



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

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
17 de junio de 2020

*El *Informe de Política Monetaria* de junio 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 junio de 2020, publicado esta mañana. Asimismo, estos antecedentes aportan el trasfondo para la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria de ayer martes.

A comienzos de abril, cuando presentamos nuestro anterior IPoM ante esta Comisión, el país comenzaba a enfrentarse a los efectos del Covid-19. En ese momento, la autoridad sanitaria había decretado diversas medidas de contención sanitaria y las personas comenzaban a adoptar prácticas de distanciamiento social. Hoy, el número de personas que han enfermado del Covid-19 ha aumentado significativamente, así como las que, lamentablemente, han perdido la vida como producto de ella, lo que ha llevado a las autoridades a escalar las restricciones para lograr el control de la pandemia.

Cuando presentamos nuestro anterior Informe, anticipamos que la suspensión de numerosas actividades o la drástica reducción de ellas como producto de las cuarentenas y otras restricciones a la movilidad e interacción de las personas, provocaría una rápida contracción de la actividad económica. Lo que entonces debimos estimar con poca información y muchos supuestos se ha visto ratificado en las cifras que han ido surgiendo. Esta contracción se ha ido profundizando y prolongando en los últimos dos meses, al tiempo que las autoridades económicas hemos estado intentando mitigar sus efectos más nocivos por la vía de reducir los déficits de caja de hogares y empresas y asegurando un flujo de crédito a estas últimas. La lucha sanitaria por controlar la propagación del virus ha sido acompañada así por la lucha para evitar que su impacto directo sobre los ingresos de las empresas se propague a otras empresas, a los trabajadores y al sistema financiero.

La situación por la que atraviesa Chile no dista de lo que ha sucedido en otros países, ni tampoco de lo que está ocurriendo en buena parte de América Latina. La evolución de la pandemia del Covid-19 y las acciones adoptadas para su contención constituyen un shock sin precedentes y de gran magnitud para la economía mundial. Las proyecciones que les presentaré en unos momentos consideran que Chile tendrá este año la mayor contracción económica en 35 años, mientras que diversos organismos internacionales prevén que para el mundo será el peor resultado en un lapso aún más largo.

La evidencia histórica muestra que a los países les cuesta reponerse cuando sufren recesiones significativas. Sin embargo, no es evidente cuán aplicable es esta experiencia a la situación actual. El origen del shock que enfrentamos hoy no tiene un origen económico o financiero. Lo que hoy vivimos es una crisis sanitaria de la que tenemos pocos precedentes para anticipar con precisión sus

consecuencias económicas y en la cual las políticas públicas han actuado de manera considerablemente más agresiva.

Un elemento relevante de estas experiencias es que cuando el shock inicial se transforma en un problema financiero, los costos crecen sustantivamente y sus efectos son mucho más persistentes. Por eso esta vez, los bancos centrales y los gobiernos alrededor del mundo hemos puesto un especial énfasis en evitar que la brusca caída de los ingresos de las personas y empresas se traduzca en un problema de insolvencia financiera. En el caso del Banco Central de Chile, hemos intensificado fuertemente el impulso monetario, llevando la TPM a su mínimo técnico. Junto con ello, hemos adoptado diversas medidas para asegurar la liquidez en los mercados y facilitar la entrega de crédito a las empresas. De hecho, ante el mayor deterioro que muestra la economía producto de la pandemia, en la Reunión de Política Monetaria de ayer anunciamos la implementación de medidas no convencionales para intensificar el impulso monetario y preservar la estabilidad financiera. Estas medidas incluyen una segunda etapa de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC), para asegurar la continuidad del flujo de crédito a las empresas, y un programa de compra de activos financieros, para reactivar otras fuentes de crédito a la economía.

Los desafíos futuros de esta crisis son enormes. Dado que la naturaleza de esta es distinta a episodios recesivos anteriores, la velocidad de su recuperación depende de factores que escapan a lo puramente económico. Cómo evolucione la epidemia en el plano local y mundial, cómo sea el comportamiento de las personas en el futuro y si habrá reasignaciones estructurales más o menos permanentes, son todos temas de gran relevancia pero que aún no tienen una respuesta clara. En todo caso, las políticas fiscales de protección del empleo que se están desplegando —en el mundo, y en Chile en particular— apuntan en lo inmediato a mitigar la pérdida de ingresos de las personas y hacia adelante, a permitir una reactivación rápida. En tal sentido, resulta muy importante el mayor impulso fiscal que se verificará con el Plan de Emergencia acordado entre el Gobierno y esta Comisión de Hacienda ampliada.

La política monetaria está llamada a jugar un rol importante en proveer la liquidez necesaria para respaldar distintos programas de apoyo a las personas y empresas. Pero también es preciso entender los límites que tiene. Por esta razón, más que nunca es fundamental una estrecha coordinación entre la política monetaria y fiscal. Así lo hemos estado haciendo y un ejemplo de ello ha sido la complementariedad entre la liquidez aportada por el FCIC y las garantías aportadas por FOGAPE y FOGAIN. Las nuevas medidas fiscales acordadas por el gobierno y las monetarias y financieras, aprobadas por el Consejo del Banco en la RPM de ayer son reflejo de este esfuerzo conjunto y complementario por apoyar la economía y las condiciones de vida de la población.

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

Escenario macroeconómico

A partir de enero, el Covid-19 ha ido propagándose rápidamente alrededor del mundo, trasladando el foco de los contagios y la estrictez de las acciones de contención obligatorias y voluntarias entre continentes. De este modo, tras la aparición del virus en China, el epicentro de los contagios se trasladó durante marzo y abril a Europa y Estados Unidos, y a partir de mayo se ubica en América Latina. Así, mientras algunos países asiáticos ya han retomado gradualmente la normalidad a lo largo del segundo trimestre, en Europa y Estados Unidos es un proceso aún incipiente, y América Latina —incluido Chile— está en su fase de mayor confinamiento (gráfico 1).

La evolución de los indicadores económicos ha reflejado estos cambios. A comienzos de año, los datos de China mostraron caídas significativas del consumo y la inversión, con un PIB del primer trimestre que tuvo un descenso anual del orden de 7 por ciento, el primer retroceso desde la década de los setenta. Datos más recientes, acordes con la reducción de los contagios y las restricciones a la movilidad, señalan repuntes en varias dimensiones. Europa, donde el *peak* de contagios se produjo más tarde, tuvo caídas significativas de su actividad en el primer trimestre, observándose desplomes históricos en diversos indicadores durante marzo y abril. En las últimas semanas, se levantaron las cuarentenas en varios países y se comenzó con la reapertura gradual de diversas actividades. En Estados Unidos, las cifras económicas de marzo y abril tuvieron fuertes caídas, y ya ha comenzado un proceso de reapertura, pese a que allí el número de contagios aún sigue siendo elevado y los últimos datos muestran un repunte en algunos estados (gráfico 2).

América Latina, como mencioné, está atravesando por la fase más compleja de la pandemia, con recursos más limitados para contenerla. En varios países se continúan registrando récords diarios de contagios y fallecimientos. En Chile, luego de una tendencia decreciente en abril, las tasas de contagio comenzaron a acelerarse durante mayo, obligando a la imposición de medidas de contención sanitaria más restrictivas y otros ajustes en la estrategia seguida. Resalta en este sentido la cuarentena que se extiende desde mediados de mayo para gran parte de la Región Metropolitana y su reciente ampliación a parte importante de la Región de Valparaíso. Con ello, la proporción de la población afectada por cuarentenas pasó de algo menos de 30 por ciento a fines de abril a algo más de 40 por ciento en la actualidad.

Lo inédito de esta situación hace particularmente difícil realizar proyecciones, pues ellas dependen en gran parte de factores que escapan del análisis económico. En lo inmediato, se prevé una contracción significativamente mayor en el segundo trimestre.

Tras la caída de fines del año pasado, la economía se recuperó algo más rápido que lo previsto, hasta que el ingreso del país a la fase 4 de la pandemia trajo consigo un conjunto de medidas de control que afectaron con fuerza la actividad a partir de la segunda quincena de marzo, lo que llevó a una caída de la actividad de 3,1 por ciento anual. El impacto fue mayor en abril, cuando la actividad se contrajo del orden de 14 por ciento anual. Tal como se esperaba, los sectores económicos donde el

contacto personal es predominante en el desarrollo de la actividad fueron los más afectados, en particular el comercio, restaurantes y hoteles, transporte y varios servicios personales (gráfico 3).

La implementación de cuarentenas más estrictas implica que el deterioro de la actividad fue mayor en mayo y junio, con lo que los registros de actividad de esos meses serán probablemente más negativos que el de abril. Así, entre mayo y junio el PIB que se genera en las comunas afectadas pasó de 36 a casi 46 por ciento del total. Las expectativas privadas han recogido este deterioro. La Encuesta de Expectativas Económicas de junio estimó que en mayo el IMACEC habría caído 15,5 por ciento anual, mientras que redujo marcadamente su proyección para el segundo trimestre, desde una caída del orden de 7 por ciento anual en la medición de mayo a una de 13 por ciento anual en junio (gráfico 4).

Si bien el deterioro mayor de la actividad probablemente ya ocurrió, la evolución de la enfermedad y el número de nuevos contagios hace difícil estimar cuanto tiempo demorará en observarse una recuperación, hasta que comiencen a flexibilizarse las medidas de contención más estrictas. Se suma que una vez levantadas dichas medidas, no se sabe con certeza si existirán rebotes, cómo evolucionará el comportamiento de las personas y cuál será su impacto en el desempeño de distintos sectores económicos.

