



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

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
9 de diciembre de 2020

*El Informe de Política Monetaria de diciembre 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. Esta visión está contenida en detalle en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2020, publicado esta mañana. Asimismo, estos antecedentes aportan el trasfondo para la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria del lunes recién pasado.

Como ha sido la tónica desde comienzos de este año, el escenario económico local e internacional sigue determinado por la evolución de la pandemia del Covid-19, las medidas que se han adoptado para su control y cómo éstas han afectado la movilidad de las personas y el funcionamiento de la economía. En nuestro país, la actividad ha recuperado parte de la significativa y abrupta caída que tuvo entre marzo y mayo de año de este año. Ello se ha dado de la mano de la baja de los contagios —que se ha traducido en menores restricciones a la movilidad respecto de mediados de año—, la adaptación de las personas y las empresas a una nueva forma de operar en pandemia y el impulso que han entregado la política monetaria y fiscal, junto con otras medidas de apoyo a los hogares.

No obstante, este proceso de recuperación ha sido más lento de lo que preveíamos hace unos meses. En particular, porque el aumento de la movilidad no ha tenido la velocidad esperada y el distanciamiento social, obligatorio y voluntario, ha tenido efectos más duraderos en algunos sectores de la economía, como la construcción y los servicios.

El retiro de ahorros previsionales ha generado aumentos transitorios del consumo, especialmente de bienes importados, que han impactado positivamente en sectores como el comercio, pero también han presionado los precios de los productos más demandados. De hecho, los datos de inflación de septiembre y octubre arrojaron sorpresas al alza importantes, mayormente concentradas en las categorías de productos de consumo durable, como el equipamiento para el hogar y la electrónica. La importante reducción, y en algunos casos agotamiento, de los inventarios de estos productos han cooperado en este resultado.

La inversión, más allá de la reactivación de proyectos públicos y privados, se está viendo afectada por las restricciones a la movilidad que han afectado a la construcción, la situación financiera de las empresas y la persistente incertidumbre, por lo que está más rezagada que el consumo. El mercado laboral, en tanto, ha mostrado alguna recuperación, con un aumento del empleo respecto de mediados de año, pero concentrado mayormente en empleos no asalariados.

El recién anunciado retroceso de la Región Metropolitana a la etapa 2 del plan “paso a paso” podría restar algo de impulso a la actividad en el margen. No obstante, también podría ayudar a evitar

medidas más drásticas a futuro, articulando una transición más ordenada a la aplicación de una vacuna. En lo venidero, el escenario central prevé que la economía seguirá mejorando, que las restricciones a la movilidad no retornarán a niveles como los de mediados de 2020 y que continuará el impulso fiscal y monetario, mostrando en 2021 cifras de crecimiento anual positivas de forma más consistente a partir del segundo trimestre. Aun así, el desgaste generado por la profunda caída de la actividad y el uso de las holguras públicas y privadas —que fue muy necesario para superar los primeros meses de la pandemia—, incrementa la vulnerabilidad a escenarios de riesgo y plantea desafíos significativos para recuperar tasas de crecimiento cercanas a la tendencial.

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

Escenario macroeconómico

La actividad global ha seguido recuperándose del *shock* causado por la pandemia del Covid-19, en un contexto en que la movilidad ha aumentado y continúa el combate contra la enfermedad. Chile también ha visto aumentar su movilidad, aunque el ritmo de normalización ha sido más lento que en otros países, lo que ha afectado la velocidad de recuperación esperada de la economía (gráfico 1). En las últimas semanas se ha conocido de rebrotes importantes en Estados Unidos y en Europa, lo que ha llevado a reinstaurar algunas restricciones. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurrió a comienzos de la pandemia, estas medidas han sido más focalizadas y menos severas, por lo que la movilidad no ha vuelto a reducirse con la misma intensidad. En parte, esto responde a la mejor preparación de los sistemas de salud y la adaptación de las empresas y hogares, las mayores capacidades de testeo y rastreo y la capacidad de focalizarse en servicios con mayor interacción personal.

Por otra parte, en las últimas semanas se han conocido progresos importantes en los procesos de desarrollo y distribución de las vacunas contra la enfermedad, con varias de ellas en etapas avanzadas y habiendo reportado un alto grado de efectividad. En caso de contar con una pronta aprobación sanitaria, lo que ya ha empezado a suceder en algunos países, los laboratorios serían capaces de producir y entregar dosis para vacunar alrededor de la mitad de la población mundial para fines de 2021, con lo que varios países lograrían la inmunización de grupo durante el próximo año. Este proceso ocurrirá a distintas velocidades a lo largo del mundo, dependiendo de la producción de los laboratorios, los contratos que tengan con los gobiernos, la efectividad de la coordinación internacional, la capacidad de distribución y aplicación, y la predisposición de las personas a vacunarse. Esto hace que el nivel de incertidumbre respecto de la magnitud y velocidad del impacto que las vacunas tendrán en la recuperación económica aún es importante. Este depende de cómo se afecte la celeridad con que las restricciones se irán relajando, de que las personas adecuen su comportamiento y que la confianza de los agentes económicos se vaya recuperando. Por ello, el impacto de la vacuna en la actividad será más relevante recién a partir de la segunda mitad de 2021. En todo caso, los mercados financieros internacionales han reaccionado positivamente a las noticias sobre el desarrollo de vacunas, con aumentos de los precios de los activos y disminuciones de los indicadores de riesgo.

Todo esto se da en un contexto en que la actividad económica global ha seguido recuperándose del *shock* provocado por la pandemia. Así, en el tercer trimestre, las cifras de actividad, empleo e ingresos superaron las expectativas en un número importante de países, aunque continúan viéndose grandes diferencias entre sectores, contrastando el comercio de bienes transables con el de servicios (gráfico 2). China ha liderado la recuperación, con varios indicadores que ya igualan o superan sus niveles previos a la pandemia. Esto ha contribuido al dinamismo del comercio internacional de bienes, que ha sido más resiliente de lo esperado y ha afectado positivamente los precios de las materias primas, especialmente del cobre. Este se ha consolidado por sobre los 3 dólares la libra, e incluso ha alcanzado valores en torno a 3,5 dólares la libra, los que no se observaban desde inicios de 2013. De todos modos, aun cuando lo peor de la crisis económica vaya quedando atrás y la realidad de una vacuna tome forma, el apoyo fiscal y monetario seguirá siendo necesario para asegurar un desenlace menos gravoso para el sistema productivo y sectores amplios de la población.

Chile ha seguido las tendencias globales en cuanto a la evolución de la pandemia y el desempeño de la economía. La reducción de los contagios ha permitido que una fracción significativa del país haya salido de las etapas de mayor confinamiento, dando paso a un aumento de la movilidad y la reapertura de varias actividades económicas (gráfico 3). Sin embargo, las restricciones sanitarias que aún persisten, y que aumentaron tras el anuncio del lunes pasado, hacen que sectores como los servicios y la construcción continúen muy afectados, retrasando la recuperación. En contraste, la industria manufacturera ya alcanzó sus niveles de actividad previos a la pandemia y el comercio incluso los superó (gráfico 4).

La actividad del comercio ha estado fuertemente impulsada por el retiro de ahorros previsionales, con ventas que registraron máximos históricos en líneas como el equipamiento para el hogar, vestuario y calzado y materiales de construcción. De hecho, los datos de consumo de hogares del tercer trimestre muestran un repunte muy significativo en la compra de bienes durables. El consumo de servicios, en cambio, se mantiene muy por debajo de sus niveles del año anterior, combinándose las restricciones que afectan a su oferta con los temores al contagio que afectan a su demanda (gráfico 5). El carácter transitorio del aumento del poder de compra, su orientación a bienes importados y la consolidación del comercio electrónico se ha traducido en que el empleo asalariado en el comercio ha tenido una recuperación bastante modesta.

El fuerte impulso al consumo de bienes durables llevó a que se redujeran de modo importante los inventarios de algunas líneas de productos, presionando sus precios. De hecho, entre agosto y octubre se acumuló una inflación cercana a 1,5 puntos porcentuales, la que fue parcialmente revertida con el dato negativo de noviembre. Gran parte de los movimientos al alza y a la baja de este período se explica por el cambio de estos precios, lo que se refleja en el aumento y reversión parcial de la inflación de bienes en lo más reciente (gráfico 6). Con esto, la inflación total y la subyacente, se ubican en 2,7 y 3,2 por ciento anual, respectivamente.

Estas fuertes reducciones de inventarios y aumentos de precios se han dado en un contexto en que las importaciones han tenido significativas caídas a lo largo de 2020 (gráfico 7). En el Informe de Percepciones de Negocios de noviembre, las empresas informaron de dificultades para abastecer la mayor demanda, en parte por los menores inventarios previstos para este año, algunas restricciones logísticas y la incertidumbre para programar sus órdenes de compras e importaciones y/o anticipar mayores ventas. No hay evidencia concluyente de que se está produciendo una reposición amplia de inventarios en lo más reciente.

Es importante notar que los aumentos de precios que hemos observado en meses recientes difícilmente repercutirán sobre la inflación a mediano plazo, dada la amplia brecha de actividad abierta por la pandemia. De hecho, la devolución en noviembre de varios de estos aumentos previos confirma el carácter volátil y transitorio de estas sorpresas. En los próximos trimestres, se anticipan registros de inflación anual en torno a 3 por ciento, consolidándose su convergencia a la meta durante 2022. Este escenario asume que eventualmente se repondrán stocks, lo que normalizará la oferta de bienes, y que la gradual reapertura de la economía aumentará la oferta de servicios.

