Revisando el escenario macroeconómico y las perspectivas para la inflación

Rosanna Costa

Consejera

Banco Central de Chile, 15 de enero de 2020

Principales mensajes

- Tras el inicio de la crisis político-social, el escenario económico ha tenido un cambio significativo. En las primeras semanas se observaron disrupciones importantes en el sistema productivo, que se reflejan en las significativas caídas del Imacec en octubre y noviembre.

- Se ha sumado un aumento relevante de la incertidumbre, reflejada en una caída de las confianzas empresariales y de consumidores, y un incipiente deterioro del mercado laboral.

- A nivel de componentes del gasto, la inversión y el consumo de bienes durables son los más afectados por este clima. Así, tanto las proyecciones de crecimiento del Banco como del sector privado tuvieron una corrección a la baja relevante para el período 2019-2021.

- La crisis también afectó a los mercados financieros locales, con una mayor volatilidad y percepción de riesgos. El Banco tomó diversas medidas que han mitigado estos efectos.

- La evolución de la inflación estará sujeta a las presiones contrapuestas de la depreciación del peso, principalmente por factores idiosincráticos, y el aumento de la brecha de actividad.

- El Consejo estimó que el actual estímulo monetario sumado al mayor impulso fiscal anunciado, son coherentes con la meta inflacionaria y la política cambiaria. Ellas contribuirán a contener el deterioro de la economía.

Principales mensajes

- Las proyecciones incluidas en el IPoM de diciembre consideran que, más allá de las importantes caídas de la actividad en octubre y noviembre, la economía comenzará una lenta recuperación.

- Un factor relevante al respecto es el control de los episodios de violencia, por su fuerte impacto en las disrupciones productivas, y un adecuado desarrollo de la discusión político-social que permita ir reduciendo la incertidumbre. En nuestras proyecciones se incorpora un manejo efectivo de la incertidumbre.

- La evidencia internacional refleja que los disturbios sociales tienen efectos negativos relevantes en la economía cuando son acompañados de episodios sostenidos de violencia. Otro factor que añade incertidumbre es la discusión de cambios institucionales significativos. Por ello, todo esfuerzo que apunte a acotar estos espacios es muy beneficioso.

- Los efectos de largo plazo de una crisis político-social son más difíciles de predecir, pues dependen en buena medida de sus impactos sobre el desarrollo y la fortaleza de las instituciones.

1 Proyecciones del IPoM y desarrollos posteriores

Escenario externo

- El entorno internacional mantiene un ciclo de desaceleración con grados de sincronización.

- En septiembre, el Banco ajustó de forma significativa sus proyecciones de impulso externo para el período 2019-2021. En esa ocasión, se redujo el crecimiento previsto de China a cifras por debajo de 6%, y se proyectó un menor crecimiento mundial y de los socios comerciales.

- Desde entonces, nuestras proyecciones prácticamente no han cambiado, y las proyecciones de mercado han ido acoplándose a este panorama. Así, se perfila un escenario externo relativamente débil, con un precio del cobre en torno a sus niveles de largo plazo y tasas de interés que se mantendrán bajas por un tiempo prolongado.

- Los factores de riesgo siguen presentes, aunque con variaciones. Por un lado, parte de ellos parecen haberse atenuado, en particular las tensiones comerciales. Por otro lado, se re-perfilan riesgos geopolíticos como el conflicto entre Estados Unidos e Irán.