La experiencia de otros países podría dar alguna aproximación de la respuesta sanitaria y económica a la reapertura de las ciudades. Sin embargo, estos procesos son aún recientes como para detectar patrones con claridad, y no es evidente cómo las singularidades del comportamiento social, del clima y del medio ambiente pueden afectar el desempeño relativo de Chile en esta dimensión. Por último, las perspectivas para la demanda dependerán del impacto de la alta incertidumbre y la pérdida de ingresos de hogares y empresas.

En el escenario central se asume que las cuarentenas se reducirán durante el tercer trimestre y se logrará una reapertura gradual de la economía, permitiendo así una mejora paulatina de la actividad y el mercado laboral. En todo caso, esto considera que parte de las prácticas de distanciamiento social —obligatorias y voluntarias— seguirán presentes por varios trimestres, por lo que la actividad de algunos sectores económicos tardará más en retomar los niveles previos al comienzo de la pandemia.

De esta manera, la economía comenzará a recuperarse en la segunda parte de 2020, aunque no alcanzará aún niveles de actividad comparables a los de principios de año. De hecho, se prevé que solo hacia mediados de 2022 se equipararán los niveles de actividad del tercer trimestre de 2019.

Las proyecciones están sujetas a un nivel de incertidumbre mucho mayor al habitual, lo que implica que en este IPoM se hagan cambios en su comunicación, de manera similar a lo que han hecho otros bancos centrales (tabla 1).

En ocasiones normales, el ancho del rango de crecimiento para el año en curso se reduciría a 0,75 puntos porcentuales, mientras que se mantendría en 1 punto porcentual para el año siguiente, todo esto aplicando un criterio basado en los errores históricos de proyección. En lugar de ello, en este IPoM se recoge la elevada incertidumbre aumentado el ancho del rango de proyección para el PIB de 2020 y 2021 a 2 y 1,5 puntos porcentuales, respectivamente. Para 2022, el ancho del rango de proyección se mantiene en un punto porcentual, considerando que para esas fechas ya se habrán despejado algunas incertidumbres relevantes. Las variables del encuadre macroeconómico en el escenario central —consumo e inversión, entre otros— sigue publicándose con una estimación puntual, pero el valor informativo tanto de estas proyecciones como de los rangos de crecimiento es claramente menor al habitual.

Tomando en cuenta los criterios anteriores, el Consejo estima que en 2020 el PIB total tendrá una contracción entre 5,5 y 7,5 por ciento, mientras que durante 2021 y 2022, la economía irá recuperándose, registrando crecimientos entre 4,75 y 6,25 por ciento y entre 3 y 4 por ciento, respectivamente (gráfico 5).

En el encuadre del escenario central, el consumo se contraerá cerca de 4 por ciento en 2020, principalmente por su componente privado. Tras la fuerte caída del segundo trimestre, esta proyección asume que los hogares continuarán afectados por la baja de los ingresos y la elevada incertidumbre, elementos que son morigerados por las medidas de protección social, como el Ingreso Familiar de Emergencia y los programas de apoyo fiscal enfocados a los más vulnerables.

En los últimos meses, se ha observado una importante pérdida de puestos de trabajo —alguna parte de ellos transitoria— y una reducción de los ingresos, factor en que también se han conjugado ajustes de los sueldos y la disminución de las jornadas laborales de los trabajadores.

El deterioro del mercado laboral ha sido relevante en los últimos meses. Las acciones sanitarias voluntarias y obligatorias han tenido importantes efectos. Por un lado, han llevado a una gran caída de las ventas de las empresas y a una fuerte reducción en la demanda por trabajo, en especial en los sectores cuyas actividades se desarrollan más intensivamente en base al contacto entre personas. Por otro lado, la necesidad de confinarse —voluntaria o involuntariamente— para evitar el contagio ha impedido que muchas personas puedan desarrollar sus actividades laborales de forma habitual. Aunque la adopción rápida del teletrabajo ha permitido mitigar parte de este *shock*, sólo algunas actividades son adaptables a un esquema de trabajo remoto, por lo que estas restricciones físicas siguen siendo muy relevantes. Un caso llamativo de estos efectos ha sido la fuerte caída que muestra el empleo por cuenta propia, que regularmente actúa como amortiguador en épocas de contracción económica, pero que se ha visto impedido de operar por las restricciones sanitarias, pasando a explicar cerca de la mitad de la pérdida de empleos cuando se comparan las cifras año a año (gráfico 6).

En este contexto, la tasa de desocupación nacional aumentó hasta 9 por ciento en la Encuesta del INE para el trimestre febrero, marzo y abril. Otras mediciones, que no son directamente

comparables, como la de Universidad de Chile para el Gran Santiago o la de la Universidad Católica la ubican por sobre ese nivel, alcanzando valores de dos dígitos. En el caso del INE, si bien el aumento de la desocupación refleja la importante pérdida de empleos que se ha dado en varios sectores económicos, su incremento ha sido menor a la reducción en la tasa de ocupación (medida como porcentaje de la población en edad de trabajar). En el trimestre móvil terminado en abril, esta se situó en 52,7 por ciento, con una caída brusca en el último registro que la ubica entre 5 y 6 puntos porcentuales por debajo de lo observado a lo largo de 2019.

Comparativamente, esta caída de la ocupación es bastante superior al aumento en la tasa de desocupación, que hasta abril era del orden de 2 puntos porcentuales. La razón de esta diferencia es un fuerte aumento de la inactividad (gráfico 7). De hecho, los datos de la encuesta del INE muestran que más del 95 por ciento de quienes perdieron su empleo en el último trimestre móvil, pasaron a esta categoría. Esto significa que son personas que pese a estar sin empleo, y querer uno, no lo están buscando activamente. Esto puede explicarse en parte porque el conjunto de restricciones sanitarias impide que las personas puedan desarrollar labores remuneradas e incluso la propia búsqueda de un nuevo empleo. Factores como las cuarentenas y el cierre de los colegios, podría apoyar esta hipótesis. Otra razón plausible es el desaliento: el proceso de búsqueda de un trabajo podría detenerse por un tiempo, no solo porque implica costos, sino también porque podría existir la percepción de que no hay suficientes ofertas laborales disponibles. De hecho, el Índice de Vacantes Laborales en Internet que produce el Banco muestra una caída de anual de 65 por ciento anual en mayo.

Otro factor de ajuste importante en el mercado laboral ha sido la Ley de Protección del Empleo. Esta permite la suspensión temporal de la relación laboral en empresas cuyas actividades fueron afectadas total o parcialmente por restricciones sanitarias, permitiendo al trabajador acceder a fondos del Seguro de Cesantía. El programa ha tenido un uso masivo, y al 7 de junio se habían acogido a la Ley más de 610 mil trabajadores. Su uso ha sido especialmente importante en sectores como Construcción y Comercio, Restaurantes y Hoteles, alcanzando a cerca del 20 por ciento de los trabajadores del sector (gráfico 8). A diferencia del desempleo tradicional, esta medida permite conservar la relación contractual con el empleador.

Hacia adelante, en la medida que los contagios disminuyan y se logre poner en marcha la economía, debería producirse una recuperación importante, aunque incompleta de los ingresos, lo que debería reflejarse en el consumo. Por un lado, la ocupación por cuenta propia debería volver a desarrollarse en cuanto las medidas de contención sanitaria más estrictas vayan reduciéndose. Algo similar debería ocurrir con los trabajadores incorporados a la Ley de Protección del Empleo. De darse esto, se produciría un aumento de los ingresos que ayudaría a reactivar la economía. En el intertanto, el Plan de Emergencia acordado entre el gobierno y esta Comisión extenderá significativamente las transferencias compensatorias a los hogares, elevando su cobertura, monto y duración. Si esto logra reducir la incertidumbre sobre los futuros ingresos puede ayudar también a una recuperación del consumo.

En el escenario central, la inversión se contraerá en torno a 16 por ciento en 2020. Este desempeño se explica por una fuerte contracción de la inversión de los sectores no mineros debido a las estrecheces y restricciones de los flujos de caja corporativos y la altísima incertidumbre. Se suma la postergación de la ejecución de los grandes proyectos en 2020. Hacia 2021 y 2022, se prevé un repunte de la inversión, considerando que para entonces ya se habrán despejado o aminorado las incertidumbres, los grandes proyectos de inversión retomarán su desarrollo y el gobierno elevará la inversión pública en infraestructura y vivienda como parte del Plan de Emergencia acordado. Resta por determinar cómo las empresas se ajustarán al mayor nivel de endeudamiento que se está generando para cubrir las actuales necesidades de financiamiento (gráfico 9). Otro factor que agrega incertidumbre es el temor a que, una vez superada la emergencia sanitaria, resurjan episodios de violencia que provoquen interrupciones significativas en el desempeño económico.

El efecto de la elevada incertidumbre sobre las proyecciones también es observable a nivel global. Al igual que en el caso chileno, las proyecciones para el crecimiento mundial de este año han tenido un significativo ajuste a la baja en los últimos meses. En el escenario central de este IPoM, el Consejo estima que el PIB mundial caería del orden de 4,5 por ciento este año, creciendo 4,4 por ciento en 2021 y 4,5 por ciento en 2022 (gráfico 10). Respecto de la cuenta corriente, se proyecta un superávit de 0,8 por ciento del PIB este año (0,3 por ciento en marzo). Tras esta revisión está una contracción de las importaciones y exportaciones que se anticipa más profunda que en marzo, pero con un ajuste más marcado en el caso de las primeras. Esto, en línea con la importante disminución que se prevé del gasto interno, que no logrará ser contrarrestada del todo por el mayor desahorro del Gobierno. También inciden en la corrección el alza de los términos de intercambio, en particular la revisión del precio del cobre.