Nuestro escenario de proyección para la inflación y sus implicancias para la política monetaria nos recuerdan la relevancia de entender correctamente el rol de los factores de demanda y oferta detrás de los movimientos de los precios. Esta es un parte clave del trabajo que debe hacer el Banco, pues es fundamental para evaluar las perspectivas de corto y mediano plazo de la inflación, y eventuales ajustes a la política monetaria. Esta es una tarea continúa al interior del Banco, la que enfrenta nuevos desafíos dados los cambios que están ocurriendo continuamente en la economía. Por ejemplo, hemos sido testigos de cómo las interrelaciones entre los mercados internos y externos han ido cambiando la forma en que distintos factores afectan la inflación y de cómo la comunicación se ha vuelto cada vez más importante para la efectividad de las políticas. Todo esto en un ambiente en que hemos sido capaces de ir accediendo y de procesar un cúmulo de datos enorme y de una gran riqueza informativa. En los próximos días el Banco publicará una nueva Separata que reúne investigación sobre estos temas y releva su relevancia para nuestro trabajo. Esta publicación se suma a las que ya hemos hecho en años previos respecto del crecimiento tendencial y del mercado laboral, y es parte del desarrollo de la agenda de investigación que el Banco lleva adelante.

Volviendo a nuestro escenario central de proyecciones, este considera que, en lo inmediato, el consumo seguirá impulsado por el retiro de ahorros previsionales, aunque el impacto del segundo retiro se estima menor al del primero. En parte, esto responde a que la caída de ingresos provocada por la pandemia ya habría sido más que compensada por las medidas previas, y porque los recursos que podrían retirarse se concentran en los quintiles de ingresos más altos —que tienen menos incentivos a utilizarlos para consumo (gráfico 8). Combinando el efecto de la recuperación de los ingresos del trabajo, las transferencias gubernamentales y el retiro de ahorros previsionales, el consumo privado aumentará en torno a 11 por ciento en 2021, después de retroceder cerca de 7 por ciento en 2020.

La mayor movilidad y la disparidad sectorial de la recuperación económica también se ha reflejado en el mercado laboral. Los últimos datos muestran que se ha recuperado cerca de un tercio de los empleos perdidos durante la pandemia. El aumento del empleo ha sido más lento en los servicios, lo que es relevante por ser más intensivos en trabajo (gráfico 9). Destaca que el incremento del empleo se ha concentrado en ocupaciones no asalariadas o asalariadas informales, y ha beneficiado menos a las mujeres. De hecho, en el último año, la tasa de participación femenina ha caído cerca de 9 puntos porcentuales, citando como explicación las responsabilidades familiares (gráfico 10). Dada la división social del trabajo doméstico predominante en Chile, es probable que la recuperación de la participación laboral femenina dependa del restablecimiento de clases presenciales en el sistema escolar.

En cuanto a la inversión, esta ha tenido una leve mejoría en lo más reciente, favorecida por la gradual reanudación de obras y faenas suspendidas a causa de la pandemia. Sin embargo, su desempeño sigue estando más rezagado que lo anticipado, en parte porque las restricciones han tenido efectos mayores en la actividad presencial de la construcción. Así, tras caer 13 por ciento este año, para 2021 se proyecta que la formación bruta de capital fijo aumente 7,3 por ciento. Esta proyección, sin embargo, se encuentra sujeta a grados de incertidumbre más elevados que lo usual. Por un lado, si bien los catastros dan cuenta de incrementos de proyectos nuevos, estos se concentran en la minería y la energía, sin un traspaso mayor a otros sectores económicos. A su vez, los datos de actividad en servicios de ingeniería tuvieron bajas relevantes en el tercer trimestre, mostrando escasa actividad en las etapas iniciales de los proyectos de inversión. Por el contrario, la evolución del precio del cobre y de los activos financieros reflejan antecedentes positivos. Por otro lado, la situación financiera de las empresas, afectada por caídas de utilidades y mayor endeudamiento, podría limitar la capacidad de emprender nuevos proyectos (gráfico 11). Se suma el aún elevado nivel de incertidumbre sobre la evolución sanitaria, el ritmo de crecimiento y su composición, así como los temores por la reaparición de episodios de violencia como los de fines de 2019, como se destaca en el IPN de noviembre.

Las medidas adoptadas para incentivar el crédito a las empresas encontraron una favorable respuesta en el sector financiero, lo que ha ayudado a mitigar el impacto de la crisis. Así, hacia mediados de año se lograron niveles récord de entrega de nuevos créditos y de reprogramaciones, al amparo de las líneas con garantía Fogape que implementó el Gobierno y la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) del Banco Central. En los últimos meses, la actividad en la cartera comercial se ha reducido, coincidiendo con necesidades de financiamiento de las empresas que han ido disminuyendo, a medida que la reapertura gradual de los negocios ha incrementado los flujos de caja. Es así como en el Informe de Percepciones de Negocios de noviembre, más de la mitad de quienes ya habían obtenido un préstamo no reportan requerimientos crediticios adicionales. Por su parte, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre indica menores solicitudes para capital de trabajo. Esto último se suma a la debilidad de la demanda de fondos para fines de inversión que dicho sondeo viene mostrando hace varios trimestres, en línea con el rezago que ha tenido esa parte del gasto. En este contexto, el crecimiento real de las colocaciones a empresas bajó hasta 4,3 por ciento anual en noviembre, desde un *peak*

de 13,4 por ciento en junio. Varias otras economías a nivel global también han evidenciado una ralentización del crédito comercial, coherente con el incremento de los flujos de ingresos que ha permitido la mayor movilidad (gráfico 12).

Las empresas aumentaron su endeudamiento para hacer frente a una inesperada y abrupta caída de los flujos de caja, evitando que ésta generara problemas de solvencia. El apalancamiento ha crecido transversalmente entre firmas de distintos tamaños y sectores, aunque ha sido más intenso en las medianas y en los rubros de comercio, servicios empresariales y personales, que están entre los más golpeados en el transcurso de la pandemia. Esta tendencia al alza en el endeudamiento también se ha visto en el resto del mundo, en medio de las favorables condiciones financieras que se han dado tras el inicio de la emergencia sanitaria.

En cuanto a los hogares, el crédito de consumo continuó retrocediendo, en línea con lo observado en recesiones anteriores, mientras que para el crédito hipotecario la desaceleración ha sido bastante más acotada. En el primero, su contracción anual se estacionó en torno a 16 por ciento real anual en los últimos meses, reflejando un repunte aún parcial del empleo, así como del aumento de los recursos disponibles de los hogares a raíz de los retiros de ahorros previsionales. Por su parte, la expansión de las colocaciones hipotecarias sigue en cifras positivas, promediando en torno a 6 por ciento real anual desde el cierre estadístico del IPoM de septiembre.

En este panorama, persiste el mayor riesgo asociado a las diferentes carteras. El gasto en provisiones de la banca se ubica en sus mayores niveles en varios años, lo que podría sugerir expectativas de deterioro de los índices de cumplimiento. Esto contrasta con el descenso de la morosidad del sistema, explicada por el alza de los castigos, las reprogramaciones y el uso de una parte de los retiros de ahorros previsionales para el pago de deudas. En cuanto al costo de financiamiento bancario, este permanece bajo en perspectiva histórica para los diferentes usuarios de crédito, apoyado en la expansividad de las medidas dispuestas por el Banco Central.

En suma, la economía ha mejorado tras la fuerte contracción del segundo trimestre, y las medidas de apoyo a los hogares y al crédito han logrado limitar la amenaza que la pandemia representaba para el bienestar de la población y la solvencia de las empresas. Sin embargo, la prolongación de las restricciones sanitarias, la lenta recuperación de los rubros más afectados y las huellas que deja la crisis, ha limitado el dinamismo de la recuperación, afectando no solo a la demanda agregada, sino que también a la capacidad de respuesta de la oferta. Como resultado, la caída de la actividad este año será mayor que lo previsto en septiembre.

Aun así, la actividad continuará una gradual senda de recuperación en los próximos trimestres, y se sigue proyectando que solo hacia 2022 retornará a los niveles de septiembre de 2019. Esto considera que la evolución de la pandemia permitirá mantener niveles de movilidad mayores que los de mediados de 2020, y que durante 2021 se avanzará en el proceso de vacunación, acorde con lo señalado por el Gobierno. El retiro de ahorros previsionales tendrá un efecto relevante en el consumo y las actividades ligadas al comercio el próximo año. El estímulo fiscal seguirá siendo

positivo, acorde con el presupuesto aprobado. La economía chilena recibirá un impulso externo algo mayor a lo contemplado previamente, con socios comerciales que en promedio crecerán 4,9 por ciento en los años 2021 y 2022, y un precio del cobre que promediará 3,15 dólares la libra en ese lapso. Con esto, se proyecta que tras caer entre 6,25 y 5,75 por ciento este año, la economía chilena crecerá entre 5,5 y 6,5 por ciento en 2021 y entre 3 y 4 por ciento en 2022 (tabla 1).

