sobre la economía tiene que ver con las dificultades para el funcionamiento del sistema productivo, otra, muy significativa, tiene que ver con el sistema financiero. La información disponible muestra un aumento relevante de la incertidumbre y un deterioro de las confianzas que estarían amplificando estos efectos. Los mercados financieros se han visto tensionados por fuertes movimientos en los precios, que en algunos casos han ido más allá de lo justificable por la mayor percepción de riesgo país. Como Consejo hemos adoptado diversas medidas para mejorar la liquidez en pesos y en dólares, y decidimos intervenir el mercado cambiario para mitigar la alta volatilidad del tipo de cambio y ayudar a que los ajustes ocurran de manera adecuada.

En coherencia con esto último y la convergencia de la inflación a la meta, mantuvimos la TPM en 1,75 por ciento en la Reunión de Política Monetaria que sostuvimos ayer. El mayor impulso fiscal recientemente anunciado, unido a la ya alta expansividad de la política monetaria, ayudará a contener el deterioro de la economía, con lo que luego de una contracción de 2,5 por ciento en el cuarto trimestre de 2019, crecerá entre 0,5 y 1,5 por ciento en 2020.

Si bien prevemos que la relevante desaceleración del crecimiento ampliará la brecha de actividad en el horizonte de política monetaria, presionando a la baja a la inflación, los impactos financieros de la mayor incertidumbre, así como los efectos más persistentes de la depreciación del peso, aumentarán las presiones inflacionarias en el horizonte de política. En base a estos antecedentes, consideramos que el estímulo monetario es el adecuado para el logro de la meta de inflación, teniendo presente el estado actual del impulso fiscal y la política cambiaria. Las expectativas de mercado, que no anticipan mayores ajustes en la TPM y que mantienen una expectativa de inflación a dos años plazo en 3 por ciento, son coherentes con este diagnóstico.

Debe destacarse que las proyecciones de este IPoM se construyen en un contexto de mayor incertidumbre que la habitual. El escenario base supone un patrón de recuperación de la economía que se inicia incipientemente en diciembre, y luego prosigue con una mejoría paulatina de la demanda. Una condición clave para que este escenario se cumpla, es que la incertidumbre se reduzca significativamente y que los distintos sectores económicos puedan retomar sus procesos productivos. Como lo documenta uno de los Recuadros de este IPoM (Recuadro V.1), la evidencia de episodios similares en otros países, muestra que aquellas sociedades que han logrado acuerdos que mejoran la institucionalidad y gobernabilidad pueden transitar por estos cambios profundos con efectos acotados en la actividad y el empleo. Sin embargo, de no darse este escenario, la evidencia sugiere un panorama para la economía que será significativamente más sombrío, donde incluso el empuje conjunto de la política monetaria y fiscal será insuficiente para evitar una recesión y el aumento persistente del desempleo.

Permítanme ahora describir nuestro escenario base de proyecciones.

Escenario macroeconómico

Como indiqué al comienzo, la crisis social generó cambios importantes al escenario macroeconómico. Por lo pronto, ha afectado negativamente la actividad de corto plazo. En octubre, el Imacec anotó una caída anual de 3,4 por ciento —que fue de 4 por ciento en el Imacec no minero—, producto de diversas disrupciones que afectaron a todos los sectores económicos, incluyendo el daño y destrucción de instalaciones, dificultades de traslado de los trabajadores y la reducción de los horarios de operación. Las caídas más marcadas se observaron en el comercio, la producción manufacturera y distintas líneas de servicios, como la educación, el transporte, los servicios empresariales y la actividad de restaurantes y hoteles. Medido respecto del mes anterior, y eliminada la estacionalidad, el deterioro instantáneo de la actividad fue de 6,1% en los sectores no mineros. Todo ello se dio después de que, en el tercer trimestre, la economía mostrara un crecimiento superior al de la primera mitad del año, en línea con lo proyectado en el IPoM de septiembre (gráfico 1).

Para noviembre, los antecedentes disponibles hacen prever que el desempeño de la economía fue afectado por la persistencia de las dificultades para operar en las condiciones habituales, en especial por la extensión de episodios de violencia en todo el país y por diversos impedimentos al normal funcionamiento de las empresas y los servicios públicos. El impacto en la actividad de noviembre también se ratifica en el IMCE, que en dicho mes mostró una caída abrupta en el uso de la capacidad instalada. En el caso de la industria, disminuyó hasta ubicarla en niveles comparables a los registrados posterior al terremoto del 2010 (gráfico 2).

La necesidad de recabar un mayor número de antecedentes respecto la evolución de la economía en estas últimas semanas nos ha llevado a recurrir a nuevas fuentes de información. Así, durante la tercera semana de noviembre el Banco realizó una encuesta entre el conjunto de empresas que se entrevistan en la realización del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), la que alcanza a cerca de 1.400. Este directorio considera empresas en todas las regiones y sectores económicos del país, con volúmenes de ventas y dotaciones que las ubican en la categoría de empresas pequeñas, medianas y grandes. La encuesta fue levantada entre el 19 y el 26 de noviembre, acumulándose un total de 343 respuestas. Esta encuesta se complementó con entrevistas telefónicas a cerca de 40 empresas con representación regional y nacional relevante, en virtud de contar con información cualitativa a la luz de la cual interpretar de mejor modo los datos obtenidos por la encuesta. Asimismo, se realizó una consulta entre las instituciones financieras tanto que participan del IPN — en su mayoría oficinas regionales de la banca— como aquellas que participan en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB).

Los resultados de este levantamiento de información a las empresas se detallan en uno de los Recuadros de este IPoM (Recuadro III.1), dando cuenta de los efectos que ha tenido el estallido social sobre diversos ámbitos de su desempeño, incluida la actividad, el empleo, la inversión, los precios y las condiciones crediticias. En lo que dice relación con noviembre, estos antecedentes muestran que durante dicho mes una amplia mayoría de las empresas consultadas vio afectado su

desempeño, y un número mayoritario de ellas prevén que este efecto se extenderá por los próximos dos trimestres (gráfico 3).

También llama la atención que un muy bajo número de las empresas consultadas mencionó que aumentaría su dotación en 2020, y de hecho la inmensa mayoría o la mantendrá o la reducirá. Respecto de la inversión planificada para 2020, un porcentaje muy bajo de quienes tienen proyectos en carpeta para el próximo año ratificó que los llevaría a cabo tal como estaba planeado. Por el contrario, la gran parte de los encuestados está revisando su ejecución (gráfico 4).

En el escenario base, se asume que la actividad tendrá una caída anual de 2,5 por ciento en el cuarto trimestre del año, la que se concentrará en octubre y noviembre. Diciembre debería mostrar un desempeño algo mejor, pero existe una alta incertidumbre en torno a esa proyección. Con esto, en 2019 el PIB total acumulará un crecimiento en torno a 1 por ciento, considerablemente por debajo de lo previsto en septiembre (entre 2,25 y 2,75 por ciento). Esta proyección contempla que tanto el consumo como la inversión tendrán variaciones anuales negativas en la última parte de 2019, con una debilidad especialmente concentrada en sus componentes transables.

El mal desempeño en el último trimestre de 2019 entrega un bajo nivel de partida para la economía en 2020. De hecho, aunque se estima que trimestre a trimestre vuelva a crecer, su tasa de variación anual nuevamente sería negativa en el primer trimestre del próximo año. Con esto, para el año en su conjunto, se prevé que el PIB crezca entre 0,5 y 1,5 por ciento. Finalmente, para 2021 se supone una recuperación del crecimiento como producto de una gradual recuperación de los principales componentes del gasto y la producción, el que, en todo caso, se ubicará algo por debajo del rango de 3%-4% previsto en el IPoM de septiembre (tabla 1). Considerando todas estas diferencias, el nivel de PIB a fines de 2021 sería alrededor de 4,5 por ciento inferior a lo anteriormente previsto.

El actual escenario presenta un grado de incertidumbre mayor que el habitual, tanto por las dudas respecto de la duración de las disrupciones, como por la evolución de la situación política y los fundamentos de mediano plazo. Un factor clave en la evolución futura de la economía será la confianza de hogares y empresas, y su relación con el desempeño del mercado laboral, el consumo y la inversión.