El precio del cobre promediaría cerca de 2,65 dólares la libra en el período 2020-2022, mismo lapso en que el petróleo promediaría cerca de 43 dólares el barril, cuando se considera el promedio Brent/WTI. El importante ajuste al alza del precio del cobre, lleva a que en el horizonte de proyección los términos de intercambio sean mayores a lo estimado en marzo y provee un soporte para las exportaciones y la inversión minera (gráfico 11).

La contención y superación de los daños económicos que está provocando la pandemia ha requerido de un esfuerzo significativo y coordinado de las autoridades económicas. En varios países, los bancos centrales están utilizando herramientas no convencionales y los gobiernos han puesto en marcha sustantivos paquetes de apoyo fiscal a hogares y empresas.

En lo principal, las medidas han estado orientadas a proveer créditos y liquidez que evite la ruptura de las relaciones entre empresas, sus proveedores, clientes y trabajadores. Lograr esto es clave para reducir la persistencia de los efectos de la crisis. La decisión y oportunidad en el actuar de las autoridades fiscales y monetarias del mundo ha sido uno de los principales factores que ha contribuido a revertir el marcado deterioro de los mercados financieros al inicio de la pandemia. Más allá de los vaivenes recientes, comparado con la segunda quincena de marzo, la mayor parte de las variables financieras muestran una mejoría: las bolsas se han recuperado, las tasas de interés

de largo plazo y los premios por riesgo se han reducido y la mayoría de las monedas se ha apreciado frente al dólar. Se suma el aumento del precio de las materias primas, incluido el cobre.

En Chile, desde mediados de marzo a la fecha diversas autoridades del Estado han implementado medidas para ir en apoyo de hogares y empresas. El Gobierno ha entregado recursos del orden de 17 mil millones de dólares, orientados, entre otros objetivos, a proteger el empleo, dar apoyo al ingreso de los hogares e inyectar liquidez al sistema productivo.

Se sumará a ello el Plan de Emergencia por la Protección de Ingresos de las Familias y la Reactivación Económica y del Empleo recientemente acordado. Este contempla un fondo de hasta 12 mil millones de dólares para los próximos veinticuatro meses. Estos recursos se destinarán inicialmente a reforzar las transferencias a los sectores más vulnerables a través del Ingreso Familiar de Emergencia. Se añade un refuerzo de la Ley de Protección del Empleo, el Seguro de Cesantía y la concreción de un apoyo a trabajadores independientes formales. Posteriormente, los recursos de este fondo se destinarán a apoyar la reactivación económica a través de planes a apoyo a los empleos y la inversión. El acuerdo contempla que este esfuerzo adicional sea de carácter transitorio y sea seguido de una consolidación fiscal en el mediano plazo, de modo de evitar que la deuda pública supere el 45 por ciento del PIB.

El escenario central de proyección considera los efectos de este Plan en el crecimiento económico entre 2020 y 2022 en términos generales. Estimaciones más específicas de sus impactos se podrán hacer una vez que sus detalles sean aprobados en el Congreso.

La situación de las empresas también ha sido de especial preocupación, en particular porque incentivar la entrega de crédito a aquellas que son solventes, pero enfrentan importantes problemas de liquidez por la pandemia, logrará reducir los efectos negativos de la situación actual, evitando quiebras que redunden en pérdidas permanentes e innecesarias de la capacidad productiva y el empleo.

Para este efecto, el Banco Central estableció la Facilidad de Financiamiento Condicionada al Incremento de las Colocaciones (FCIC). Este es un instrumento que permite proveer a los bancos comerciales de recursos adicionales para prestar a hogares y empresas. El acceso a esta facilidad se respalda con colaterales elegibles y se determina en función del comportamiento recién pasado del crédito comercial y de consumo, con especial énfasis en el otorgado a pequeñas empresas. Al 11 de junio, los bancos habían utilizado el 83 por ciento de la facilidad, con algunos de ellos que ya habían llegado al tope disponible.

La combinación de esta facilidad con las garantías aportadas por el gobierno a través del FOGAPE y la flexibilización de normas de la Comisión para el Mercado Financiero, han propiciado que el crédito comercial haya crecido a tasas anuales del orden de 11 por ciento real en mayo, que se comparan con los valores en torno a 6,5 por ciento que mostraban hasta febrero (gráfico 12). Ello se expresa en el uso de líneas de crédito, masivas reprogramaciones y un importante flujo de créditos en cuotas

para el financiamiento de capital de trabajo, especialmente relevantes para empresas pequeñas y medianas.

Este comportamiento contracíclico del crédito comercial agregado, unido al aumento de la fracción del crédito destinado a empresas de menor tamaño, marcan una importante diferencia respecto de otros períodos recesivos. Sin embargo, el recrudecimiento de los efectos negativos de la pandemia en la economía ha elevado los requerimientos financieros de las empresas, por lo que el Consejo estimó necesario lanzar una segunda etapa de la FCIC. Esta comprometerá fondos por otros 16 mil millones de dólares. Además, considera el fortalecimiento de los incentivos para la entrega de crédito bancario a pequeñas y medianas empresas, y a oferentes de crédito no bancarios, lo que se combinará con la mejora de los esquemas de garantías de las líneas Covid-19, comprometidas en el acuerdo entre gobierno y parlamentarios. Algunos detalles de esta medida se muestran en la tabla 2.

Por último, desde el inicio de la crisis social, el Banco ha desarrollado diversas operaciones de liquidez y compra de activos, las que han contribuido a reducir las fricciones en los ajustes de portafolio producto de los cambios en las percepciones de riesgo, han contenido aumentos de las tasas de largo plazo y han ayudado a evitar la paralización de canales no bancarios de crédito. El programa especial de compra de activos anunciado ayer apunta a profundizar estas medidas. En particular, en su primer mes de vigencia este programa contemplará un monto de 1.500 millones de dólares, que será destinado a la compra de activos actualmente elegibles para el Banco –bonos del Banco Central y bonos bancarios.

Respecto de la inflación, esta bajó hasta 2,8 por ciento anual en mayo, influida por la importante caída de los precios de los combustibles. La inflación subyacente —medida por el IPC sin volátiles— sigue en valores del orden de 2,5 por ciento anual. Destaca un aumento algo mayor de los precios de los alimentos, donde se combinan factores de oferta y demanda, como la sequía, los problemas logísticos derivados de las restricciones de movimiento y la mayor demanda por algunos productos básicos.

Quisiera destacar que a partir de este IPoM hemos realizado un cambio en el indicador de inflación subyacente que consideramos más pertinente. Este es un proceso que comenzó a informarse en diciembre del año pasado, cuando se publicó un recuadro y una nota metodológica sobre su medición. En ese recuadro se compararon diversos indicadores, entre ellos el IPCSAE y el IPC sin volátiles, concluyendo que este último reflejaba de mejor forma el comportamiento subyacente de la inflación. Aunque sus niveles actuales difieren, de hecho el IPCSAE está en valores más cercanos a 2 por ciento, sus dinámicas de mediano plazo no debieran ser muy distintas¹.

¹/ El cambio en el indicador a través del cual se interpreta la inflación subyacente no es algo nuevo. A lo largo de los últimos 20 años el Banco ha utilizado indicadores como el IPCX (IPC sin combustibles y sin frutas y verduras frescas), el IPCX1 (IPC sin energía y alimentos perecibles) y el IPCSAE (IPC sin energía y sin alimentos). Esta es una práctica que también realizan otros bancos centrales y que debería ser continua en el tiempo.

Volviendo a la proyección, el abrupto aumento de la brecha de actividad en el segundo trimestre, junto con la apreciación más reciente del peso, reduce de forma significativa las presiones inflacionarias. En el escenario central, la inflación bajará hasta valores en torno a 2 por ciento para el cierre de este año, proyectándose que solo hacia fines del horizonte de política —el segundo trimestre del 2022— se ubicará en torno a 3 por ciento anual (gráfico 13).

En este escenario, la política monetaria se mantendrá en una posición altamente expansiva por el tiempo necesario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3 por ciento en un horizonte de dos años, y apoyar la estabilidad financiera. Con ello, también se impulsará la demanda y la actividad. Coherente con ello, en la Reunión de junio, decidimos mantener la TPM en 0,5 por ciento —que corresponde a la actual estimación de su mínimo técnico—, señalamos que, en el escenario central, permanecería en ese nivel al menos durante el horizonte de política de dos años y dispusimos la aplicación de medidas no convencionales por un monto equivalente hasta 10% del PIB (gráfico 14). Además, indicamos que la eventual ampliación y/o adopción de estas u otras medidas se evaluaría de acuerdo con las necesidades de la economía y las facultades legales del Banco.

Como siempre, existen escenarios de sensibilidad donde la evolución de la situación macroeconómica podría requerir ajustes al impulso monetario. En esta ocasión, estos escenarios responden a diferentes supuestos de cómo se comportará la pandemia y la posterior recuperación de la economía.

En primer lugar, podría darse un escenario más benigno en el que la evolución del virus sea más favorable, implicando un rebote más rápido de la actividad en la segunda parte del año, permitiendo una recuperación más vigorosa del consumo y la inversión. En contrapartida, también podría darse un escenario más pesimista, por ejemplo, porque las cuarentenas deban prolongarse hacia la segunda mitad del año. Ello llevaría a que la actividad se viera más golpeada, extendiendo la debilidad del consumo y la inversión.