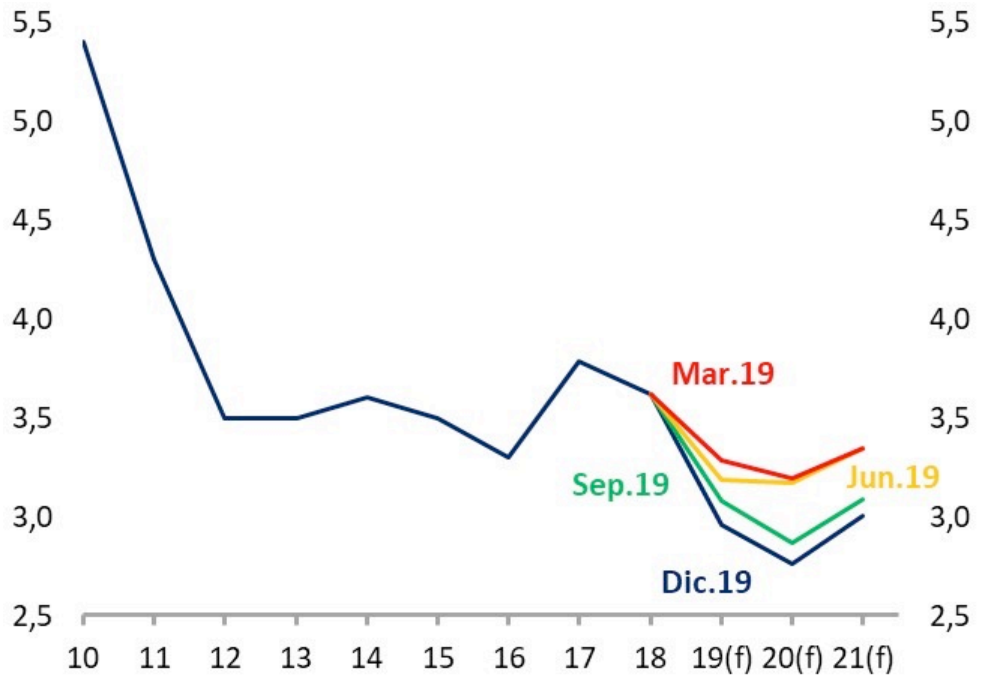
En el último IPoM proyectamos que en el 2020-2021 el contexto internacional proveería un impulso menor al de años previos. De hecho, en 2020, las tasas de expansión verían sus mínimos en una década. Los desarrollos recientes son coherentes con esta visión.

Escenario internacional IPoM Dic.19

	Prom. 00-07	Prom. 10-16	2018	2019 (f)	2020 (f)	2021(f)
PIB mundial PPC	4,5	3,9	3,6	3,0	2,8	3,0
PIB socios comerciales	3,7	4,0	3,7	3,1	2,8	3,0
EE.UU.	2,7	2,2	2,9	2,3	1,6	1,7
Eurozona	2,2	1,1	1,9	1,1	1,1	1,3
Japón	1,5	1,4	0,8	0,8	0,3	0,7
China	10,5	8,1	6,6	6,1	5,5	5,7
Resto Asia	5,2	4,7	4,2	3,4	2,8	2,9
A. Latina (excl. Chile)	3,4	2,4	1,0	-0,3	1,1	1,7
Exp. productos básicos	3,1	2,4	2,3	1,8	2,0	2,2
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	154	316	296	270	270	275
Precio del petróleo (prom. WTI-Brent) (US$/barril)	43	83	68	61	58	56
Precios externos (en US$)	4,6	0,4	2,3	-2,2	0,3	2,2
Libor US$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	2,3	2,4	2,1	2,3

Crecimiento mundial en los IPoM

(variación anual; porcentaje)



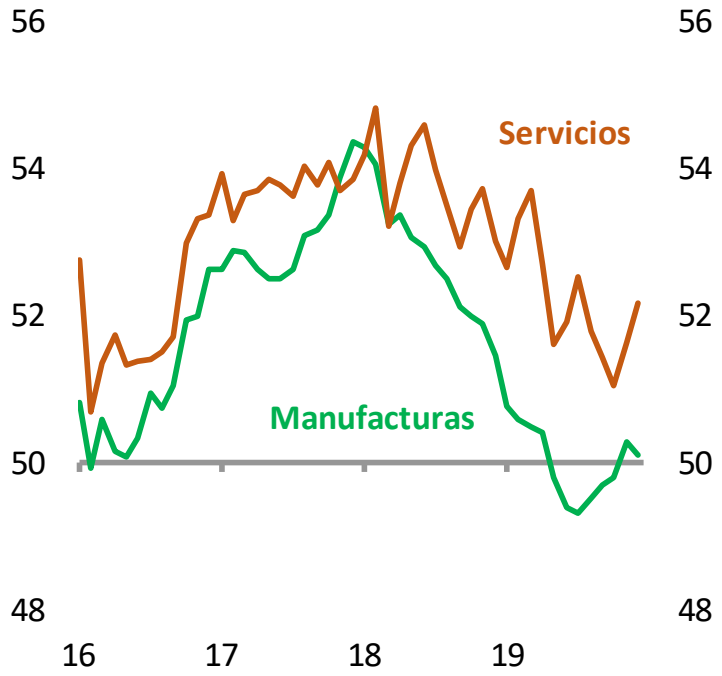
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las perspectivas manufactureras han repuntado recientemente a niveles neutros, mientras los servicios se mantienen más resilientes, aunque con avances moderados. Ello ha sido suficiente para mantener la dinámica en los mercados laborales de países desarrollados.