En lo referente al consumo, diversas encuestas muestran que la confianza de las personas se deterioró de manera significativa después del 18 de octubre. Destaca la caída de las percepciones respecto de la evolución presente y futura de la economía, la situación económica personal, el empleo, y el momento para comprar bienes durables, que anota los niveles más bajos desde que existe registro (marzo 2002) (gráfico 5).

Diversas fuentes de información apuntan a que el mercado laboral ya estaría deteriorándose. Como ya indiqué, en la encuesta del Banco algo más de la mitad de quienes respondieron creen que su dotación tendrá algún descenso en el 2020. Por otro, respecto de igual mes del 2018, las cifras de la Dirección del Trabajo de noviembre mostraron un aumento de casi 13 por ciento en el número de

finiquitos laborales, lo que se explica casi en su totalidad por despidos por necesidad de la empresa (gráfico 6).

De mantenerse la relación histórica entre la demanda de trabajo y la actividad, y de no producirse cambios significativos por el lado de la oferta, la tasa de desempleo podría superar el 10 por ciento a inicios de 2020. En la medida que la actividad mejore de acuerdo a lo previsto durante el próximo año, esta cifra se reduciría gradualmente, en lo que también cooperaría el apoyo de la expansividad monetaria y fiscal. Al cierre estadístico de este IPoM no se disponía de información de remuneraciones durante octubre. Sin embargo, es previsible una reducción de los ingresos por concepto de comisiones por ventas, horas extraordinarias, turnos de trabajo que no pudieron realizarse y trabajadores no asalariados que no pudieron realizar sus actividades normalmente.

En cuanto a la inversión, su evolución esperada para 2020 se corrige de forma importante, proyectándose una caída de 4 por ciento anual en el escenario base. Ello responde a un descenso significativo de la inversión privada no minera. Esto es coherente con la mayor incertidumbre y el agudo deterioro de la confianza empresarial —como lo refleja el IMCE de noviembre—, los mayores costos que enfrentan las empresas en diversos ámbitos —entre ellos, el efecto de la depreciación del peso en el costo de la maquinaria importada—, y el deterioro de condiciones financieras, incluyendo la caída de la bolsa y las alzas de tasas y spreads corporativos (gráfico 7).

Los impactos negativos sobre la inversión se compensan, parcialmente, por la continuación de los grandes proyectos de inversión mineros ya iniciados que, según la información cualitativa recopilada por el Banco, no han visto afectado su desarrollo tras el 18 de octubre. No ocurre lo mismo en otros sectores, donde se da cuenta de una reevaluación de los plazos y montos de inversión previamente comprometidos, como lo muestra la ya comentada encuesta del Banco.

El fuerte ajuste del gasto privado hará que el déficit de la cuenta corriente se reduzca de manera relevante en 2020, llegando a 0,2 por ciento del PIB, desde la cifra cercana a 3 por ciento que se estima cerrará en 2019. La relevancia de este ajuste se incrementa al considerar que se da en circunstancias en que el ahorro del Gobierno se reduce. Aunque en menor medida, también coopera un mayor crecimiento de las exportaciones, favorecidas por la depreciación real del peso. Un Recuadro de este IPoM (Recuadro V.2) da cuenta de cómo ha sido la dinámica de la cuenta corriente en los últimos años.

A la recuperación del crecimiento prevista a lo largo de 2020 contribuirá una política monetaria que seguirá siendo expansiva, un mayor impulso fiscal, la mencionada recuperación de las exportaciones y la paulatina disipación de la incertidumbre y las disrupciones que han afectado a la economía.

En el ámbito fiscal, el Ministro de Hacienda realizó una serie de anuncios el lunes 2 de diciembre. Estos incluyeron una agenda de medidas para apoyar la reactivación productiva, incluyendo una serie de programas de inversión y de apoyo a micro, pequeñas y medianas empresas. Los recursos involucrados en estas medidas alcanzan a 5 mil quinientos millones de dólares en 2020, de los cuales

cerca de 3 mil millones se financiarán con cargo al presupuesto del próximo año. Al mismo tiempo, se dio a conocer un programa fiscal consolidado para el período 2020-2022, que abarca los recursos comprometidos en el presupuesto recién aprobado más los gastos en programas de reactivación recién comentados y programas sociales que se han aprobado con posterioridad al presupuesto, incluyendo un bono para un millón trescientos mil hogares de bajos recursos. Con esto, el crecimiento del gasto sería de 9,8 por ciento en términos reales comparado con el presupuesto del año anterior, el déficit estructural para 2020 se incrementaría desde el 1,4 por ciento del PIB presentado inicialmente, a 3 por ciento del PIB y el déficit efectivo lo haría hasta 4,4 por ciento del PIB. El déficit estructural luego se reducirá a un ritmo de medio punto porcentual del PIB en 2021 y 2022, para llegar a 2 por ciento del PIB en este último año. El financiamiento del mayor déficit provendrá de activos del Gobierno en el exterior, mayormente denominados en moneda extranjera, y de endeudamiento en esta misma moneda. Con esto, se ingresarán más de 11 mil millones de dólares adicionales al país, mayormente en la primera parte del año. Esta cifra es muy similar al programa de venta *spot* del Banco Central, que explicaré en unos minutos, con lo cual prácticamente se duplicará la venta de divisas en los primeros meses de 2020. En cuanto a la deuda pública bruta, las proyecciones del Ministerio de Hacienda señalan que se estabilizaría en torno a 38 por ciento del PIB hacia 2024.

Las cifras de déficit, estructural y efectivo, programadas para 2020 son muy similares a las alcanzadas en 2009. Esto expresa una política fiscal declaradamente más expansiva, que se complementa con la política monetaria para enfrentar un *shock* económico significativo, al igual que lo hizo en aquella oportunidad. Esto se refuerza con la concentración de los mayores gastos en ítems con un mayor efecto multiplicador, como las transferencias a sectores de bajos ingresos e inversión.

El cambio en el escenario macroeconómico también se ha reflejado en la evolución del mercado financiero nacional. En los días inmediatamente posteriores al 18 de octubre los efectos fueron relativamente acotados. No obstante, en las semanas siguientes se produjo un deterioro de un conjunto de indicadores financieros. Así, la bolsa cayó, el peso se depreció de forma significativa, las tasas de interés y la percepción de riesgo aumentaron (gráfico 8). Como se da cuenta en uno de los Recuadros de este IPoM (Recuadro II.1), estos movimientos han tenido como característica una alta volatilidad que se ha relacionado con eventos de carácter interno. Por ejemplo, la mejoría que tuvieron tras la firma del acuerdo por una nueva constitución o, en la dirección inversa, el recrudecimiento de los episodios de violencia. Al cierre estadístico de este IPoM, los mercados externos no habían sido una fuente importante de volatilidad.

La mayor incertidumbre local ha comenzado a afectar las condiciones de crédito interno. Si bien las tasas de interés permanecen en niveles bajos en perspectiva histórica, diversas fuentes de información cualitativa muestran un estrechamiento de las condiciones financieras. En particular, una consulta especial de la Encuesta de Crédito Bancario muestra una caída importante en la percepción de la demanda por crédito, un deterioro en la morosidad y una mayor restrictividad de la oferta de préstamos para personas y empresas (gráfico 9).

El mayor grado de incertidumbre ha dado origen a fuertes movimientos en los precios del mercado financiero, que en algunos casos han ido más allá de lo que se esperaría de la mayor percepción de riesgo país. El Banco ha respondido a estos cambios adoptando diversas medidas para proveer de un grado adecuado de liquidez a los mercados y mitigar la volatilidad en los precios financieros claves. Estas medidas no tienen por objeto fijar “niveles” de ciertos precios, sino más bien buscan evitar un grado excesivo de volatilidad o movimientos abruptos que afecten el sano ajuste de la economía y provoquen inquietud en los mercados y las personas. En particular, se dispuso intervenir el mercado cambiario con un monto de hasta 20 mil millones de dólares, a partir del lunes 2 de diciembre y hasta el 29 de mayo de 2020. Esto se implementará con una venta de dólares *spot* por un monto de hasta 10 mil millones de dólares y una venta de instrumentos de cobertura cambiaria hasta acumular un stock de 10 mil millones de dólares. Los efectos monetarios de esta medida serán esterilizados, de manera que la provisión de liquidez en pesos sea coherente con la TPM. En los cuatro días siguientes al anuncio de intervención la volatilidad del tipo de cambio, que se había elevado fuertemente hasta el jueves anterior, se redujo significativamente (gráfico 10).