En el escenario más benigno, el mayor dinamismo a partir del tercer trimestre de este año llevaría a un cierre más temprano de la brecha de actividad, lo que apoyaría una convergencia inflacionaria algo más temprana. Por el contrario, el escenario negativo implicaría una evolución más desfavorable y persistente de la brecha, con una debilidad más duradera de las presiones inflacionarias.

En concordancia con la elevada incertidumbre y la dificultad de asignar una probabilidad específica a cada escenario, el Consejo considera que tanto el balance de riesgos para el crecimiento como para la inflación está equilibrado. La dificultad para diferenciar la probabilidad de ocurrencia de escenarios de sensibilidad de la del escenario central se refleja, además, en la ampliación excepcional del rango de proyección para 2020 y 2021.

Con todo, escenarios que pueden ser aún más negativos que los planteados merecen especial atención. La magnitud de los efectos de la pandemia es significativa y si bien las autoridades monetarias y fiscales han implementado un inédito conjunto de medidas, no es posible asegurar que la dimensión o duración de los daños no excedan lo supuesto, lo que podría poner en riesgo la estabilidad financiera.

En una situación de ese tipo, con la tasa de política monetaria ya en su mínimo técnico, es posible que el Banco deba extremar el uso del instrumental de políticas que posee. En tal sentido, el Consejo valora especialmente el apoyo de esta Comisión a una reforma constitucional y legal que amplíe las facultades de la Institución para actuar en situaciones excepcionales en que lo requiera especialmente la preservación de la estabilidad financiera.

Durante los últimos cuarenta años Chile ha enfrentado tres períodos recesivos, uno a comienzos de los ochenta, producto de la crisis de la deuda externa y la quiebra de la banca local, otro a fines de los noventa, producto de la crisis asiática y otro a fines de la década de los dos mil, producto de la crisis financiera global. Cada uno de estos episodios tiene particularidades que lo diferencian de los otros, ya sea por el origen de la crisis, el marco de políticas imperante y la capacidad de respuesta, así como la sincronía de los efectos entre países. La actual situación guarda escasa relación con cualquiera de estos períodos, tanto porque su origen no es económico, su efecto tiene una sincronía nunca antes vista entre economías, y el marco de políticas públicas tiene una capacidad de respuesta mayor que en el pasado. Aun así, el costo para el país de la actual crisis será elevado, y algunos sectores requerirán adecuaciones significativas ante cambios más duraderos en sus condiciones y modos de operación. En respuesta al cambio de escenario, el Consejo ha profundizado su impulso monetario, comprometiéndose a mantenerlo por un largo período de tiempo e incrementarlo por vías no convencionales si ello es necesario para el logro de los objetivos de control inflacionario y mantención de la estabilidad financiera.

Reflexiones finales

Cuando a mediados de 2019 el Panel de Evaluación Externo que examinó el desempeño del Banco en la conducción de la política monetaria y financiera durante los últimos años recomendó mejorar nuestra preparación para *shocks* repentinos y extremos, nuestra primera reacción fue de cierto escepticismo. Nuestra economía había resistido bastante bien la crisis financiera internacional de 2008-2009. ¿Era necesario entonces retroceder a la década de los ochenta para buscar parámetros con los cuales elaborar pruebas de tensión financiera, evaluar nuestros instrumentos de política y el espacio para la política monetaria y fiscal? ¿No era suficiente contar con un marco de política que ya había funcionado en coyunturas complejas durante casi veinte años?

Poco tiempo después nos vimos enfrentados a dos episodios sucesivos que califican precisamente como *shocks* repentinos y extremos: una crisis social interna y una pandemia. Ninguno originado directamente en la economía, pero con un impacto inmediato y profundo sobre la actividad,

rodeados de un aumento drástico de la incertidumbre, alentando cambios de comportamiento de inversionistas, empresas, trabajadores y hogares.

Pese a no haber alcanzado a responder plenamente a la recomendación del panel, el Banco Central había adoptado previamente algunas iniciativas que sentaban las bases para enfrentar de mejor manera estas situaciones. Entre ellas, la creación de una gerencia de riesgo corporativo; el avance junto a la Comisión para el Mercado Financiero en la implementación de la nueva Ley General de Bancos; el acceso a bases de datos y la capacidad para entender la microeconomía detrás del comportamiento de grandes agregados; el fortalecimiento de mecanismos de inteligencia de mercado; la actualización de protocolos para emergencias, el mejoramiento de las comunicaciones y el fortalecimiento de los sistemas de continuidad operacional.

Todos estos elementos fueron útiles para responder a los desafíos que nos impusieron estos eventos. El Banco Central fue capaz de articular respuestas innovadoras y de gran magnitud frente a *shocks* que superaban largamente las turbulencias precedentes. En cosa de días, si no de horas, se adoptaron medidas de liquidez; sin complejos se resolvió intervenir en el mercado cambiario; en pocas semanas se puso en marcha un innovativo programa para asegurar una respuesta adecuada del crédito bancario a monumentales déficits de caja en las empresas. Todo ello comprometiendo recursos a una escala sin precedentes. Aunque no es fácil sumar las cosas, la totalidad de recursos movilizados o comprometidos por el Banco en los últimos ocho meses se aproxima a 20 por ciento del PIB.

Sin embargo, la clave de estas respuestas no fueron solo estos aspectos técnicos y administrativos. Más importante fue el profesionalismo y compromiso de nuestro personal; la coordinación con otros actores relevantes, como el Ministerio de Hacienda y la CMF, y un sentido de responsabilidad ante la ciudadanía, particularmente la convicción de que no podíamos dejar que las familias y las empresas volvieran a experimentar una catástrofe similar a la crisis de comienzos de los ochenta.

Quienes tenemos suficientes años para haber vivido aquella experiencia, conocemos el dolor humano y el costo social de una crisis que afectó por años a millones de hogares; una crisis en que el debate entre intervención y ajuste automático profundizó el daño en la economía; en que las personas temieron por la pérdida de los ahorros de una vida; donde la multiplicación de las quiebras y los despidos masivos se enfrentaron sin sistemas de protección a los desempleados; en la que escasos recursos públicos debieron dedicarse a rescatar a bancos e instituciones financieras y luego restringirse durante años para recuperar las finanzas públicas. Más allá de sus efectos inmediatos, las heridas de esta crisis tardaron décadas en sanarse.

Hoy Chile y su economía son muy distintos. Pero quienes detentamos responsabilidades de Estado, tenemos que asegurarnos que eso lo noten las personas. No basta con seguir y citar las estadísticas habituales, construidas sobre promedios y generadas con la cadencia que requiere la rigurosidad metodológica. En estos ocho meses hemos tenido que salir a buscar información, cuantitativa,

cualitativa y desagregada, para capturar y entender mejor la realidad del país, y reflejarla en nuestras decisiones.

Por esta misma razón, sabemos que no sirve dejar las cosas a medio camino. Recuperar la economía de *shocks* como los que estamos viviendo es una tarea compleja, que hay que seguir hasta el final. No basta con tomar decisiones y comprometer recursos: debemos preocuparnos de su implementación, generar complementariedades con las medidas de otras autoridades; evaluar, ajustar y escalarlas de ser necesario. Es por eso que, enfrentados a una prolongación de las restricciones sanitarias como producto de la extensión del contagio, ayer adoptamos medidas no convencionales por cerca de 10 por ciento del PIB, prácticamente duplicando la contribución del Banco Central a la contención de la crisis, por una parte, y a la preparación para una posterior recuperación, por otra.

Junto con ocuparnos de estas responsabilidades no debemos perder de vista las lecciones de fondo. Primero, pese a los avances de las últimas décadas, somos aún un país emergente, con debilidades y vulnerabilidades que afectan a segmentos importantes de la sociedad y el sistema productivo. Nuestras instituciones pueden ser más sólidas que las de algunos pares, pero aún no cuentan con la fortaleza suficiente como para inspirar la confianza que permita contener el aumento de la incertidumbre frente a eventos inesperados ni para proteger lo suficiente a los que más lo necesitan. Por eso, como acabo de mencionar, las políticas públicas no pueden apoyarse solo en promedios, es necesario mirar la distribución completa, reconociendo la desigualdad.

Segundo, tenemos que estar preparados para eventos adversos, incluyendo aquellos que ni siquiera conocemos. Los países del Asia-Pacífico, desde Nueva Zelanda a Corea, enfrentaron mejor el Covid-19 porque durante décadas se prepararon para enfrentar epidemias causadas por virus desconocidos. En Chile y América Latina debemos prepararnos mejor no sólo para esto, sino para enfrentar mejor emergencias económico-sociales, mejorando nuestros sistemas de protección social y los marcos regulatorios y la capacidad de movilizar el crédito. Así podremos evitar la propagación del daño en un sector o una dimensión de nuestra economía. Esto, por supuesto incluye recomponer, en cuanto sea posible, las holguras fiscales y financieras acumuladas durante décadas, y que nos han dado espacio para actuar hoy, pero también fortalecer los sistemas de protección social y su capacidad para actuar en crisis sistémicas.

Por último, tenemos que reconocer que la capacidad técnica y la creatividad no son suficientes para reemplazar la organización, la cooperación y el diálogo. En este episodio hemos constatado que no hay ningún actor que por sí solo pueda resolver los problemas más apremiantes del país y que cuando alguno trata de hacerlo, pronto comete errores que debilitan su confiabilidad. En esta coyuntura, la autonomía de diferentes instituciones no ha sido un obstáculo para la cooperación y la coordinación. Ha quedado demostrado que, así como cuando la cooperación ocurre todos ganan, cuando ella no se produce, nadie puede ganar. Esta Comisión de Hacienda ha relevado los méritos del diálogo y la cooperación, incluso entre quienes piensan muy diferente y pueden tener discrepancias en otras coyunturas, un ejemplo que debe reconocerse y agradecerse de cara al país.