Respecto de la política monetaria, nuestra evaluación del escenario macroeconómico y sus perspectivas nos hace anticipar que el impulso monetario se mantendrá elevado por un período prolongado de tiempo, de modo de asegurar la consolidación de la recuperación económica y el cumplimiento de los objetivos del Banco. En particular, estimamos que la TPM seguirá en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de 24 meses. Respecto de las medidas no convencionales, estas continuarán en aplicación. Esto considera que el stock total de bonos bancarios adquiridos por el Banco Central en virtud de distintos programas —alrededor de 8 mil millones de dólares— se mantendrá por los próximos seis meses, reinvertiendo los cupones que vayan venciendo. Esto excluye las compras realizadas bajo el programa CC-VP, que tienen un objetivo diferente. En relación con la FCIC, el Consejo no ha introducido cambios en el total de recursos disponibles. No obstante, evaluaremos su posible extensión y cambios en los parámetros de acceso que faciliten su uso para responder a las necesidades de la economía en esta etapa.

Como siempre, el Banco continuará alerta ante riesgos para la estabilidad financiera, actuando oportuna y decididamente con el instrumental del que dispone cuando sea requerido. Por lo pronto, la entrada en vigencia de la Ley que permite un segundo retiro de ahorros en los fondos de pensiones involucrará una importante liquidación de activos por parte de las administradoras de estos fondos. Que esa liquidación sea ordenada es esencial para preservar la estabilidad de los mercados financieros y la eficiencia del proceso de formación de precios, razón por la que hemos dispuesto varias medidas. Entre ellas, la reapertura de los programas especiales de Compra al Contado y Venta a Plazo (CC-VP) y de compra de Depósitos a Plazo. Estas medidas tienen límites prefijados y una duración acotada, tal como se hizo al momento del primer retiro de fondos.

El escenario macroeconómico sigue mostrando más incertidumbre que lo usual, con proyecciones muy condicionadas a la evolución de la pandemia y sus efectos en los ingresos de empresas y personas. Así, existen escenarios donde la evolución de la economía nacional podría diferir de lo esperado. El riesgo de un aumento significativo de los contagios sigue plenamente vigente, y podría tener efectos económicos relevantes si es necesario reimponer medidas sanitarias más restrictivas. A mediano plazo, la severidad de este escenario es menor, dados los avances en el desarrollo de vacunas. En contraste, si el proceso de vacunación se adelanta, la inmunidad de grupo podría alcanzarse más pronto en el país, lo que levantaría algunas restricciones de oferta, con lo que las expectativas y la demanda tendrían una recuperación más rápida y robusta. En la medida que el factor dominante en estos escenarios sea la recuperación de la oferta, es posible que la trayectoria de política monetaria no se vea mayormente alterada respecto del escenario central.

Por otro lado, si se da un escenario en que la debilidad de la inversión es más persistente de lo anticipado, ya sea por incertidumbre y/o por las secuelas de la pandemia, la menor demanda podría reducir las presiones de mediano plazo sobre la inflación. Esto daría lugar a una TPM que se mantendría en su mínimo técnico por más tiempo, incluyendo la posibilidad de profundizar el uso de medidas no convencionales.

La economía transita por un proceso de recuperación complejo que enfrenta tanto los desafíos de la evolución de la pandemia como de la situación política tras la crisis social iniciada hace poco más de un año. El escenario central asume que esta última seguirá la vía institucional aprobada por el Congreso. Por el contrario, de materializarse nuevas tensiones políticas y sociales que pongan en cuestión dicho itinerario, el impacto negativo sobre la economía puede ir más allá de lo que el Banco Central puede ser capaz de contrarrestar con su instrumental tradicional y no convencional.

Debe considerarse que el gobierno, las empresas, los hogares y las instituciones financieras han sobrellevado las presiones de los últimos quince meses usando extensamente las holguras acumuladas en años anteriores, lo que ha deteriorado su posición patrimonial. Esto, como se ha señalado en Informes previos, aumenta la vulnerabilidad ante la materialización de escenarios negativos, los que podrían comprometer de forma significativa la recuperación de la economía y tener consecuencias severas sobre el bienestar de las familias y la viabilidad de muchas empresas. De hecho, el balance de riesgos de este IPoM arroja un sesgo a la baja respecto del crecimiento, y uno sesgo balanceado en relación con la inflación. El sesgo a la baja para el crecimiento reconoce además el posible impacto del retroceso de la Región Metropolitana a la fase 2, que se inicia mañana, con una revisión posterior dentro de dos semanas. El Banco Central seguirá apoyando la recuperación económica con condiciones financieras adecuadas para hogares y empresas, manteniendo la inflación bajo control y preservando la estabilidad financiera.

Reflexiones finales

Estimadas senadoras, estimados senadores,

Presentamos este IPoM al término de un año marcado por una crisis de magnitudes e impactos que el mundo no había conocido en décadas. Una crisis distinta a cualquier ciclo recogido en la literatura o documentado en la historia económica, donde el golpe sobre la actividad productiva, las empresas, el empleo y los hogares, fue inmediato, masivo y simultáneo. Nuestra economía sufrió este impacto en dos planos, primero, a través de un severo empeoramiento de las condiciones externas, causado por el deterioro del resto de las economías del mundo y, segundo, con el impacto directo de las medidas de distanciamiento social sobre la actividad local. Es así como entre el primer trimestre y mediados del segundo el precio del cobre llegó a perder del orden 20 por ciento de su cotización, la actividad se contrajo 17 por ciento y se perdieron un millón ochocientos mil empleos. La pérdida de actividad, en su magnitud, es comparable con lo que ocurrió a comienzos de los ochenta, aunque en un lapso mucho más breve de tiempo.

Pero no fue todo. Al inicio de la crisis provocada por el Covid-19, nuestra economía recién intentaba recuperarse de los impactos de la crisis social que irrumpió en octubre de 2019. Muchas empresas se habían visto obligadas a cerrar sus puertas durante buena parte del cuarto trimestre producto de actos de violencia, bloqueos o la interrupción de las cadenas logísticas y cerca de 70 mil trabajadores habían perdido sus empleos asalariados. Más aún, la crisis social elevó significativamente la incertidumbre, lo que deterioró el riesgo país, debilitó nuestra moneda, depreció diversos activos y puso en cuestión decisiones de inversión, desarrollo y empleo en muchos sectores de la economía.

La combinación de estos dos *shocks* inéditos, originados ambos en factores no económicos, demandaba una respuesta de política igualmente inédita. Del lado fiscal, el déficit previsto para 2020 pasó de 2 por ciento del PIB al presentarse el proyecto de ley de presupuesto respectivo, a algo más de 8 por ciento del PIB en la ejecución actualmente proyectada. Con estos recursos se han financiado transferencias a cerca de ocho millones de personas y dispuesto garantías para 270 mil créditos a empresas pequeñas y medianas. En el ámbito legislativo, se aprobó una reforma tributaria; se efectuaron ajustes importantes al seguro de cesantía y a las regulaciones para la emisión de bonos; se reformó la Constitución para permitir al Banco Central la compra de bonos del Fisco en el mercado secundario, y se aprobaron dos retiros de ahorros previsionales por parte de los afiliados. El regulador financiero flexibilizó una serie de normas que permitieron 1,6 millones de operaciones de reprogramación de créditos, y postergó en un año la entrada en vigencia de los requerimientos de capital establecidos en la nueva Ley General de Bancos. Por último, el Banco Central ha aplicado una veintena de medidas orientadas a ampliar el estímulo monetario, profundizarlo a través de instrumentos no convencionales de incentivo al crédito y la liquidez, estabilizar los mercados financieros y ganar espacio para enfrentar escenarios de tensión adicionales. Estas medidas han comprometido recursos equivalentes a más de 20 por ciento del PIB, duplicando el tamaño del balance del Banco.

Estos esfuerzos han valido la pena. La caída de actividad se detuvo en junio y en los cuatro meses posteriores ha recuperado más de la mitad de lo retrocedido en los cuatro anteriores. Con ello, prácticamente un tercio de los trabajadores que perdieron su empleo han conseguido uno nuevo y una gran parte de los que se acogieron a la Ley de Protección del Empleo han vuelto a sus ocupaciones. En el tercer trimestre, las transferencias fiscales lograron compensar toda la caída de los ingresos laborales del 20 por ciento más pobre de la población, y el 80 por ciento restante habrá obtenido liquidez que excede largamente la pérdida de ingresos mediante el retiro de ahorros previsionales. Hay evidencia de que los créditos con garantía Fogape llegaron preferentemente a las empresas más afectadas por la caída de sus ventas, lo que ayudó a que pudieran retomar su actividad. Más aún, a pocos meses del inicio de la pandemia un número importante de actividades, como el comercio y la educación, habían adecuado su funcionamiento para operar bajo las nuevas restricciones impuestas, con apoyo de medios digitales o telemáticos.

En buena medida, esto ha sido posible gracias a la experiencia, capacidad y holguras acumuladas a lo largo de muchos años dentro del marco de política económica adoptado en Chile. La prudencia fiscal, expresada en la regla de balance estructural, generó activos y capacidad de endeudamiento

para enfrentar las necesidades de gasto y adoptar una política fiscal contracíclica en la actual coyuntura. La política monetaria mantuvo la inflación baja y las expectativas firmemente ancladas, generando espacio para ampliar fuertemente su expansividad a través de instrumentos convencionales y no convencionales. La rigurosidad de la regulación bancaria, que se prevé fortalecer con la adopción de los estándares de Basilea III, permitió que la banca expandiera sus créditos, respondiendo a las dificultades de caja de las empresas. La profundidad del mercado de capitales permitió que las grandes empresas y el gobierno continuaran financiándose en el mercado local de bonos. El tipo de cambio flotante siguió actuando como un amortiguador de los *shocks* externos, y la diversificación del comercio exterior permitió que Chile se beneficiara de la recuperación anticipada de China y otros países de Asia.