Hacia 2021, en el escenario base se proyecta que el PIB crecerá entre 2,5 y 3,5 por ciento. Esto supone que las disrupciones que están afectando la economía irán desapareciendo en el curso de los próximos trimestres, conjuntamente con una reducción de la incertidumbre que afecta las decisiones de consumo y de inversión. En ese escenario, la inversión retomará tasas de expansión por sobre las del PIB hacia el segundo semestre de 2021.

Las proyecciones recién descritas consideran que el escenario internacional no proveerá un impulso significativo al crecimiento chileno. El escenario base —tras la fuerte corrección a la baja que se realizó en septiembre— sigue previendo que el crecimiento mundial del bienio 2020-2021 será de los más bajos de la última década. La evolución proyectada de los términos de intercambio se deteriora algo respecto de septiembre, con un precio del cobre que promediará en torno a 2,7 dólares la libra en 2020 y 2021 (tabla 2).

En el escenario base se proyecta que durante el segundo y tercer trimestre de 2020 la inflación total se acercará al 4 por ciento, mientras que la inflación subyacente se empinará puntualmente algo por encima del 3,5 por ciento a mediados de año, respondiendo mayormente a la depreciación idiosincrática del peso, que involucra un traspaso a la inflación mayor al promedio (gráfico 11). Esto, toda vez que en estas circunstancias no se verifican factores amortiguadores, como el descenso de los precios en dólares de los productos importados que se produce ante una apreciación global del dólar. Por cierto, la contracción que se observa en el PIB del cuarto trimestre y las perspectivas más débiles para 2020 amplían la brecha de actividad, compensando en parte las mayores presiones inflacionarias del componente transable de la inflación. Con todo, la reciente depreciación idiosincrática del peso chileno limita el espacio de acción de la política monetaria, con respecto a una situación donde la debilidad de la moneda es transversal para todos socios comerciales.

Sensibilidades y alternativas al escenario base

Estimamos que existen escenarios en los que el crecimiento puede situarse dentro de los rangos de proyección, pero requerir de una trayectoria de la TPM distinta para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Por un lado, es posible que la economía muestre un desempeño menor al esperado. Ello podría darse si la inversión se resiente más allá de lo contemplado, por ejemplo, si se postergan los grandes proyectos del sector minero y/o la inversión habitacional sufre un ajuste más pronunciado. En un escenario de este tipo, se podría observar un aumento aun mayor del desempleo y un crecimiento del PIB cercano a los valores inferiores del rango proyectado, aumentando la probabilidad de una recesión durante 2020 —definida como dos trimestres consecutivos con una variación trimestral negativa del PIB.

También existen escenarios donde se intensifican las presiones depreciativas sobre el peso, por ejemplo, por un rebrote de la incertidumbre externa y/o una profundización de la crisis interna. Si bien este escenario también implicaría una mayor brecha de actividad, sería acompañado de una depreciación que aumentaría las presiones inflacionarias. Tampoco puede descartarse un escenario donde predominen inflexibilidades de costos laborales, que provoquen un mayor aumento del desempleo y la inflación, junto con una contracción más profunda de la actividad. Si bien también es posible que se dé un escenario donde la incertidumbre se reduzca y las confianzas se repongan con mayor rapidez, estimamos que, en el contexto actual, son más probables los escenarios de mayor debilidad de la actividad y del mercado laboral, aunque es más difícil anticipar sus consecuencias en la dinámica inflacionaria, dados los efectos contrapuestos que algunos de ellos pueden tener sobre los precios.

Prevedemos que, la Tasa de Política Monetaria nominal se mantendrá en su nivel actual durante los próximos meses, lo que es coherente con el logro de la meta de inflación, en un contexto de mayor impulso fiscal e intervención cambiaria. De todos modos, la política monetaria estará contribuyendo a la reactivación, al ubicarse, en términos reales, por debajo de lo previsto en el IPoM de septiembre, especialmente si la comparación se extiende a varios meses. La calibración del estímulo monetario será especialmente desafiante en lo venidero, y dependerá, entre otros factores, de la evolución de la actividad, el mercado laboral, el tipo de cambio y las expectativas de inflación. Existen otros escenarios donde el desempeño de la economía se escaparía de los rangos de proyección previamente discutidos. Por ejemplo, si el deterioro de los fundamentos del consumo y la inversión es más profundo, la demanda podría contraerse y precipitar un período de contracción económica más persistente. En la medida que las presiones deflacionarias asociadas a ese escenario —en particular la evolución de la brecha de actividad— dominen la dinámica de la inflación en el horizonte de política, esto podría llevar a utilizar parte importante del espacio remanente de política monetaria.

También es posible que el crecimiento tendencial de la economía se vea afectado por una reducción más sostenida de la inversión, la existencia de distorsiones en el mercado laboral y/o un deterioro de la productividad. En este caso, si bien el impulso monetario requerido para alcanzar la meta de

inflación sería menor, la convergencia se daría con un nivel y ritmo de crecimiento económico más bajo. Un escenario particularmente preocupante, podría darse si cambios regulatorios llevan a aumentos de costos laborales significativamente por encima del aumento de la productividad, en un contexto de debilidad económica. Mientras esto podría aumentar de forma importante el desempleo y afectar el crecimiento económico, el incremento de las presiones inflacionarias limitaría el rol contracíclico de la política monetaria.

Reflexiones finales

La crisis social que está enfrentando nuestro país ha implicado nuevos e importantes desafíos para todos los chilenos. Nosotros, que desempeñamos funciones públicas, somos los primeros responsables de generar respuestas, desde cada una de nuestras áreas de competencia, que ayuden a superar el complejo momento que vive el país, evitando mayores costos para la población.

En lo que corresponde al Banco Central de Chile, en las últimas semanas hemos actuado en prácticamente todos los frentes de nuestra competencia. Cumpliendo con nuestro mandato legal de resguardar la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos hemos adoptado una serie de medidas para proporcionar liquidez a los mercados y hemos iniciado una significativa intervención cambiaria, de modo de facilitar el ajuste de los precios y reducir la volatilidad del tipo de cambio, evitando que este tenga efectos adicionales sobre la actividad, el empleo y la inflación.

En estas decisiones normalmente llaman la atención los instrumentos, el diseño operativo, los recursos involucrados. Pero debemos destacar también el desafío que demanda su implementación, la que requiere un profundo conocimiento del mercado financiero, extrayendo información en tiempo real, diseñando instrumentos que aseguren eficacia y resguarden el patrimonio del Banco y llevando a cabo las operaciones mismas en los mercados.

Asimismo, hemos ayudado a resguardar la normal operación de las infraestructuras financieras y los sistemas de pago, los que han operado sin inconvenientes. Un tema de especial preocupación en los primeros días fue el sistema de pagos minoristas, parcialmente afectado por la destrucción de sucursales bancarias y cajeros automáticos, problema prácticamente superado gracias a la coordinación con la CMF, los bancos y las empresas de transportes de valores. Los medios de pago electrónicos, por su parte, funcionaron con normalidad.

La elaboración de este IPoM nos ha impuesto desafíos relevantes. Durante mucho tiempo, nuestro trabajo se había orientado a evaluar los impactos de *shocks* externos y del ciclo interno, siempre dentro de una evolución relativamente gradual. Sin embargo, hoy estamos frente a un *shock* interno que ha aumentado de manera repentina la incertidumbre en muchos ámbitos. Por ello, dimensionar su alcance y persistencia sobre las variables económicas y financieras es mucho más complejo. Esto nos ha significado un reto importante en la utilización de nuestro instrumental de análisis, la generación de juicios en torno a él y la toma de decisiones.