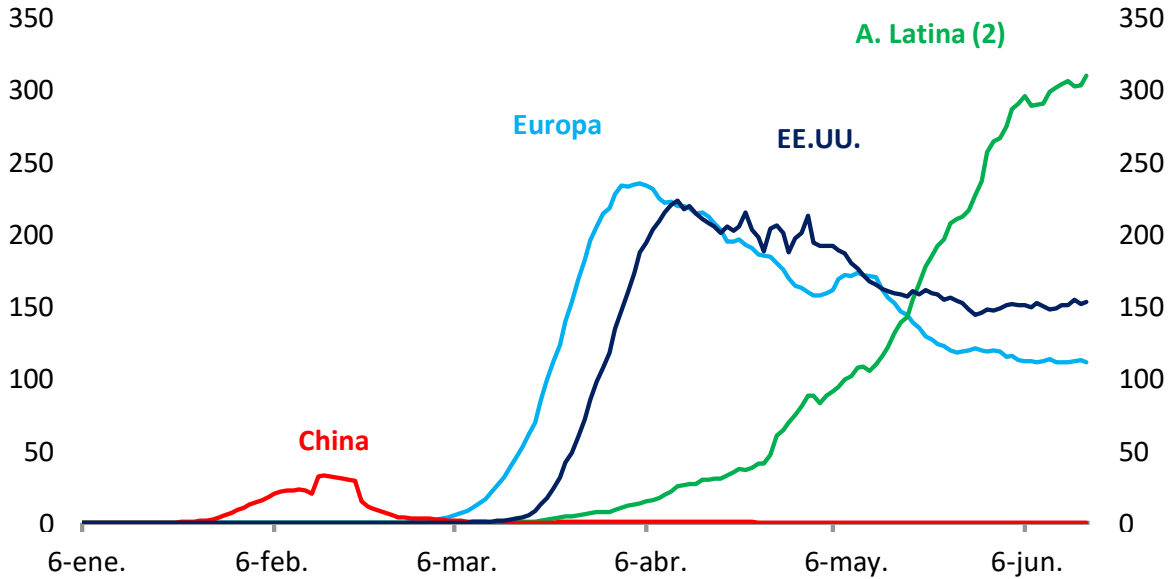
En definitiva, señor Presidente, señores senadores, esta crisis, que está aún lejos de terminar, y que no ha descartado necesariamente la crisis social de octubre, nos deja una lección de humildad: saber que estamos expuestos a eventos que no podemos controlar, que no lo sabemos todo y que somos responsables frente a millones de personas para las que una buena o mala decisión de política puede hacer una enorme diferencia. En definitiva, si la humildad nos motiva a hacer mejor las cosas, también nos podrá hacer más fuertes frente a las situaciones imprevistas que enfrentemos como país.

Muchas gracias

Gráfico 1

Casos nuevos semanales confirmados de Covid-19 (1)

(en miles)



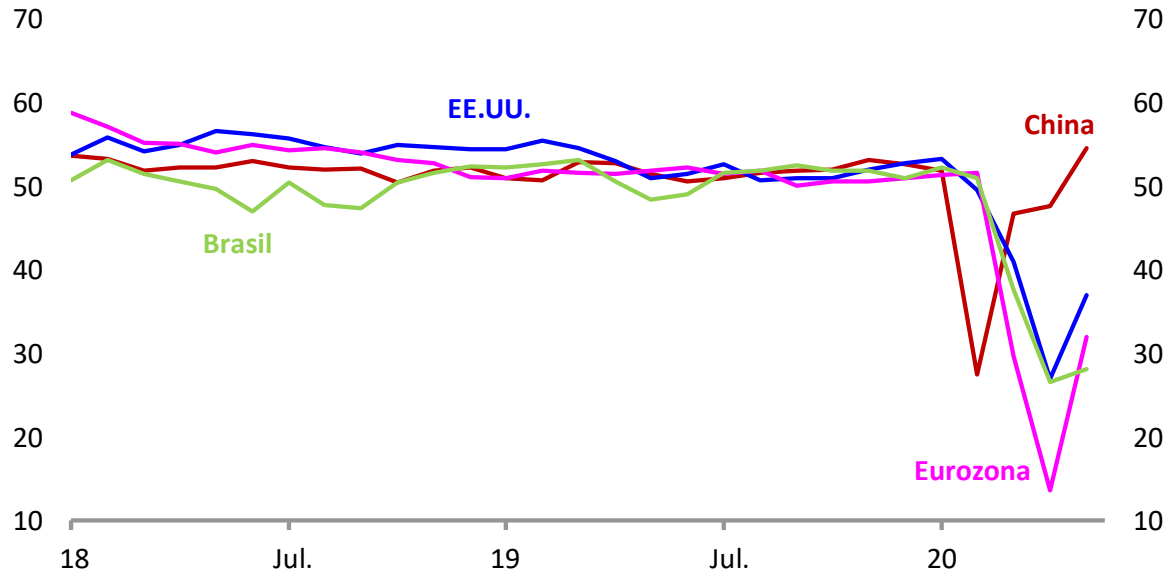
(1) Para cada fecha corresponde al cambio de los casos confirmados en los siete días anteriores. (2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y México.

Fuente: European Centre for Disease Prevention and Control (ECDC).

Gráfico 2

PMI compuesto (*)

(índice)



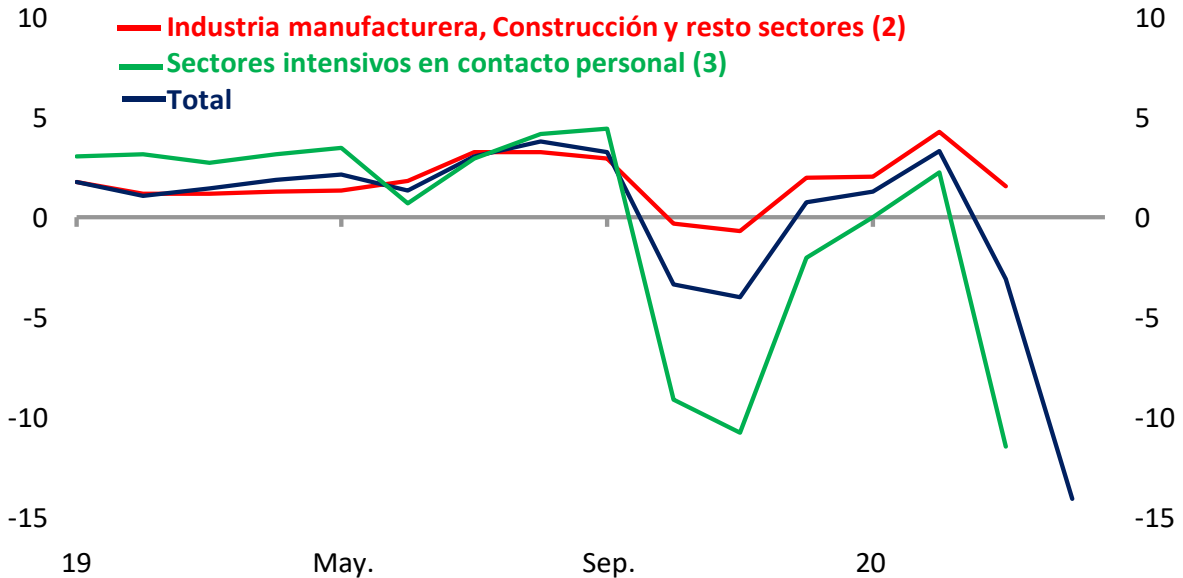
(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3

Actividad económica sectorial (1)

(variación anual, porcentaje)

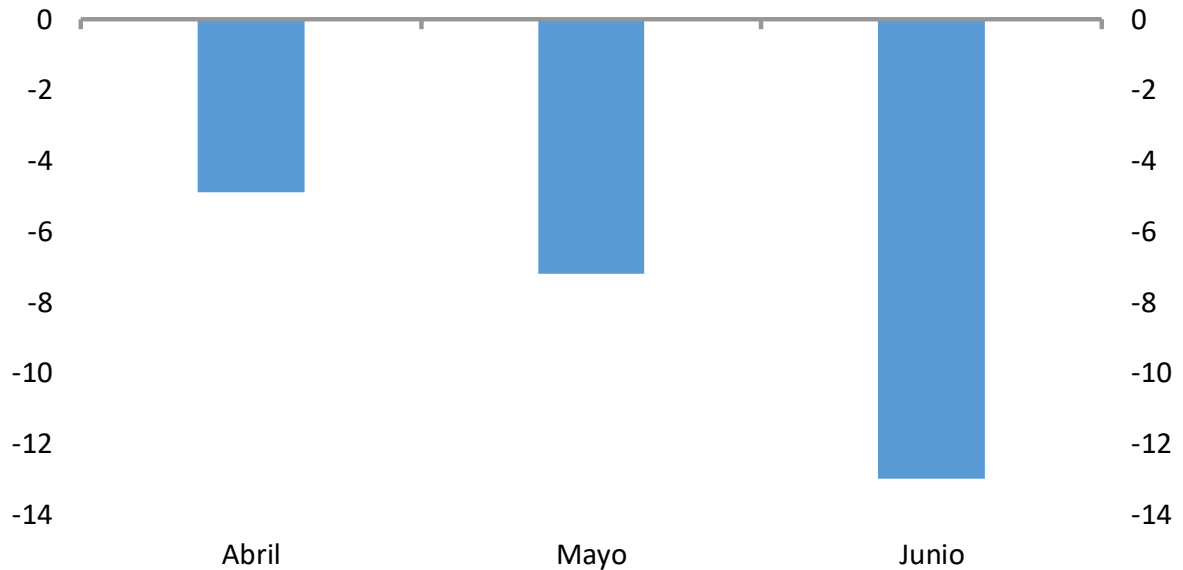


(1) Para cada mes corresponde al promedio ponderado de la variación anual entre los respectivos sectores. Para ponderar se ocupa la participación de cada rubro en el PIB del 2019. (2) Resto de los sectores considera Electricidad, gas, agua y gestión de desechos, Pesca, Minería, Agropecuario-Silvícola, Comunicaciones y servicios de información, Servicios Financieros, Servicios Empresariales y Servicios de Vivienda e inmobiliarios. (3) Considera Comercio, Restaurantes y hoteles, Transporte y Servicios personales. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