Todo esto ha permitido que esta crisis se diferencie de ciclos anteriores, no solo por el origen y magnitud del *shock* inicial, sino por sus mecanismos de propagación y por sus mitigadores. Es así como el comportamiento del crédito, las tasas de interés, la liquidez, la política fiscal y monetaria y las exportaciones han actuado de manera contracíclica, a lo cual se ha sumado más recientemente la mejora de los términos de intercambio. Producto de ello, esta ha sido la crisis con el período más breve de contracción y, por tanto, con una recuperación más inmediata. Las perspectivas para Chile también se comparan favorablemente con las de muchos de sus pares (gráfico 13).

No obstante, es importante reconocer las características, sesgos y limitaciones de la recuperación que se viene observando. Mientras el *shock* inicial del Covid-19 afectó de manera transversal a la economía, en la recuperación se ha manifestado una alta heterogeneidad entre los sectores más afectados por las normas de distanciamiento social, y los que pudieron sobrellevar el confinamiento o recuperarse con su levantamiento. Del lado de la demanda, se observa una gran brecha entre el consumo privado, impulsado por las transferencias y los retiros masivos de los ahorros previsionales, y la inversión, más influida por la situación financiera de las empresas y la incertidumbre. En este contexto, la recuperación está siendo acompañada por presiones locales de precios, riesgos latentes de insolvencias y una recuperación precaria del empleo.

En otras palabras, esta es una recuperación aún muy desequilibrada, con fricciones, desajustes, *cuellos de botella* y riesgos importantes, todo lo cual puede comprometer no solo la velocidad de la misma, sino también la capacidad de retomar un ritmo de crecimiento cercano al tendencial en plazos más largos. Este es un tema relevante considerando que, respecto de lo que se proyectaba en septiembre de 2019, la combinación de la crisis social y la crisis del Covid-19 habrán hecho perder casi 10 por ciento del nivel de PIB hacia el año 2022 (gráfico 14).

Lo anterior se complementa con el hecho de que la combinación de estas dos crisis ha generado un importante desgaste de los agentes económicos, que, al echar mano a sus holguras y reservas, han deteriorado su posición patrimonial. Así, entre septiembre de 2019 y de este año, las empresas elevaron su endeudamiento en 16 puntos del PIB; la capitalización de la bolsa se redujo en algo más de 25 puntos del PIB; el gobierno ha utilizado sus fondos soberanos y emitido nueva deuda hasta elevarla en términos netos en casi 8 puntos del PIB, y los hogares habrán reducido sus ahorros

previsionales en cerca de 10 puntos del PIB cuando se complete el segundo retiro de fondos. Todo ello vuelve más vulnerables a estos agentes frente a futuros escenarios de tensión.

El impacto de estos factores ya se puede apreciar en el funcionamiento de nuestra economía. La moneda local, por ejemplo, recuperó solo parcialmente la paridad y la estabilidad previa al estallido social, lo que ha reducido en parte su capacidad para aislar al mercado de capitales de los *shocks* externos. Las tasas de largo plazo, que se comportaban más establemente que en países comparables, han elevado su volatilidad, transmitiendo al mercado local los cambios en las condiciones financieras externas (gráfico 15). Estos son solo algunos ejemplos de un fenómeno de mayor alcance: la mantención de niveles de incertidumbre superiores a los pasados y a los de las economías más desarrolladas a las que nos habíamos estado acercando (gráfico 16).

No se trata aquí de poner en duda la recuperación de la economía. Es indudable que lo peor de la crisis ya pasó y que se ha evitado un daño aún mayor. Pero, a medida que vamos dejando esta etapa atrás, tenemos que preocuparnos de los desafíos que la misma recuperación nos va imponiendo. Una recuperación sostenida, balanceada e inclusiva no se alcanzará de manera espontánea, precisamente porque la economía ha perdido flexibilidad y consistencia. Una política económica proactiva deberá acompañarla por un buen tiempo todavía. En el caso del Banco Central, esto se expresa en la señal de persistencia de la política monetaria altamente expansiva que ha dado el Consejo en este Informe, así como también en la disposición a facilitar el ajuste de los mercados financieros frente a eventos de tensión.

Sin embargo, hay muchos desafíos que trascienden al Banco Central: la adecuación de sectores y empresas afectados por cambios más estructurales en sus condiciones de funcionamiento producto del distanciamiento social; la plena incorporación a la economía digital y el teletrabajo; recuperar y aumentar la participación femenina en el mercado laboral; la adecuación del perfil de la carga financiera a las posibilidades reales de las empresas; la reducción de la informalidad laboral y el fortalecimiento de los sistemas de protección social. Todos estos son desafíos compartidos en la actualidad por muchos países y que Chile no puede ignorar, como tampoco puede hacerlo respecto de la necesidad de recuperar gradualmente las holguras utilizadas en el curso de la actual crisis. Para enfrentar estos desafíos se requieren de medidas distintas de las adoptadas para contener la crisis.

Senadoras y senadores,

Haber superado el peor momento de la crisis no puede llevarnos a ignorar o postergar los desafíos que impone día a día la recuperación. La liquidez que va a provocar el retiro de ahorros previsionales no debe generar una sensación artificial de abundancia, porque, como sabemos, con ello solo se están ocupando ahorros que más adelante van a hacer mucha falta.

Un momento como este es el menos oportuno para la autocomplacencia. No se ha descubierto ninguna panacea para la recuperación y la economía tampoco se ajustará automáticamente. No hay camino fácil para enfrentar los desafíos que vienen, y no hay espacio para malas decisiones. Por el

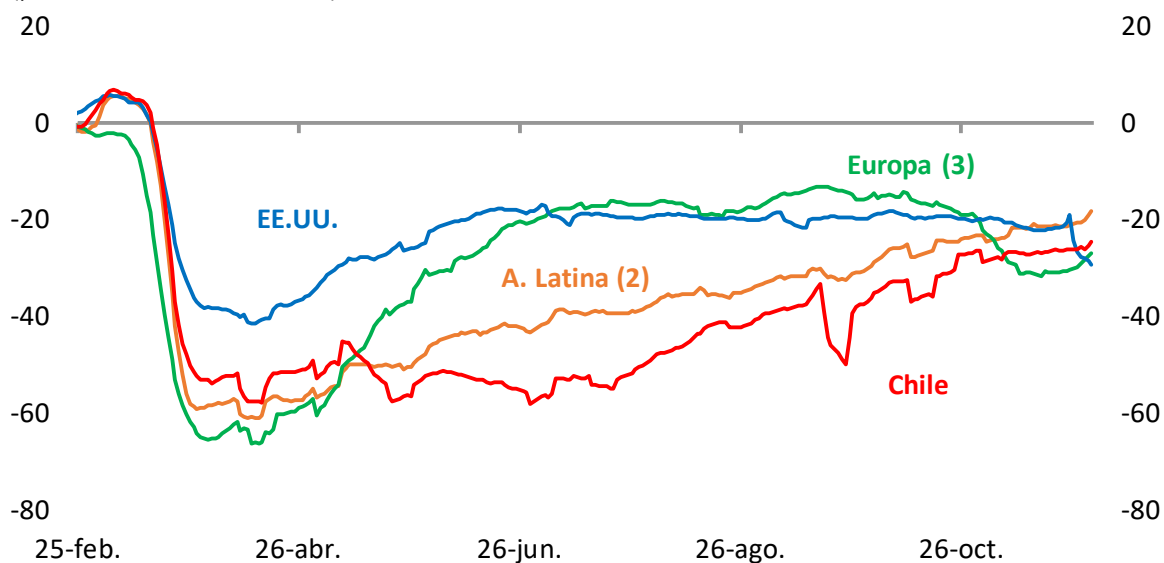
contrario, el trabajo bien planificado y coordinado es indispensable para hacer frente a los desafíos mencionados en una economía que saldrá de este episodio con notorias cicatrices.

El Banco Central de Chile se ha mantenido atento, activo y dispuesto a cooperar a lo largo de los últimos quince difíciles meses para enfrentar los problemas surgidos en esta inédita coyuntura, y lo seguirá haciendo durante todo el tiempo que sea necesario. Esta Comisión ha sido receptiva a nuestros aportes y nos ha apoyado en nuestro trabajo en momentos en que lo hemos requerido. Junto con agradecer ese apoyo, nos comprometemos a mantener esa misma motivación, proactividad y cooperación en la etapa que se abre, precisamente porque es mucho aun lo que queda por hacer.

Muchas gracias.