Los desafíos parten por la medición del impacto inmediato de la crisis. Hace un mes, cuando esta llevaba solo un par de semanas, las expectativas del mercado respecto de cuál había sido el desempeño de la actividad en octubre apuntaban a una caída que hoy calificaríamos de leve. Aun en la segunda semana de noviembre, la Encuesta de Expectativas Económicas mostraba una apuntaba a una caída del Imacec de 0,4 por ciento anual, muy lejos de la cifra que conocimos el lunes, con un descenso de 3,4 por ciento.

El contraste de ambas cifras demuestra que cuando se producen fuertes interrupciones en la economía, con un origen social y político, la velocidad de los acontecimientos puede ser muy superior a lo normal, mientras que las regularidades estadísticas y las fuentes de información tradicional pueden perder valor. De hecho, el adelantar la presentación de este IPoM ha tenido por objeto contribuir a llenar algunos de estos vacíos, de modo de no dilatar la entrega de información que la ciudadanía, las autoridades y los mercados necesitan. Para ello hemos complementado el análisis tradicional con nuevas fuentes de datos y con referencias a otras experiencias de interrupción social. Esto es especialmente relevante porque no solo debemos tener un diagnóstico de lo que sucede hoy, sino que además debemos realizar proyecciones en medio de un fenómeno que no tiene precedentes en la economía chilena.

De esta manera, el Banco ha extremado esfuerzos para generar información adicional, revisar y enriquecer sus modelos de proyección, su análisis y su capacidad de emitir juicios adecuados y decisiones oportunas. En esto hemos construido sobre proyectos en desarrollo, sobre acceso y uso de bases de microdatos e inteligencia de mercados que forman parte de nuestro plan estratégico. En esta tarea también nos ha ayudado el mayor conocimiento que hemos adquirido sobre el funcionamiento del mercado del trabajo, que forma parte de la misma estrategia. Sin embargo, todos estos esfuerzos e iniciativas no son suficientes para despejar la gran incertidumbre que marca el momento actual. Incertidumbre que aumenta ante la prolongación de las condiciones anormales en que está operando el país.

La combinación de política monetaria y fiscal que se ha ido gestando, otorga un apoyo importante para la estabilización de la economía, similar a la respuesta a la crisis financiera global de 2008-2009. Pero es evidente que mientras no se resuelva la incertidumbre subyacente, los costos para la economía, y especialmente para las personas, seguirán aumentando. Nuestro escenario base considera proyecciones que, de cumplirse, harán que el nivel de producto —y por ende el nivel de ingresos y riqueza de todos los chilenos— sea bastante menor de lo que habíamos proyectado hace solo tres meses. Pero, de prolongarse una situación en la cual la economía no pueda operar en las condiciones adecuadas, podemos vernos enfrentados a un escenario en que el empleo, el ingreso y la calidad de vida de las personas se vea aún más afectada.

Por esa razón, junto con hacer esfuerzos por contribuir desde nuestro ámbito de responsabilidad a reducir la incertidumbre, creemos que hay dos desafíos inmediatos, en los que requerimos apoyo del Congreso. El primero es cerrar lo antes posible los temas pendientes de definición política. Una

de las grandes lecciones que nos ha dejado esta crisis es la necesidad de generar amplios acuerdos sobre temas que son relevantes para todos. En este sentido, los acuerdos sobre la reforma tributaria, el proceso para una nueva Constitución y el despacho del Presupuesto para 2020, son ejemplos claros de cómo la cooperación en el mundo político puede ayudar a reducir la incertidumbre dando, al mismo tiempo, un marco de mediano plazo para las finanzas públicas y respuestas a los problemas más acuciantes de la población. Este tipo de acuerdos no solo ayuda a paliar problemas humanos y sociales, sino también a recuperar la confianza en las instituciones.

La segunda, es que nos permitan concentrar todos nuestros esfuerzos en las tareas que nos ha asignado la ley: el control de la inflación y la promoción de la estabilidad financiera. Frente a la posibilidad de agregarle nuevas tareas al Banco Central, no podemos perder de vista la situación que enfrenta el país y la consecuente necesidad de disponer de todos nuestros recursos en pos de estabilizar la economía y las finanzas.

Lo anterior no significa que el Banco considere que no tiene espacio para mejorar su trabajo, contribuyendo, desde su ámbito de competencia, a elevar el bienestar de la población. Quisiera compartir con ustedes algunas reflexiones al respecto.

En primer lugar, la experiencia de estas semanas de crisis social muestra la relevancia de los principales objetivos del Banco. Muchos pensaban, por ejemplo, que, tras décadas de baja inflación, esta había dejado de ser una preocupación para la población. No obstante, el hecho de que la actual crisis se haya gatillado con un aumento de la tarifa del Metro de Santiago y que el costo de la vida sea citado como una de las principales causas de malestar ciudadano, indica que es un tema que mantiene plena —o incluso mayor—vigencia. Por cierto, cuando las personas hablan de “costo de la vida” incluyen muchos más elementos que los precios de una canasta promedio de consumo, resaltando algunos precios particularmente sensibles, los costos financieros, el endeudamiento y los ingresos. Creemos que con estos antecedentes se confirma la importancia de mantener un firme compromiso por la estabilidad de precios, pues la sensibilidad de la población a altas tasas de inflación puede ser en realidad mayor que en el pasado, cuando era parte de su vida cotidiana.

Del mismo modo, el hecho de que hayan transcurrido 38 años desde la última crisis financiera, no significa que la estabilidad financiera haya dejado de ser relevante para las personas. Las colas frente a los cajeros automáticos en las primeras semanas de la crisis, resalta lo central que es la disponibilidad de efectivo, especialmente en tiempos de incertidumbre. Es también evidente la importancia de tener un sistema financiero sano, que provea adecuados servicios a la población. Hemos reiterado en diversas ocasiones la importancia de mantener un sentido de urgencia respecto de reformas que permitan un monitoreo adecuado de la carga de endeudamiento de las personas. El volátil comportamiento de algunos precios financieros, incluyendo el tipo de cambio, también nos llama la atención sobre las fricciones y no linealidades que pueden producirse en los mercados cuando se ven expuestos a cambios abruptos en las percepciones de riesgo. Estas son especialmente relevantes si se tiene en cuenta que la normal operación del sistema financiero es fundamental para que las transacciones de todo tipo entre personas, empresas y gobierno funcionen adecuadamente.

Una segunda lección se refiere a la importancia de mantener un sentido de urgencia respecto de reformas que benefician a las personas y evitan abusos. Hace pocas semanas recordamos en esta Comisión que el Banco ha venido insistiendo durante años sobre la necesidad de establecer un registro unificado de deudas, en un contexto en que el sobreendeudamiento de segmentos importantes de la población se ha apoyado en el desconocimiento de su verdadero nivel de compromisos con distintos acreedores. Podemos confirmar ahora que el Ejecutivo enviará prontamente un nuevo proyecto sobre la materia para su discusión en el Congreso Nacional.

En tercer lugar, se debe destacar la importancia de mirar más allá de las cifras agregadas y los grandes promedios. Si bien este es el ecosistema en el cual normalmente se desenvuelven los macroeconomistas, al hacerlo se puede perder de vista la realidad que enfrentan sectores importantes de la población y aspectos fundamentales del comportamiento de los agentes económicos. Afortunadamente, el Banco Central ha venido desarrollando, desde hace varios años una agenda para obtener y utilizar microdatos, lo que permite lograr mucha más granularidad en el análisis. Así, las bases de datos que estábamos usando para entender mejor el comportamiento del mercado del trabajo para el análisis macroeconómico, han sido fundamentales para identificar y cuantificar el efecto en cadena de los problemas que han enfrentado algunas empresas más afectadas por ataques a su infraestructura y paralizaciones en las últimas semanas.