Proyección de variación anual del PIB del segundo trimestre en la EEE

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

Proyecciones de crecimiento para el 2020 en diferentes bancos centrales (*)

(puntos porcentuales)

	Escenarios			Amplitud de proyección previa
	Negativo	Intermedio	Positivo	
Eurozona	-12,6	-8,7	-5,9	1 punto porcentual
España	-15,1	-11,6	-9,0	Proyección puntual
Italia	-13,1	-9,2		Proyección puntual
Alemania	-10,0	-7,1	-3,4	Proyección puntual
Suecia	-9,7	--	-6,9	Proyección puntual
Noruega	-6,6	-5,2	-3,8	Proyección puntual
Nueva Zelanda	-9,8	-17,5	-8,3	Proyección puntual
México	-8,3	-8,8	-4,6	1 punto porcentual
Japón	Rango de entre -5 y -3			0,2 puntos porcentuales
Colombia	Rango de entre -7 y -2			Proyección puntual

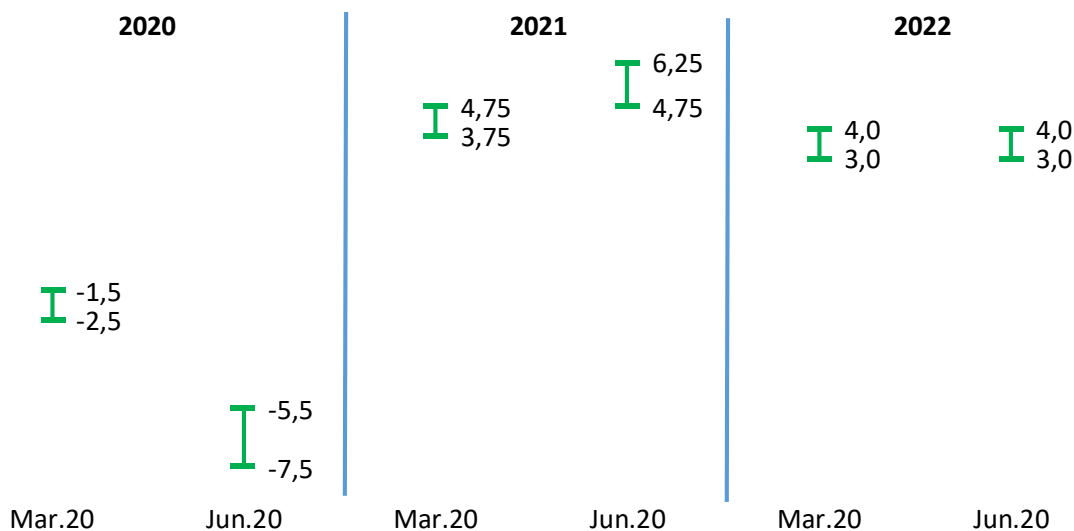
(*) Clasificación positivo, negativo, intermedio depende del crecimiento acumulado en los años 2020 y 2021.

Fuentes: bancos centrales de cada país.

Gráfico 5

Proyección de crecimiento: 2020-2022

(variación real anual, porcentaje)

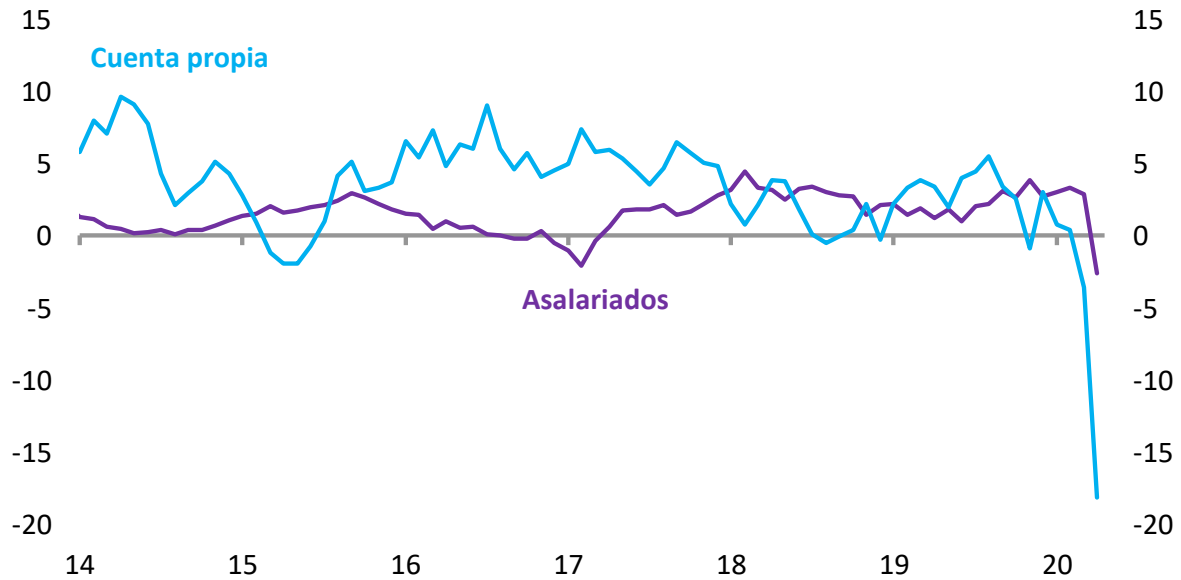


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

Empleo por categoría

(variación anual, porcentaje)

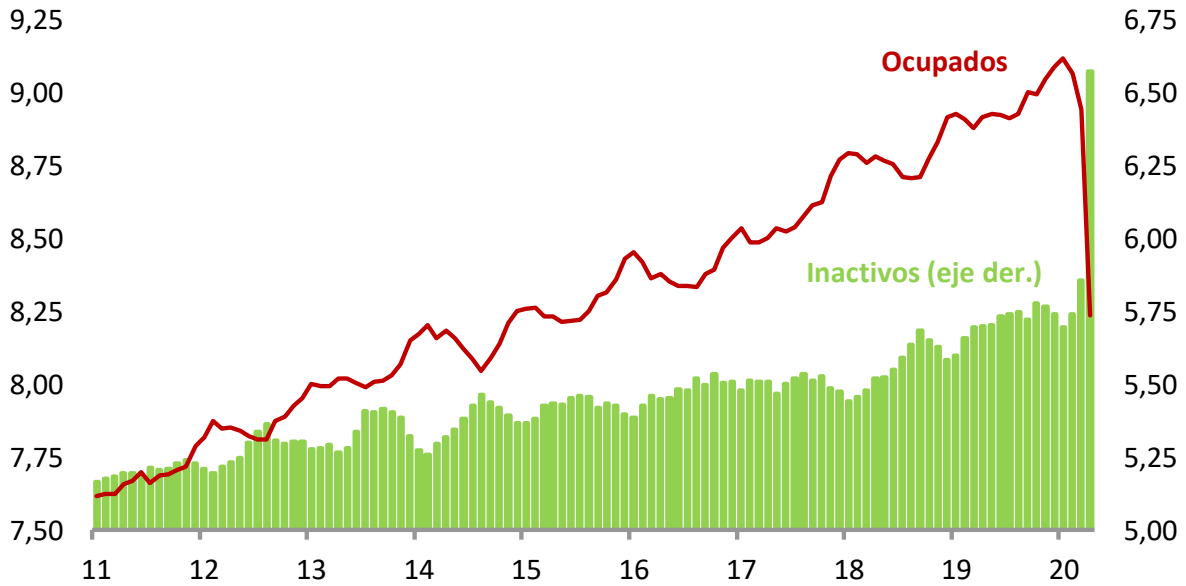


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 7

Mercado laboral: evolución ocupados e inactivos

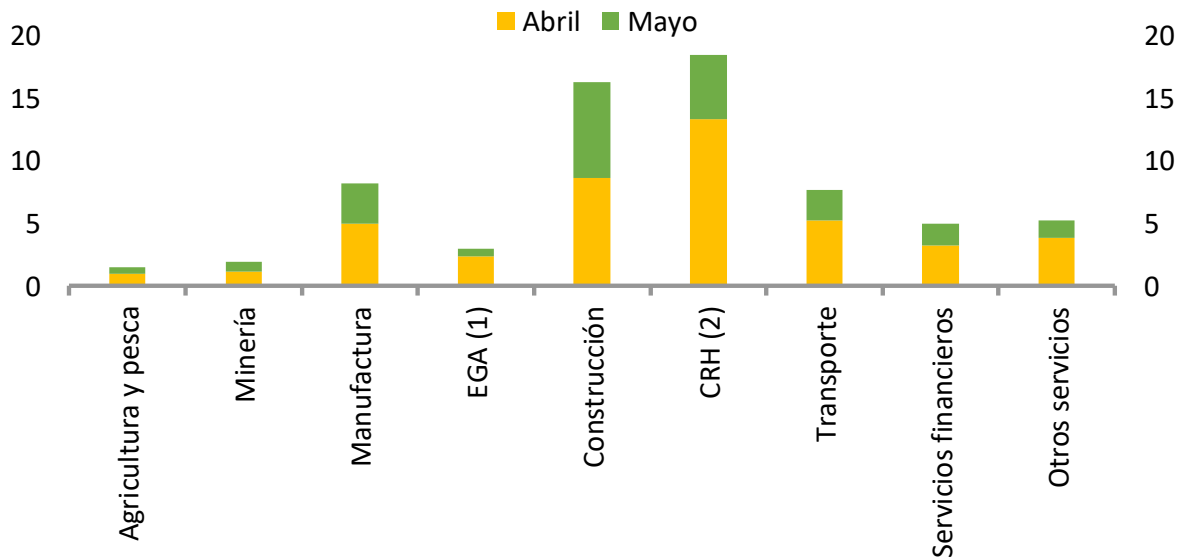
(millones de personas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 8