Gráfico 1
Movilidad (1)

(promedio móvil de siete días)

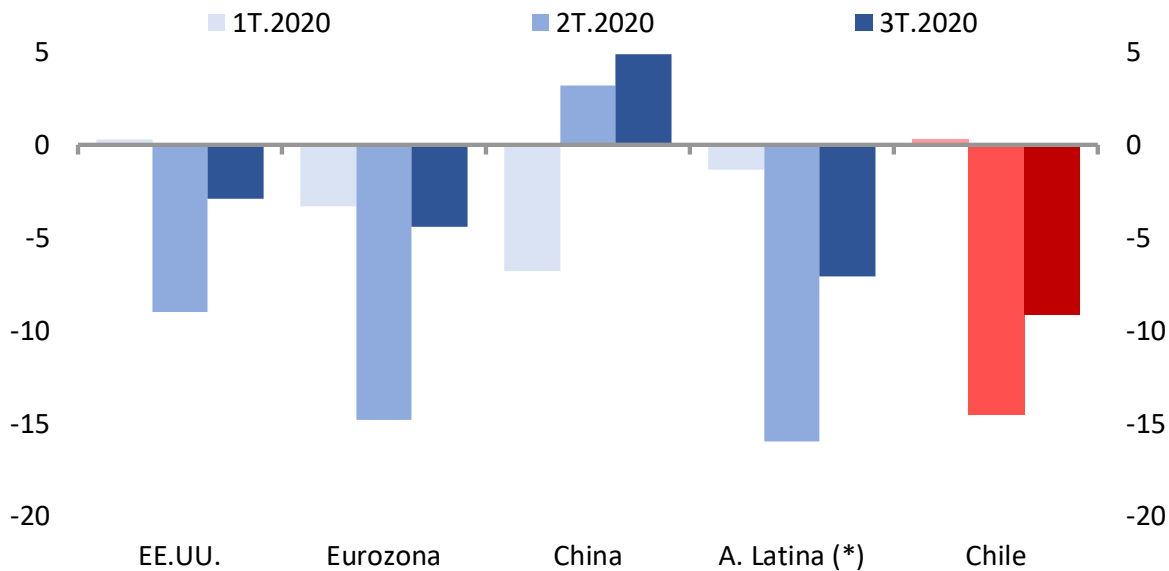


(1) Corresponde a promedio de las categorías tiendas y ocio, supermercados y farmacias, estaciones de transporte y lugares de trabajo. (2) Promedio simple entre Argentina, Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Promedio simple entre Alemania, España, Francia, Italia y Reino Unido. Fuente: Informe de movilidad de las comunidades ante el Covid-19, Google.

Gráfico 2

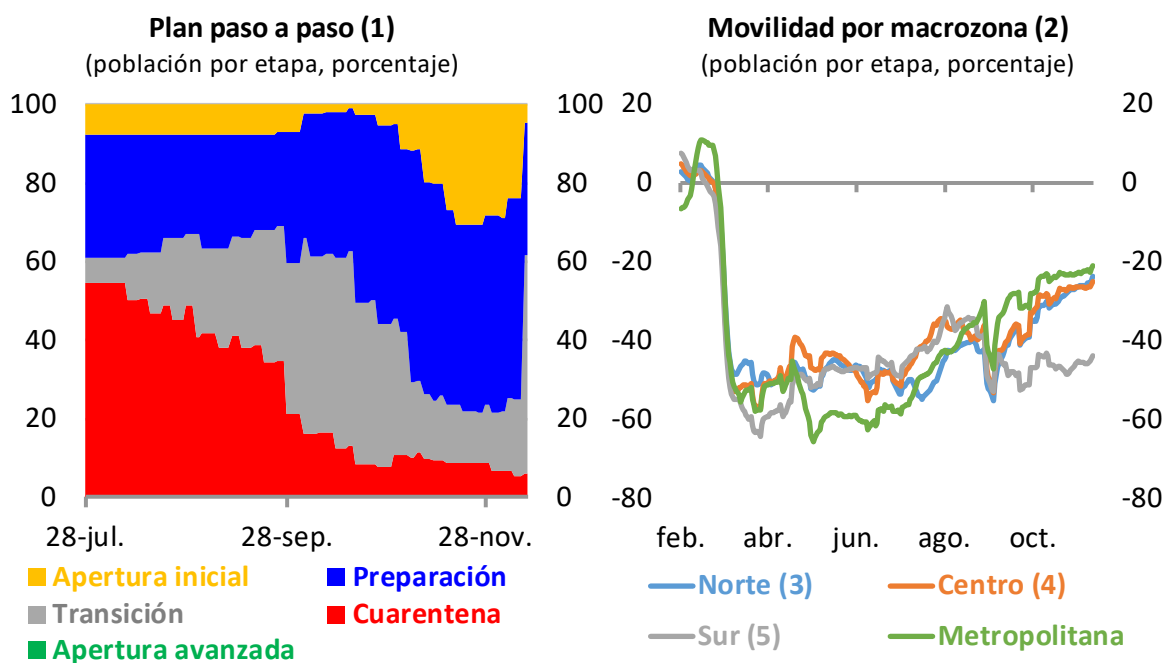
PIB economías seleccionadas

(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio ponderado a PPC entre Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú según cifras del World Economic Outlook (WEO, Octubre 2020). Para Argentina, cifra del 3T.2020 corresponde al promedio de las variaciones anuales del EMAE entre julio, agosto y septiembre. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 3

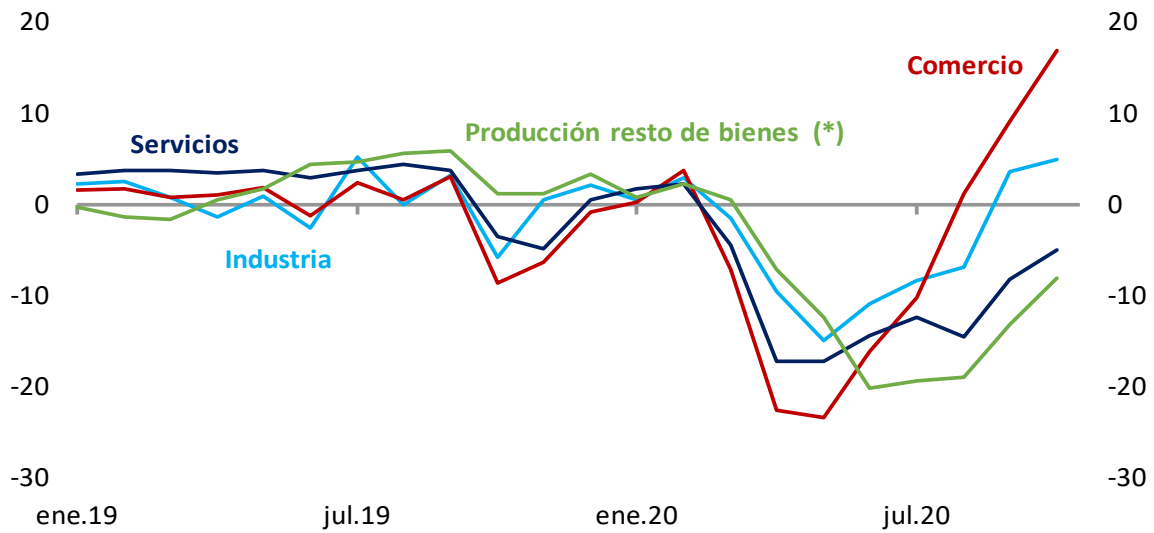


(1) Considera anuncios e información hasta el 07/12/2020. (2) Considera información hasta el 01/12/2020. Corresponde al promedio de las categorías tiendas y ocio, supermercados y farmacias, estaciones de transporte y lugares de trabajo. (3) Considera a las regiones de Arica y Parinacota, Tarapacá, Antofagasta, Atacama y Coquimbo. (4) Considera las regiones de Valparaíso, de O'Higgins, del Maule, del Biobío y de Ñuble. (5) Considera las regiones de la Araucanía, de Los Ríos, de Los Lagos, de Aysén y de Magallanes. Se omite a Aysén entre el 17 de agosto y 16 de septiembre debido a ausencia de datos. Fuentes: Banco Central en base a información del Ministerio de Salud de Chile e Informe de movilidad de las comunidades ante el Covid-19, Google.

Gráfico 4

IMACEC por sectores

(variación anual, porcentaje)

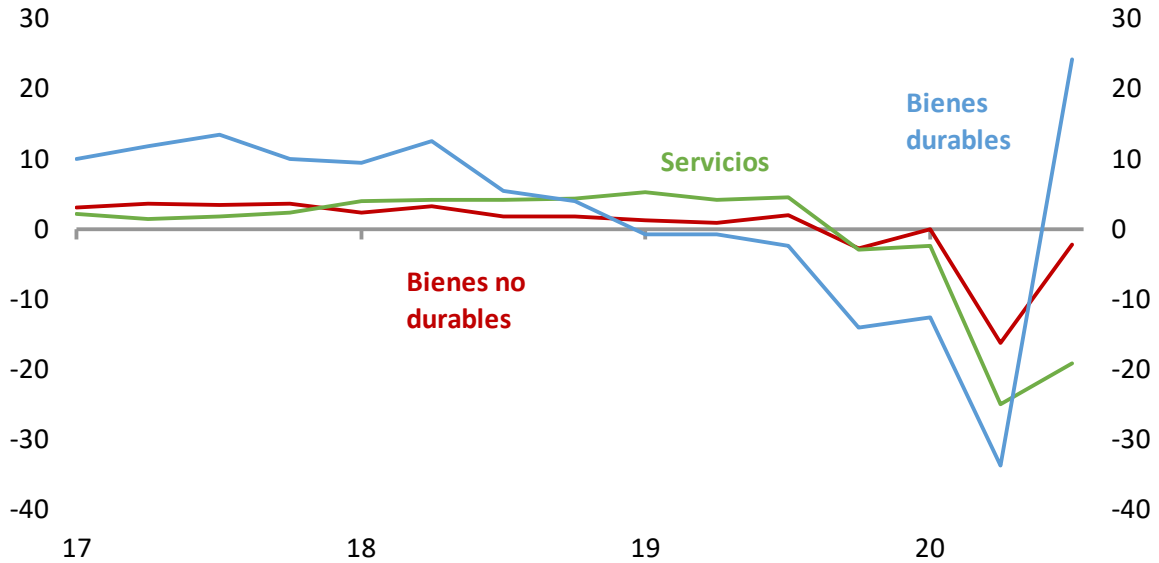


(*) Considera las actividades agropecuario-silvícola, pesca, EGA y gestión de desechos, y construcción.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