Una cuarta lección es que las holguras que se acumulan en períodos de abundancia y tranquilidad deben estar disponibles para usarse en períodos de crisis. Durante muchos años las autoridades argumentaron sobre la importancia de estas holguras, fueron acumulándolas y protegiéndolas, mientras que los análisis de tensión evaluaban su relevancia en escenarios más complejos. Muchos vieron en esto un celo o una ortodoxia excesiva. Ahora que se ha enfrentado una crisis de verdad estas holguras han sido de inestimable valor para amortiguar el impacto de la crisis y articular medidas de respuesta. En este período el Banco Central y el Ministerio de Hacienda han demostrado decisión para utilizar estos recursos, lo que permitirá aminorar el impacto de un *shock* sin precedentes.

La última, pero no menos importante lección que extraemos de este período es la necesidad de explicar, educar, escuchar y ponerse en el lugar de otros para generar la confianza del público que tan crucial es en períodos de tensión. En esta misma perspectiva, es importante valorar a otras disciplinas para comprender fenómenos que, aunque tengan una expresión económica, tienen un origen en otras dimensiones de la vida de un país. Hace algunos meses, antes del estallido social, dije que no consideraba que los economistas tuvieran el patrimonio de la verdad, pero que no por eso dejaban de hacer un aporte a las decisiones de política pública. Ese diálogo y cooperación interdisciplinaria, basada en la humildad y el reconocimiento de una tarea compartida, es especialmente importante hoy en Chile. El Banco Central aportará lo que este en sus manos para ayudar a construirlo.

Estimados senadores,

Este IPoM es, sin duda el más difícil desde que se implementa en Chile el marco de metas de inflación. Difícil en su preparación, difícil por las dimensiones de la incertidumbre y difícil en su mensaje. Estamos conscientes que no somos portadores de buenas noticias, pero estamos convencidos de que el país hoy necesita que su Banco Central que le hable con franqueza, honestidad y respaldo técnico, pues es a partir de ahí que podrá enfrentarse la crisis social que vivimos. Las proyecciones de este IPoM hablan de caídas de la actividad, grandes pérdidas económicas para algunos sectores, destrucción de empleos y enormes desafíos para la recuperación, especialmente si se quiere que esta ocurra sin más presiones sobre el costo de vida y el bienestar de la ciudadanía.

No está en nuestra naturaleza dar falsas esperanzas, o hacerle creer a la gente que será fácil resolver las cosas. Tampoco podemos dar la idea de que existen recursos e instrumentos ilimitados para que la economía y la población pasen incólumes este período turbulento. Como señalamos anteriormente, las autoridades y los chilenos en general tendremos que trabajar mucho para evitar las consecuencias más dañinas y persistentes en el desempleo y la inflación, los que sabemos también incrementaría los niveles de desigualdad.

Este es un momento en que cada día de demora tiene un enorme costo, donde debemos ser capaces de tener una visión de conjunto y en el que, frente a cada tema de discusión debemos preguntarnos no solo qué podemos ganar, sino también cuánto podemos perder. Esto, especialmente cuando los que más pueden perder son los chilenos cuya insatisfacción y demandas han despertado en estos días. Baste para ello señalar que si el desempleo se estacionara en cifras en torno al 10 por ciento y la inflación se empinara al 6 por ciento —el doble de la meta del Banco Central— el coeficiente de Gini, que mide la desigualdad en la distribución del ingreso, retrocedería 27 años, hasta los valores que exhibía a comienzos de los noventa.

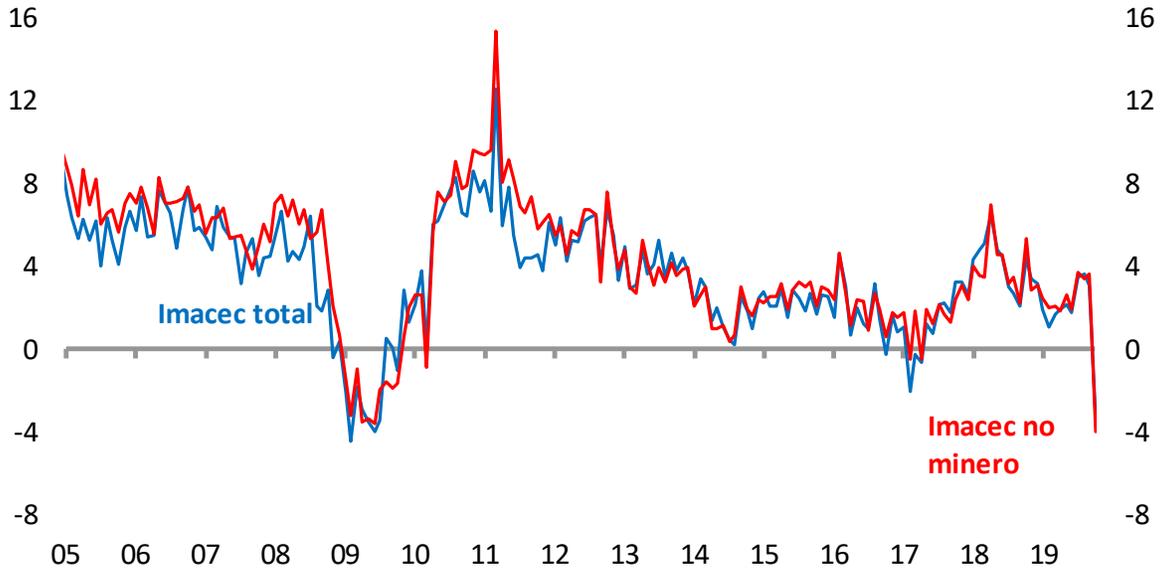
En suma, estimados Senadores, creo no hay duda que nos enfrentamos a un enorme desafío. Nuestro marco de política económica nos ha permitido reaccionar de forma adecuada, manteniendo una política monetaria altamente expansiva que otorga el espacio necesario para que la política fiscal actúe con fuerza. Al mismo tiempo, hemos adoptado medidas, incluyendo la intervención cambiaria, para evitar que los mercados financieros experimenten episodios de tensión que afecten las condiciones financieras para el resto de la economía. Pero, aún se requiere de compromiso, cooperación y acciones concretas que permitan asegurar que el país logrará superar esta crisis y usarla como una oportunidad para mejorar la vida de todos sus habitantes. Las últimas horas han sido alentadoras en cuanto al avance de importantes iniciativas, reafirmando el respeto a la Constitución. Nos parece que esta Comisión, donde se logró el primero de los acuerdos transversales en respuesta a la crisis, es un lugar especialmente apropiado para reafirmar el valor de ese compromiso con el país, compromiso del cual el Banco Central se siente parte.

Muchas gracias

Gráfico 1

Imacec

(variación anual, porcentaje)

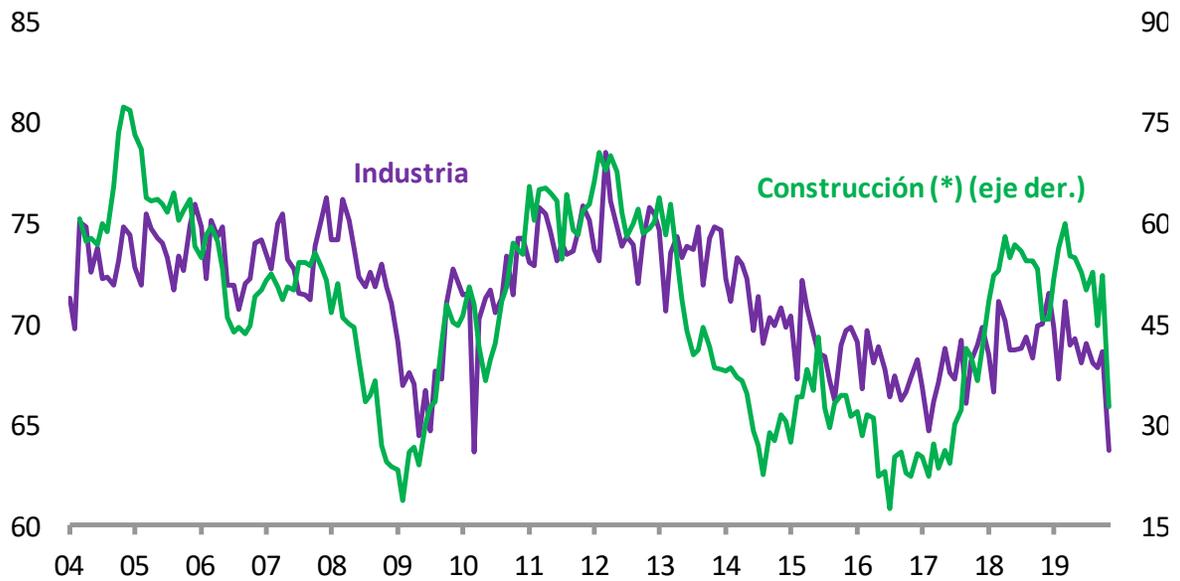


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

Uso de capacidad instalada (IMCE)