Trabajadores con solicitud de suspensión aprobada por sector económico
(porcentaje de los trabajadores asalariados formales del sector)



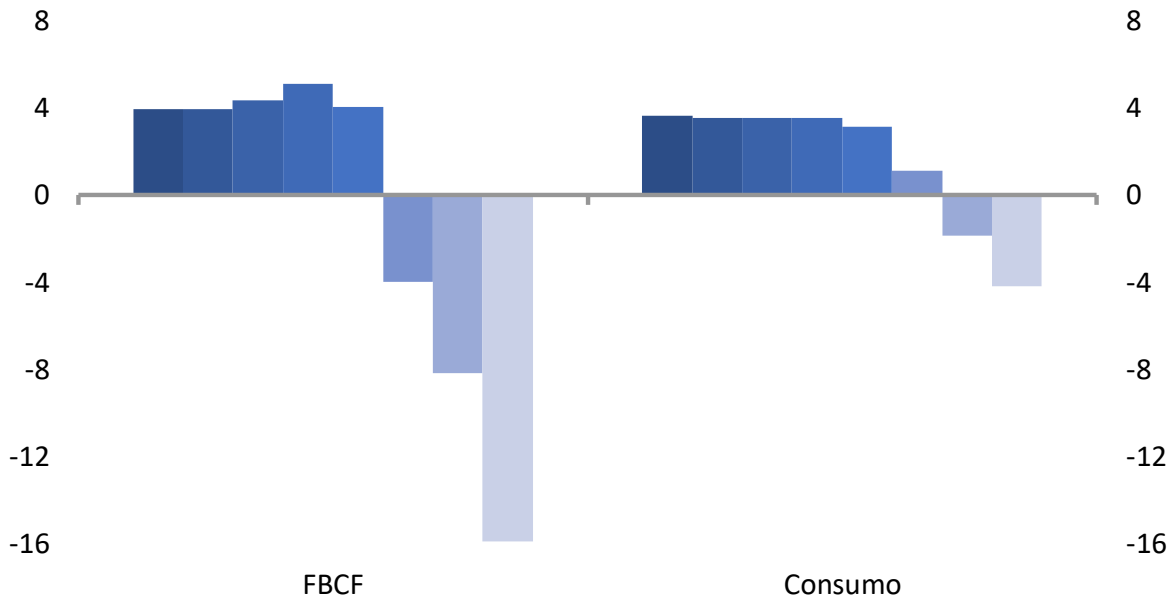
(1) Electricidad, gas y agua. (2) Comercio, restaurantes y hoteles.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Pensiones.

Gráfico 9

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

(variación anual, porcentaje)



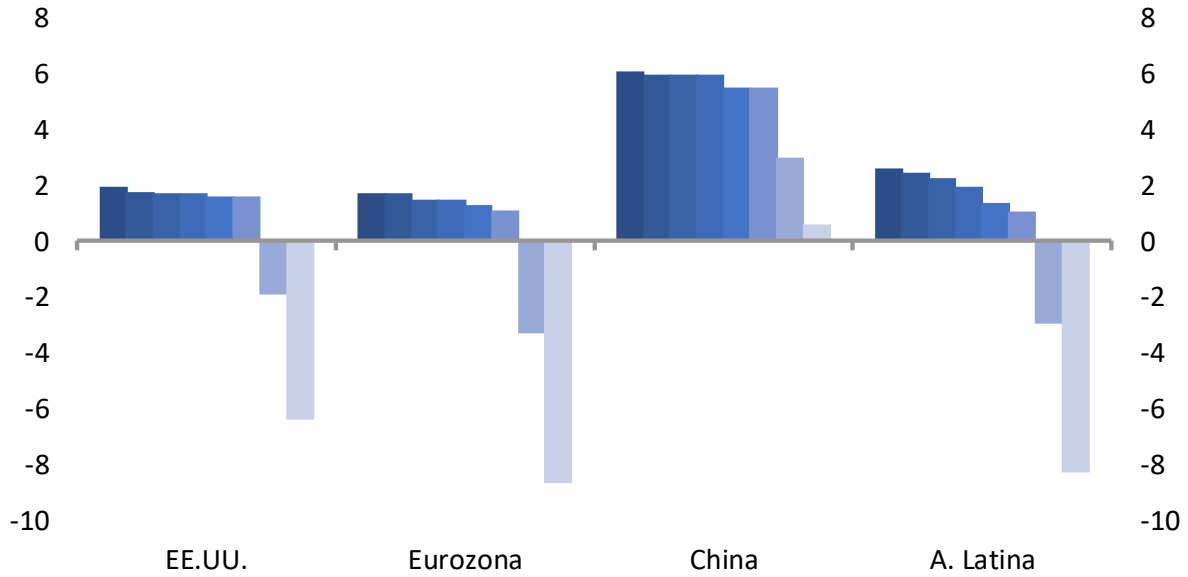
(*) Evolución de la proyección desde el IPoM de septiembre del 2018 al de junio del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

Proyección de crecimiento 2020 en los últimos IPoM (*)

(variación anual, porcentaje)



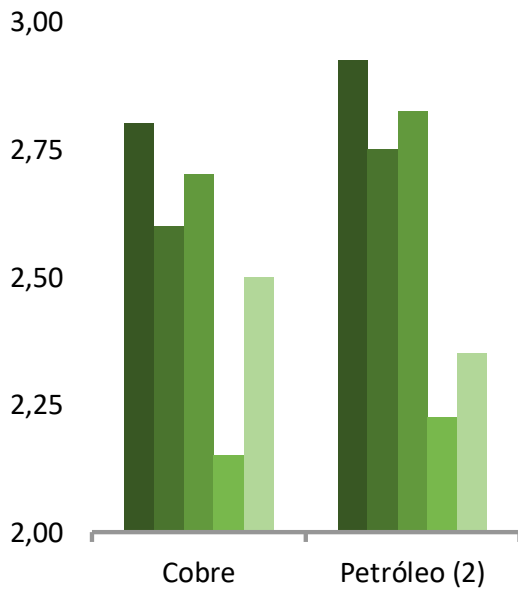
(*) Evolución de la proyección desde el IPoM de septiembre 2018 al de junio 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11

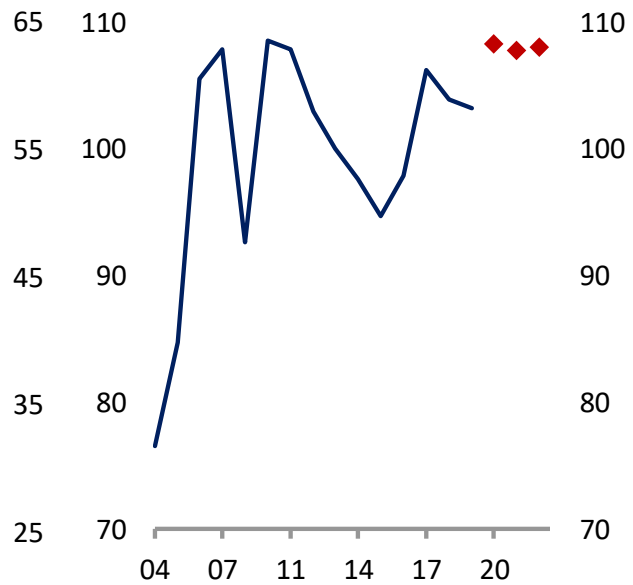
Proyecciones 2020 de los precios de materias primas (1)

(dólares la libra; dólares el barril)



Términos de intercambio (3)

(índice 2013=100)