Consumo de los hogares

(variación anual, porcentaje)

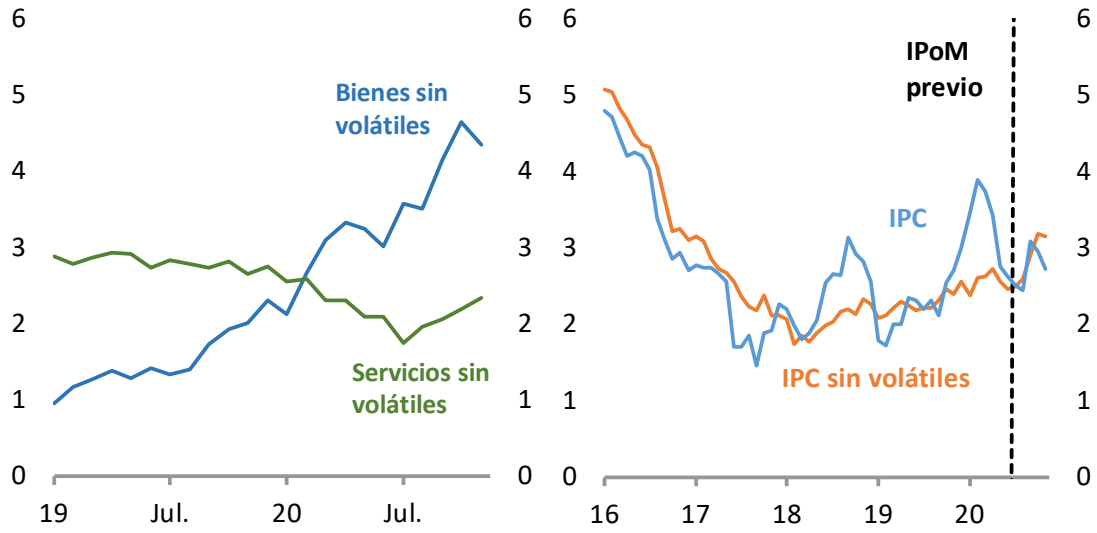


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

Indicadores de inflación

(variación anual, porcentaje)



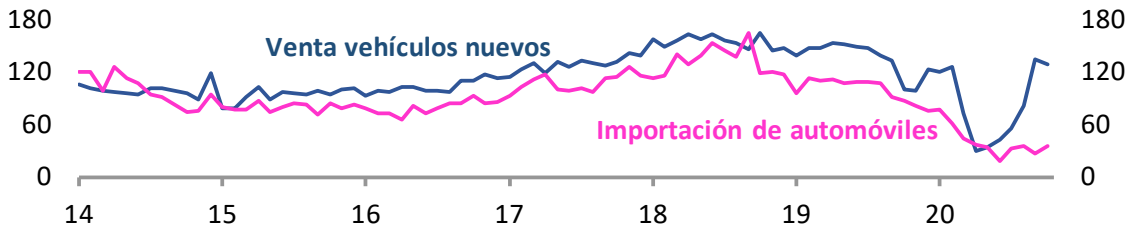
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 7

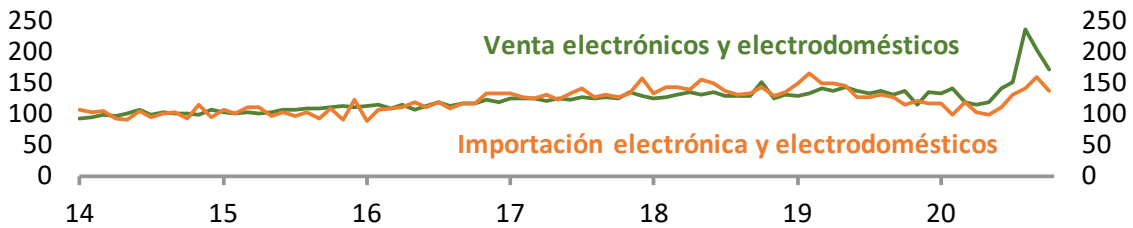
Ventas e importaciones reales (*)

(índice base 2014=100, desestacionalizado)

a) Automóviles



b) Electrónica y electrodomésticos



c) Vestuario y calzado



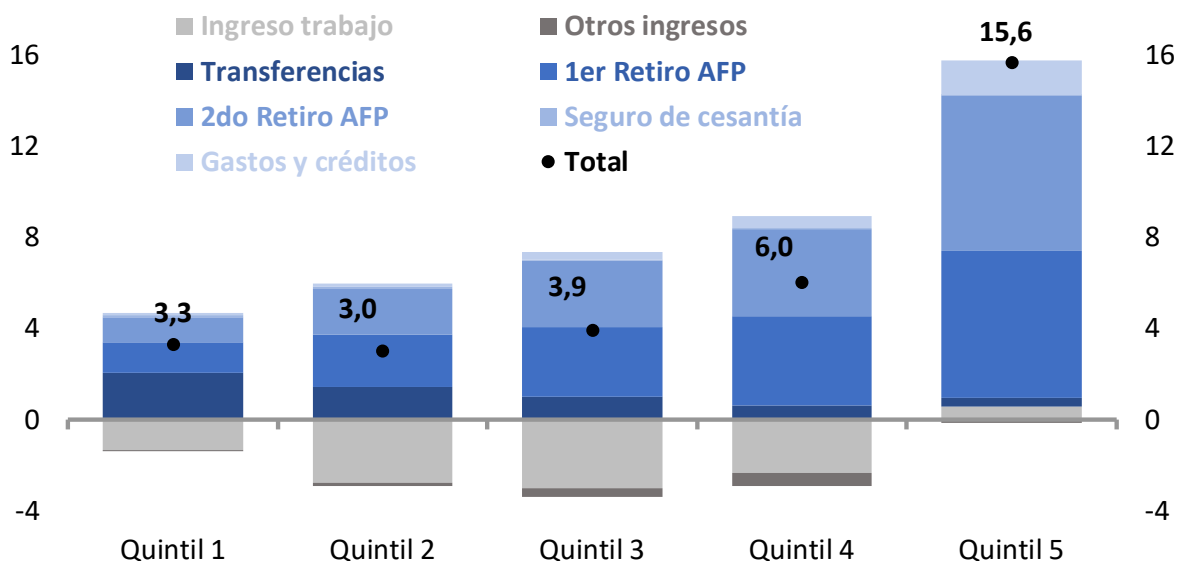
(*) Importaciones nominales deflactadas por IPC de Autos Nuevos, Vestuario y Calzado y Electrónicos (incluye: línea blanca, electrodomésticos, fax, equipos de audio y celulares), según corresponda. Importaciones de Electrónica y Electrodomésticos incluye celulares, computadores, televisores y electrodomésticos.

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

Gráfico 8

Variación de ingresos y liquidez adicional según quintiles, 2020

(miles de millones de dólares)

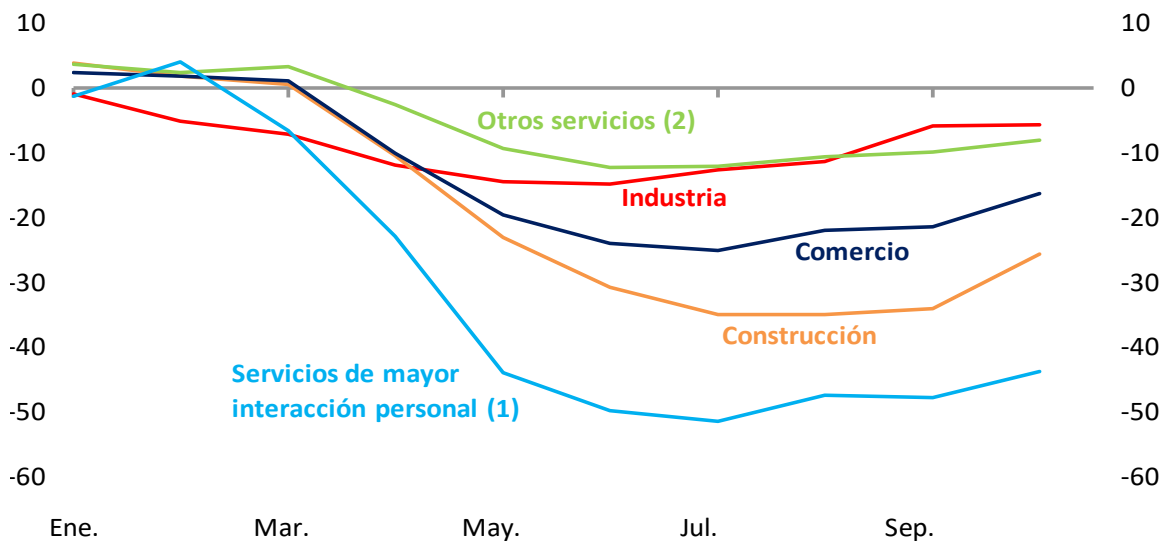


Fuente: Barrero *et al.* (2020).