(porcentaje de uso de capacidad)



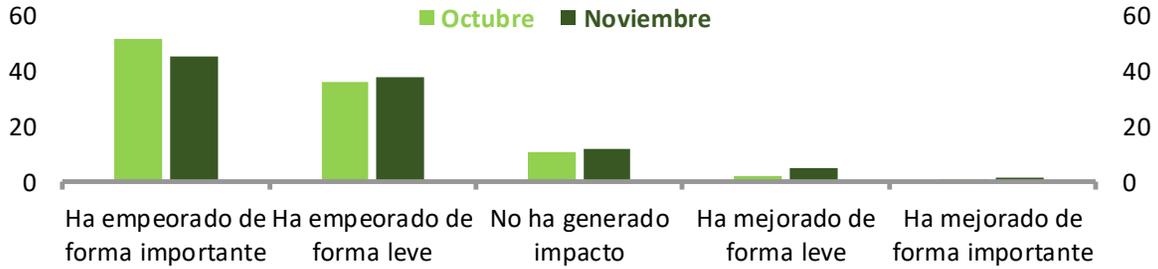
(*) Corresponde al nivel de actividad esperado para los próximos tres meses.

Fuente: ICARE/UAI.

Gráfico 3

Efectos en el desempeño de las empresas

(porcentaje)



¿Cuánto tiempo espera que se extiendan los efectos que estas situaciones han tenido sobre su empresa?

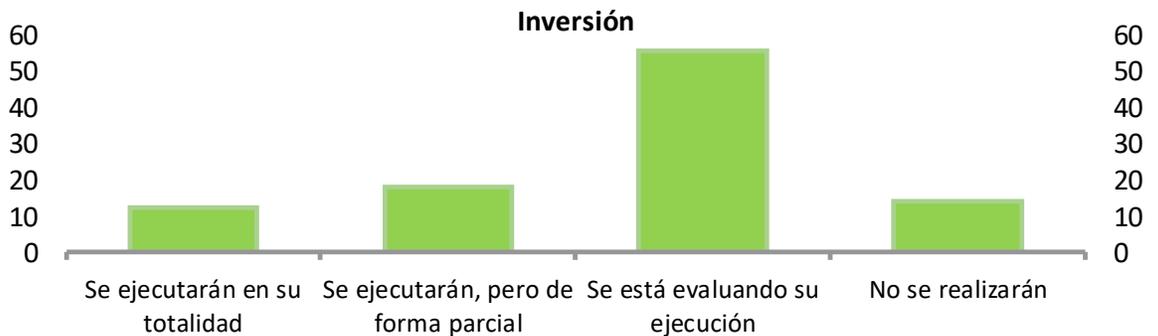
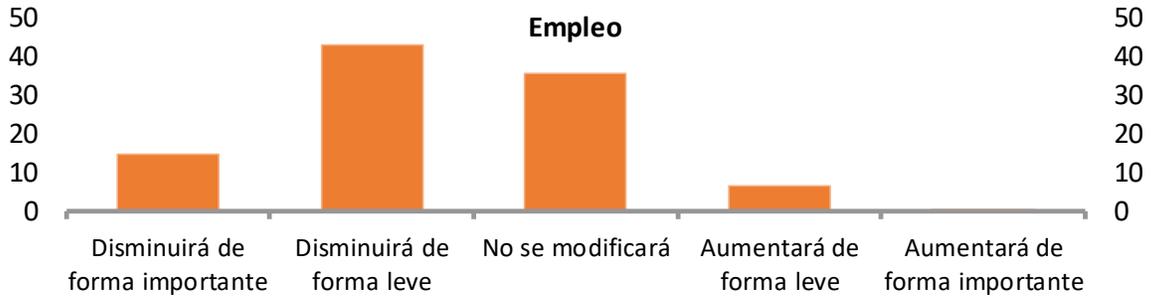


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

Efectos en el empleo y la inversión durante 2020

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

| | 2018 | 2019 (f) | | 2020 (f) | | 2021 (f) | |
|-----------------------------------------------------|------|-----------|--------|-----------|---------|----------|---------|
| | | IPoM | IPoM | IPoM | IPoM | IPoM | IPoM |
| | | Sep.19 | Dic.19 | Sep.19 | Dic.19 | Sep.19 | Dic.19 |
| PIB | 4,0 | 2,25-2,75 | 1,0 | 2,75-3,75 | 0,5-1,5 | 3,0-4,0 | 2,5-3,5 |
| PIB minero | 5,2 | | | | | | |
| PIB no minero | 3,9 | | | | | | |
| Demanda interna | 4,7 | 2,4 | 0,3 | 3,5 | -1,4 | 3,6 | 4,0 |
| Demanda interna (sin var. de existencias) | 3,9 | 3,0 | 1,4 | 3,3 | 0,0 | 3,6 | 3,1 |
| Formación bruta de capital fijo | 4,7 | 4,0 | 2,5 | 4,0 | -4,7 | 4,1 | 3,5 |
| Consumo total | 3,7 | 2,7 | 1,1 | 3,1 | 1,3 | 3,4 | 3,0 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 5,0 | -1,3 | -1,1 | 1,6 | 2,2 | 2,2 | 2,2 |
| Importaciones de bienes y servicios | 7,6 | -1,9 | -3,8 | 2,3 | -6,4 | 2,0 | 4,7 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -3,1 | -3,3 | -2,9 | -3,1 | -0,5 | -2,6 | -0,9 |
| Ahorro nacional bruto (% del PIB) | 19,6 | 19,3 | 19,6 | 19,9 | 19,6 | 20,6 | 20,0 |
| Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB) | 21,3 | 21,9 | 22,0 | 22,1 | 21,0 | 22,1 | 21,0 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

Expectativas de los consumidores (IPEC) (*)

(índice)



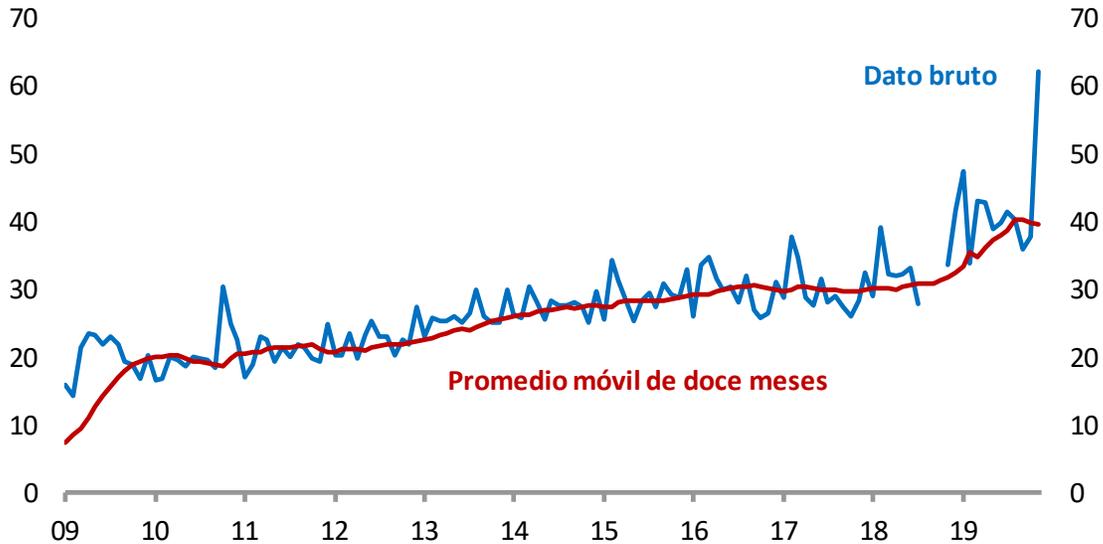
(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark.