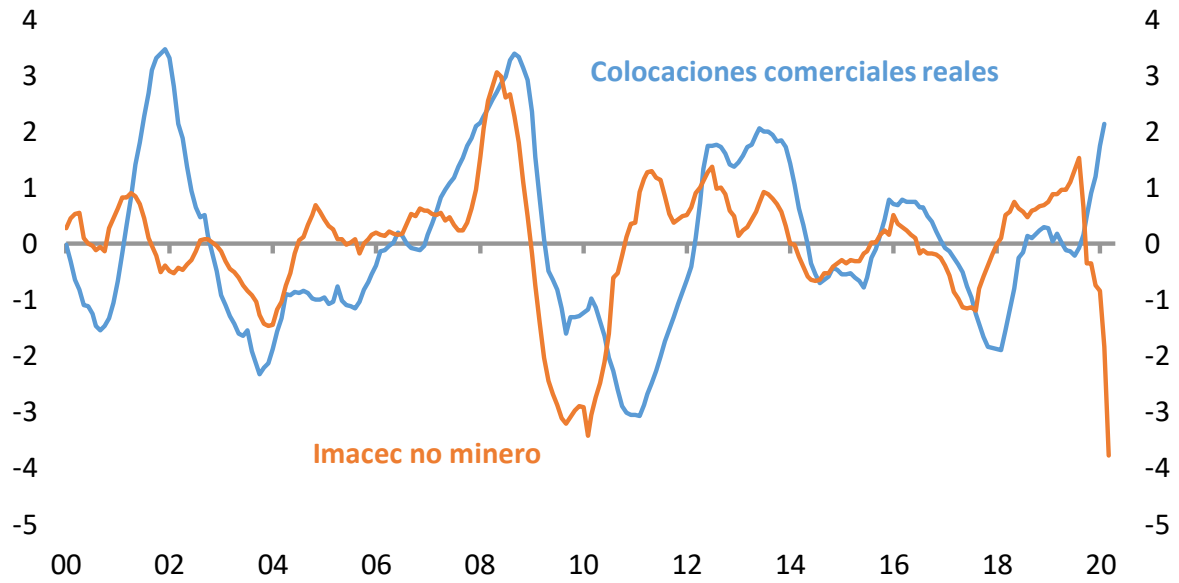


(1) Evolución de la proyección desde el IPoM de junio 2019 al de junio 2020. (2) Promedio entre el Brent y el WTI. (3) Rombos rojos corresponden a las proyecciones para el período 2020-2022 contenidas en el IPoM de junio 2020. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12

Ciclos de colocaciones comerciales e Imacec no minero (*)

(porcentaje)



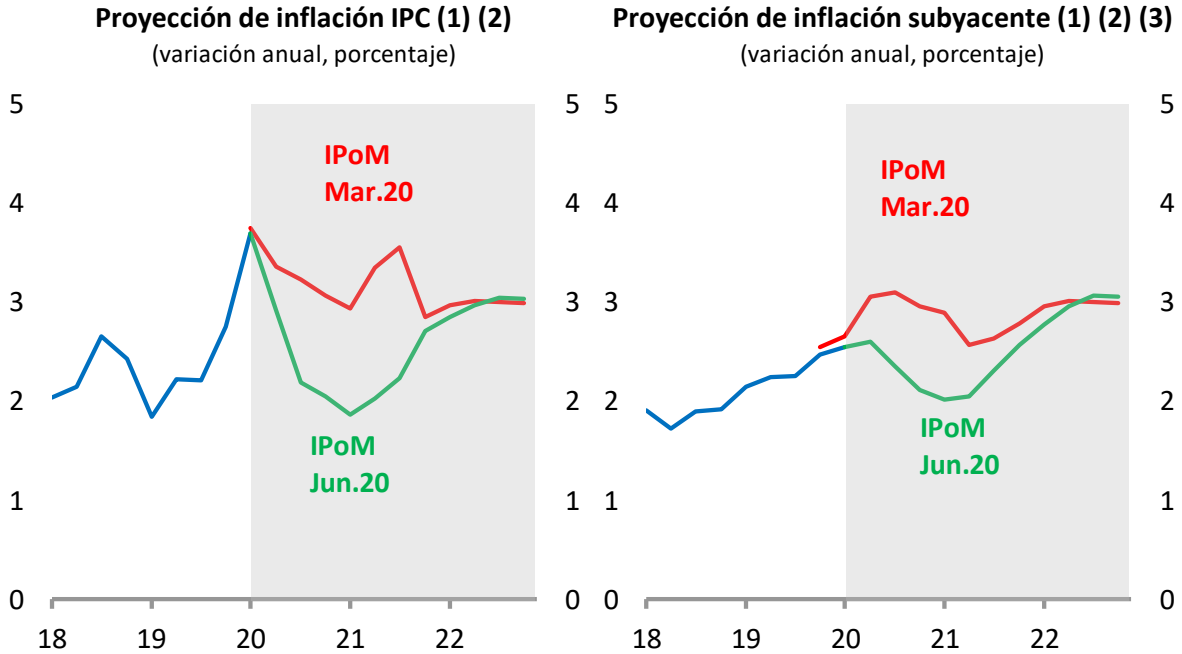
(*) Ciclo HP de logaritmo natural de variables desestacionalizadas en puntos base, en frecuencia mensual (parámetros de suavización Lambda igual a 14.400).

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2
Resumen FCIC2

Dimensión	Definición
Montos	<ul style="list-style-type: none"> Global de US\$ 16 mil millones, con límite por banco de US\$ 4 mil millones.
Duración	<ul style="list-style-type: none"> El programa estará disponible por 8 meses a contar del 1 de julio.
Coordinación con FCIC1	<ul style="list-style-type: none"> Los bancos podrán utilizar la FCIC2 una vez que hayan ocupado la FCIC1, para lo cual se dará plazo hasta fines de junio. En caso que no hayan agotado su FCIC1 y deseen acceder a la FCIC2, deberán renunciar al remanente FCIC1.
Elegibilidad	<ul style="list-style-type: none"> Tendrán acceso a la FCIC2 los bancos que presenten un nivel de stock de créditos comerciales en cuotas por encima de su stock sombra. El stock sombra se calculará a partir del stock de créditos comerciales en cuotas a mayo 2020 y será incrementado a una tasa mensual nominal de 0,4%, ajustada por tipo de cambio.
Asignación	<ul style="list-style-type: none"> La entrega de fondos de la FCIC2 estará vinculada a la dinámica de créditos Covid, así como también aquellos otorgados a oferentes de crédito no bancarios (OCNB). Ambos flujos de crédito en cuotas (Covid y OCNB) se contabilizarán a partir del 1 de junio de 2020.
Fórmula	<ul style="list-style-type: none"> Cumpliendo que el stock de créditos en cuotas está por sobre el stock sombra, se puede acceder a la línea en función de los flujos de crédito entregados. En concreto se considerarán los flujos de créditos Covid por 1,5 veces y los créditos en cuotas a OCNB por 1 vez. Sin embargo, en estos últimos se descontará un valor base. Este se fijará como el monto de créditos en cuotas entregados a este tipo de instituciones durante 2020 (promedio enero a mayo).
Colaterales	<ul style="list-style-type: none"> Los fondos que se giren de la FCIC2 deben ser respaldados con colaterales elegibles. Para estos efectos se considerarán todos los incluidos en FCIC1, más créditos de la cartera comercial de evaluación individual clasificada en categoría A4. Con todo, los créditos categoría A4 podrán ser utilizados como colaterales hasta un 50% del uso de la FCIC completa (1 y 2).
Condiciones financieras	<ul style="list-style-type: none"> Se mantienen las que rigen para el caso de la FCIC1, es decir, TPM con pagos mensuales. Respecto de plazos, el monto asignado por créditos Covid tendrá un plazo de 4 años, mientras que el asignado por créditos a OCNB será de 2 años.

Gráfico 13

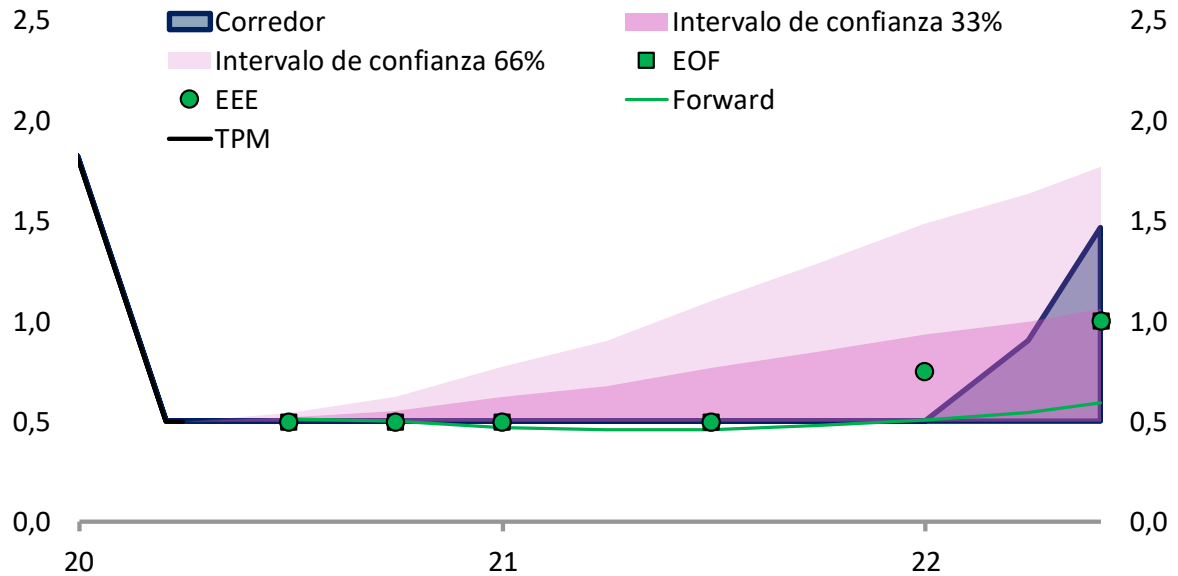


(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC e IPC sin volátiles que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2020, corresponde a la proyección. (3) Para el IPoM de marzo corresponde al IPCSAE mientras que para este IPoM corresponde al IPC sin volátiles. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 14

Corredor de TPM (*)

(porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1. Incluye la EOF del 11 de junio, la EEE del 9 de junio y la curva *forward* que se deriva de los precios de los activos financieros al cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.