Gráfico 9

Empleo por sectores

(variación anual, porcentaje)

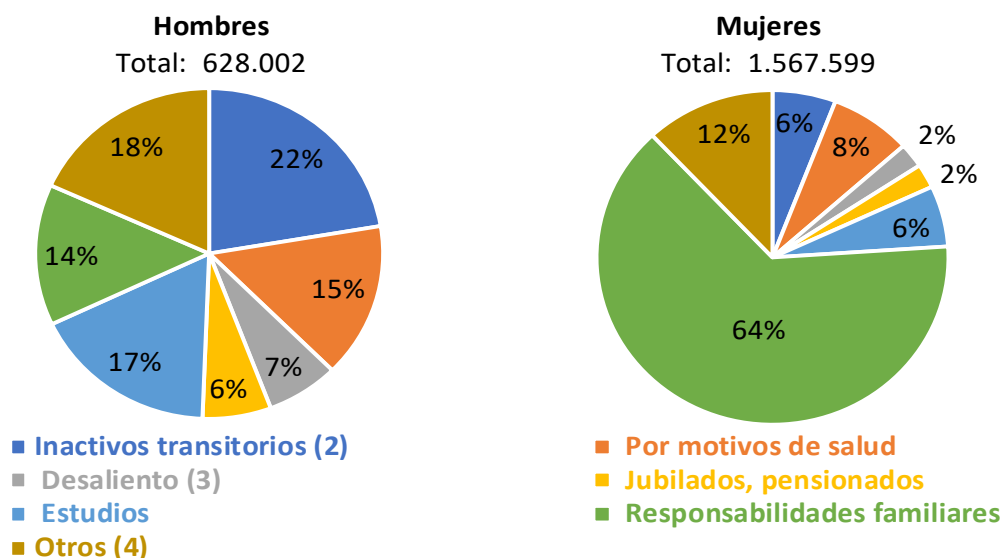


(1) Incluye actividades de alojamiento y de servicio de comidas; y artísticas, de entretenimiento y recreativas.
 (2) Incluye actividades financieras y de seguros; inmobiliarias; profesionales, científicas y técnicas; de organizaciones y órganos extraterritoriales; de servicios administrativos y de apoyo; de los hogares como empleadores; atención de la salud humana y de asistencia social; administración pública y defensa; enseñanza; y otras actividades de servicios. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 10

Motivos de inactividad (1)

(porcentaje)



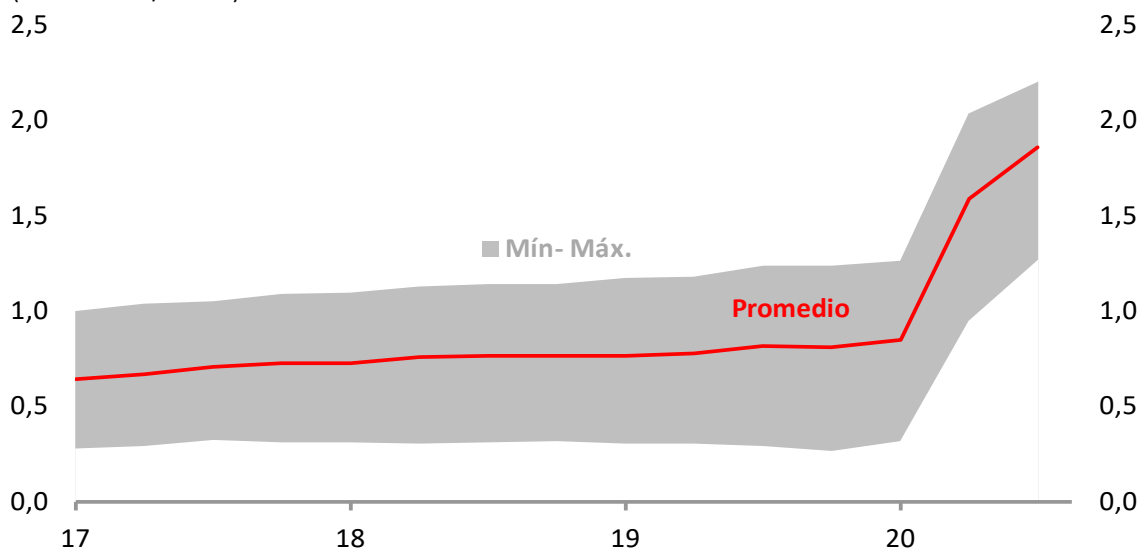
(1) Datos de la Encuesta Nacional de Empleo del trimestre móvil terminado en octubre. (2) Iniciará pronto una actividad por cuenta propia, encontró un empleo que empezará pronto, espera la estación de mayor actividad, espera los resultados de un proceso de selección o que lo llamen. (3) Cree que por su edad no le darán empleo, cree que no lo encontrará, se cansó de buscar, cree que ningún empleo o actividad se adapte a su calificación, le piden demasiados trámites para iniciar una actividad por cuenta propia, no sabe donde dirigirse ni a quien acudir. (4) Es rentista, está embarazada, algún miembro del hogar no se lo permite, no quiere, no necesita trabajar, otra razón.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 11

Endeudamiento sectorial (*)

(razón deuda/ventas)



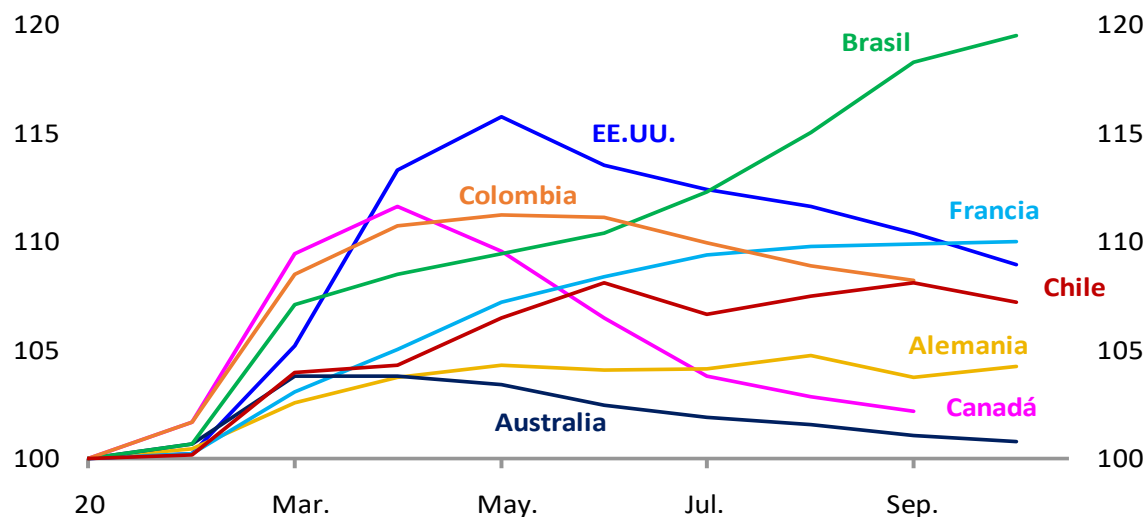
(*) La razón deuda a ventas se calcula a nivel de cada firma para cada período. El numerador corresponde al stock de deuda bancaria y externa de cada firma. El denominador se calcula como el promedio de las ventas reales de cada firma (deflactadas con la UF) entre el tercer trimestre del 2018 y el del 2019. El endeudamiento por sector se calcula como la mediana entre las firmas correspondientes a cada sector. La línea roja es el promedio simple entre los sectores. El área gris indica la razón deuda a ventas mínima y máxima entre los sectores seleccionados para cada período. Los sectores incluidos son: servicios empresariales, servicios a la vivienda, servicios financieros, servicios personales, comercio, restaurantes y hoteles, industria, construcción, y transporte.

Fuentes: Banco Central de Chile, Comisión para el Mercado Financiero y Servicio de Impuestos Internos.

Gráfico 12

Crédito bancario a empresas no financieras

(índice enero 2020=100)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Tabla 1

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2019	2020 (f)		2021 (f)		2022 (f)	
		IPoM Sep.20	IPoM Dic.20	IPoM Sep.20	IPoM Dic.20	IPoM Sep.20	IPoM Dic.20
PIB	1,1	-5,5/-4,5	-6,25/-5,75	4,0-5,0	5,5-6,5	3,0-4,0	3,0-4,0
Demanda interna	1,0	-7,1	-9,1	5,6	9,4	2,7	2,9
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,5	-5,6	-7,8	7,0	9,6	2,4	2,5
Formación bruta de capital fijo	4,2	-10,6	-13,0	8,0	7,3	4,9	5,1
Consumo total	0,8	-4,2	-6,3	6,8	10,3	1,7	1,8
Exportaciones de bienes y servicios	-2,3	-2,2	-1,7	5,0	4,3	4,8	4,8
Importaciones de bienes y servicios	-2,3	-9,4	-12,6	8,6	16,0	2,2	3,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,9	-1,4	0,9	-2,5	-1,5	-1,7	-1,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	18,9	18,5	19,7	16,8	17,0	18,2	17,6
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	22,4	21,0	20,5	21,8	20,6	22,2	21,2