Gráfico 6

Término de contratos de trabajo por necesidades de la empresa (*)

(miles de contratos de trabajo)



(*) No incluye directivos.

Fuente: Dirección del Trabajo.

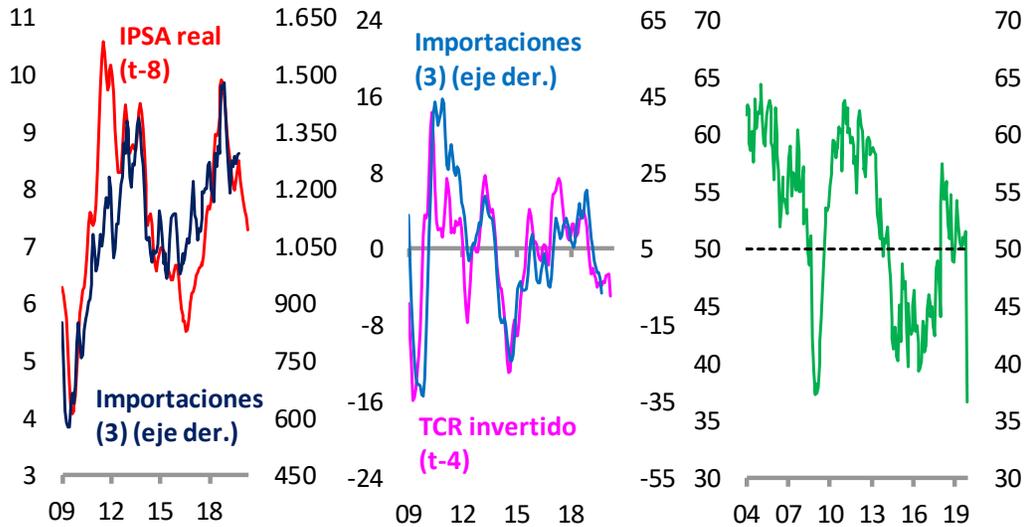
Gráfico 7

Importaciones de bienes de capital, IPSA y tipo de cambio Expectativas de empresas (IMCE) (4)

(nivel en miles de US\$ del 2013;
millones de US\$ del 2013)

(variación anual,
porcentaje)

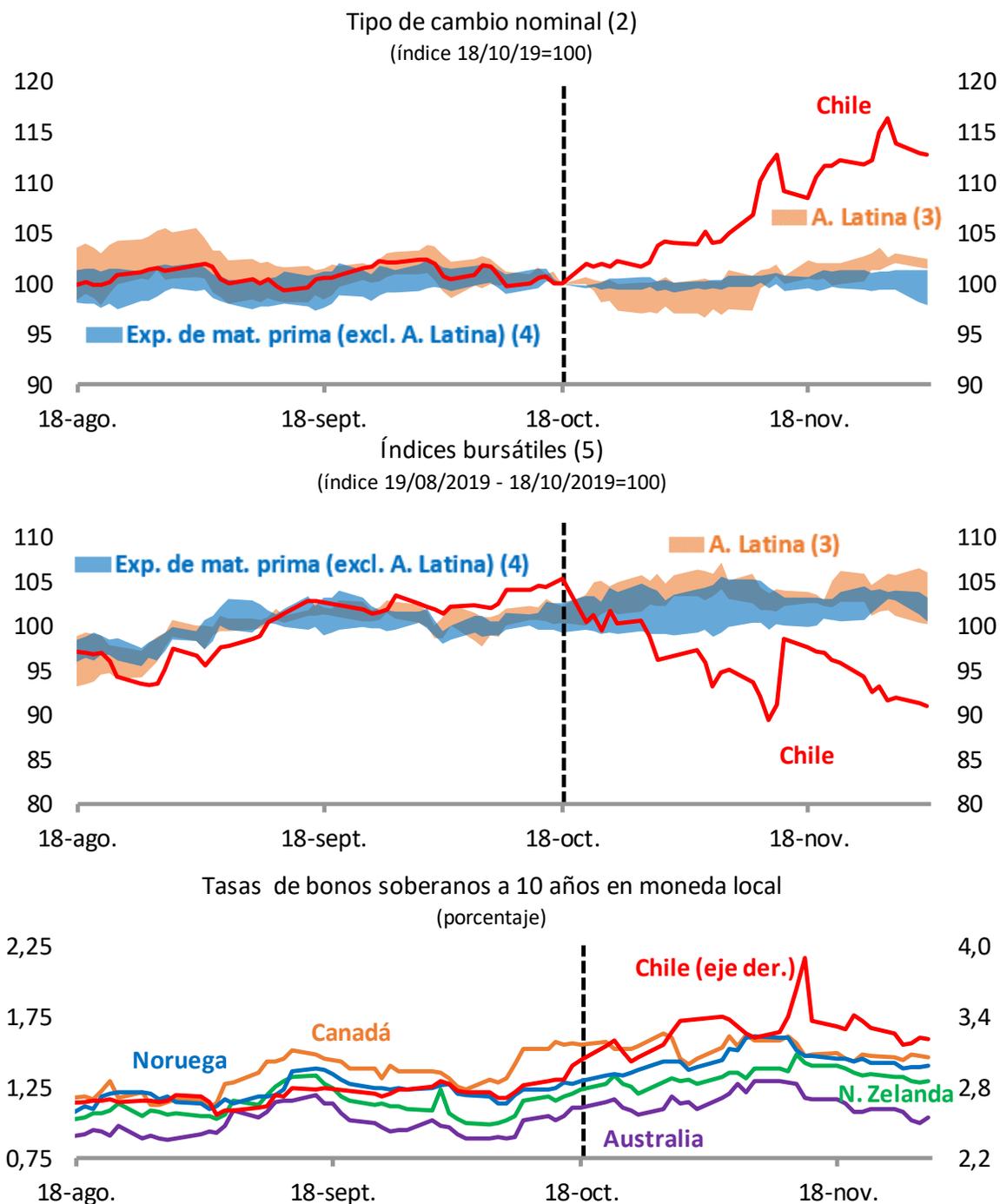
(índice)



(1) Promedios móviles trimestrales. (2) Series deflactadas por el índice de precios de las importaciones de bienes de capital base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 utilizando variaciones anuales. Para el dato de julio 2019, se asume el mismo valor del segundo trimestre del 2019. (3) Excluye otros vehículos de transporte. (4) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 8
Indicadores financieros (1)



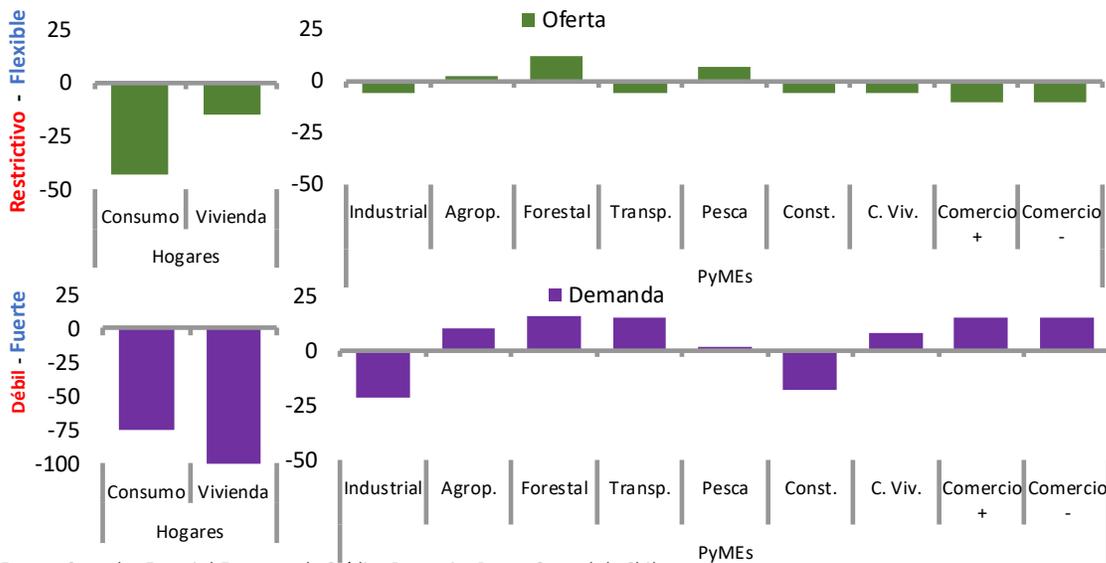
(1) Línea vertical segmentada corresponde al 18 de octubre del 2019. (2) Se utiliza el tipo de cambio nominal al cierre de cada día. Cada franja muestra el rango de las series normalizadas para un grupo de países. (3) A. Latina incluye a Brasil, Colombia México y Perú. (4) Exportadores de materias primas (excl. A. Latina) considera a Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega. (5) Se utiliza el valor de cada índice bursátil al cierre del día. Cada franja muestra el rango de las series normalizadas para un grupo de países.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 9

Percepciones del mercado del crédito para los próximos 3 meses

(índice)

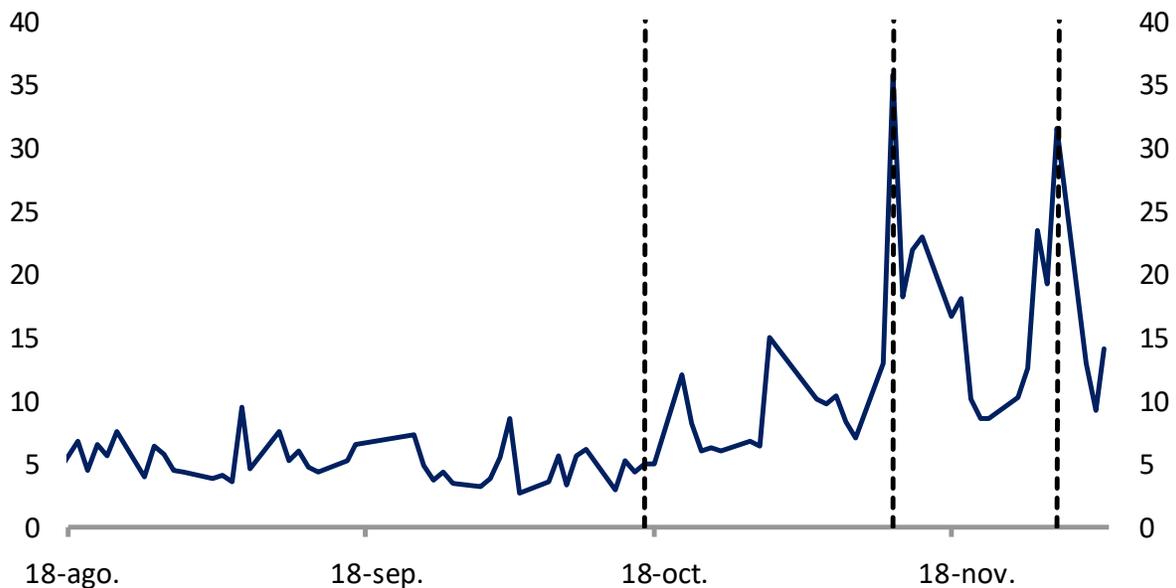


Fuente: Consulta Especial Encuesta de Crédito Bancario, Banco Central de Chile.

Gráfico 10

Volatilidad intradía del tipo de cambio nominal (1) (2)

(pesos chilenos)



(1) Calculada como la diferencia entre precio diario máximo y mínimo. (2) Línea vertical segmentada izquierda corresponde al inicio de la crisis social (18 de octubre). Línea vertical segmentada central indica primeros anuncios de medidas de liquidez del Banco Central (13 de noviembre). Línea vertical segmentada derecha indica intervención cambiaria del Banco Central (02 de diciembre). Fuente: Bloomberg.

Tabla 2

Supuestos del escenario base internacional

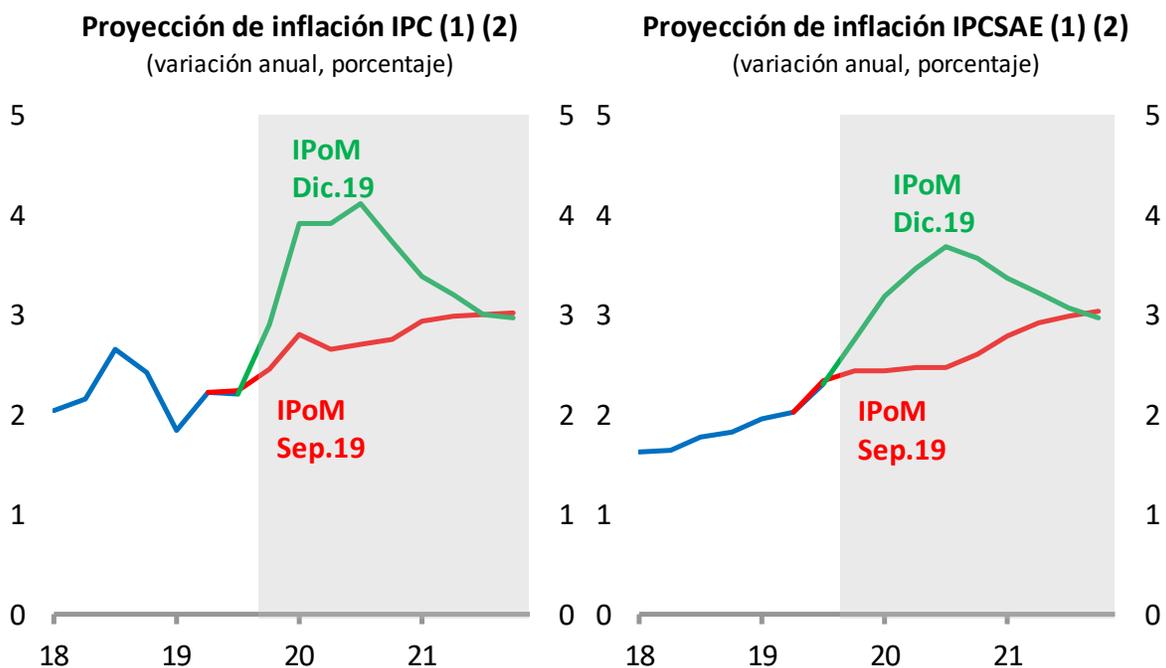
| | 2018 (e) | 2019 (f) | | 2020 (f) | | 2021 (f) | |
|-------------------------------------------------------|----------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | | IPoM | IPoM | IPoM | IPoM | IPoM | IPoM |
| | | Sep.19 | Dic.19 | Sep.19 | Dic.19 | Sep.19 | Dic.19 |
| Términos de intercambio | -2,1 | -0,9 | -1,9 | -0,3 | -0,2 | 2,0 | 1,4 |
| PIB socios comerciales | 3,7 | 3,1 | 3,1 | 2,9 | 2,8 | 3,1 | 3,0 |
| PIB mundial PPC | 3,6 | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,8 | 3,1 | 3,0 |
| PIB Desarrolladas PPC | 2,2 | 1,6 | 1,7 | 1,4 | 1,3 | 1,5 | 1,5 |
| PIB Emergentes PPC | 4,8 | 4,3 | 4,0 | 4,1 | 4,0 | 4,4 | 4,2 |
| Precio del cobre BML (US\$cent/lb) | 296 | 270 | 270 | 260 | 270 | 270 | 275 |
| Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US\$/barril) | 68 | 60 | 60 | 55 | 58 | 54 | 55 |

(e) Estimación. Excepto para el precio de las materias primas.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11



(1) Para el 2018, se grafica la variación anual 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 cuarto trimestre del 2019, corresponde a la proyección.

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