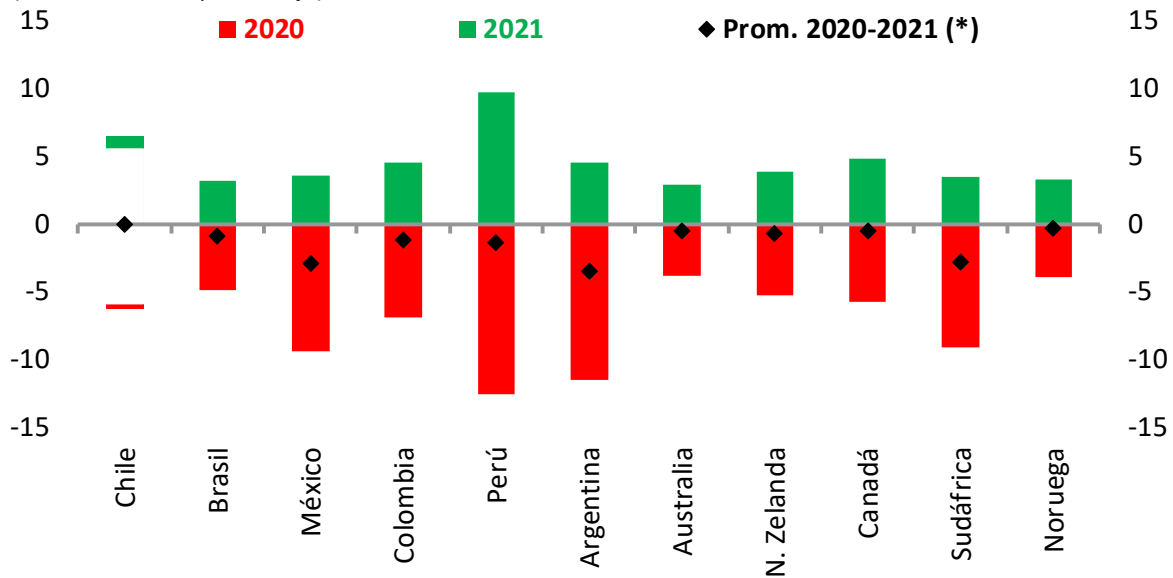
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13

Crecimiento 2020-2021: economías seleccionadas

(variación anual, porcentaje)



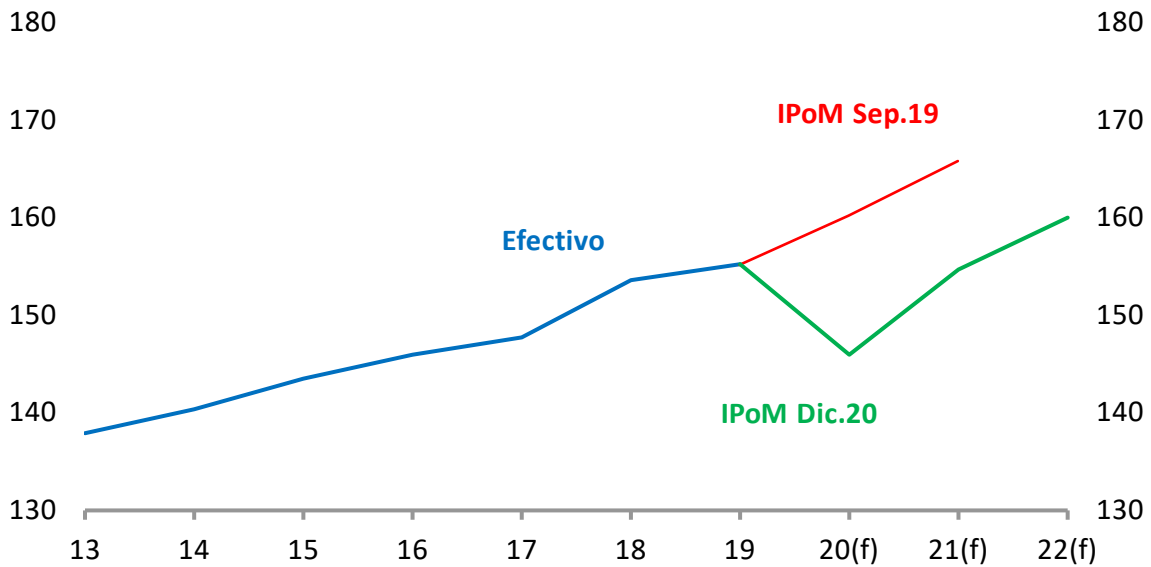
(*) Para Chile, se calcula como el promedio entre el punto medio del rango de crecimiento proyectado para 2020 y 2021.

Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.

Gráfico 14

PIB real

(billones de pesos, volumen a precios del año anterior encadenado)

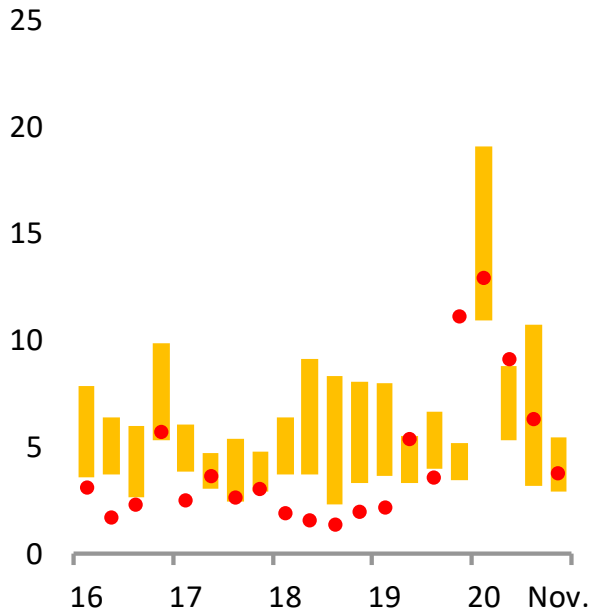


(f) Proyección. Considera el punto medio de los rangos de crecimiento proyectados contenidos en el IPoM respectivo. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 15

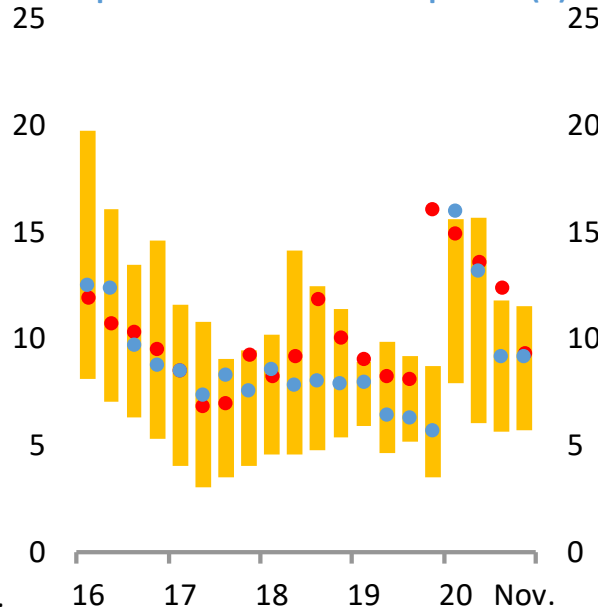
Volatilidad tasas soberanas EM (1)
(puntos base)

■ P25 - P75 ● Chile



Volatilidad cambiaria EM (1)
(porcentaje anualizado)

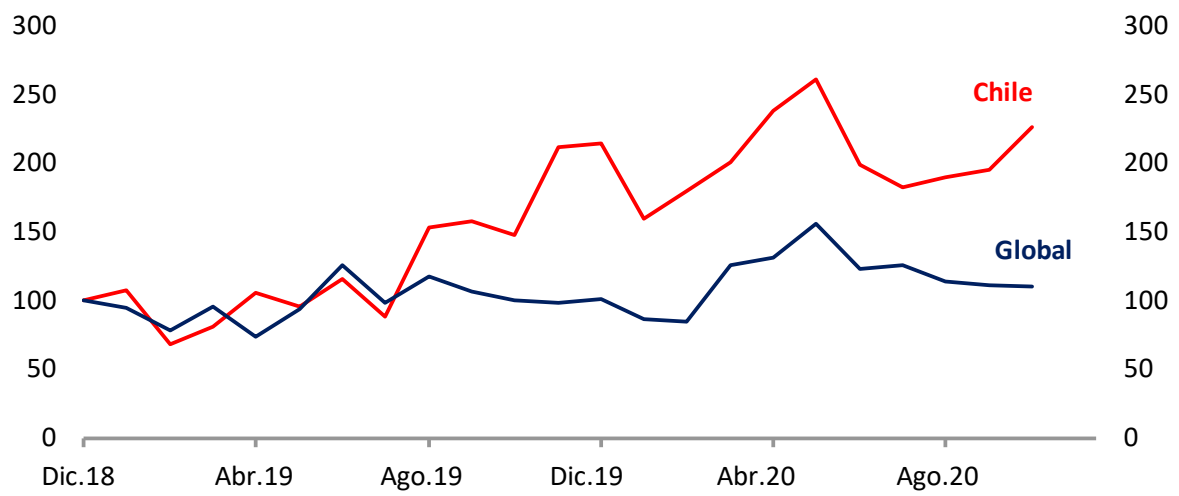
● Exportadores de materias primas (2)



(1) EM incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. (2) Incluye a Australia, Canadá, Noruega y N. Zelanda.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

Gráfico 16
Incertidumbre (*)
(Dic.2018=100)



(*) En ambos casos corresponde al Índice de Incertidumbre de Política Económica (EPU, por sus siglas en inglés). Fuentes: Bloomberg y CLAPES UC.