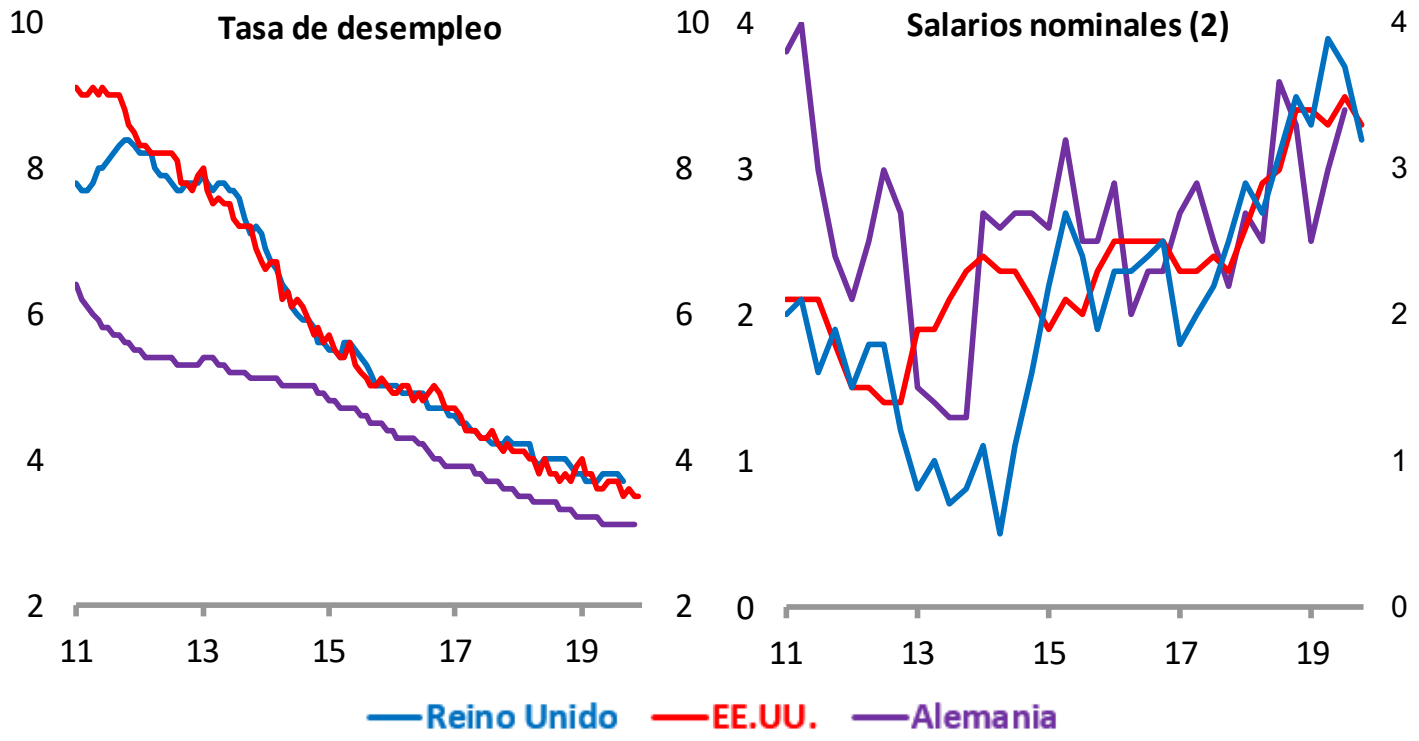
PMI global (1)

(índice desestacionalizado)



Indicadores del mercado laboral en economías seleccionadas

(porcentaje; variación anual, porcentaje)

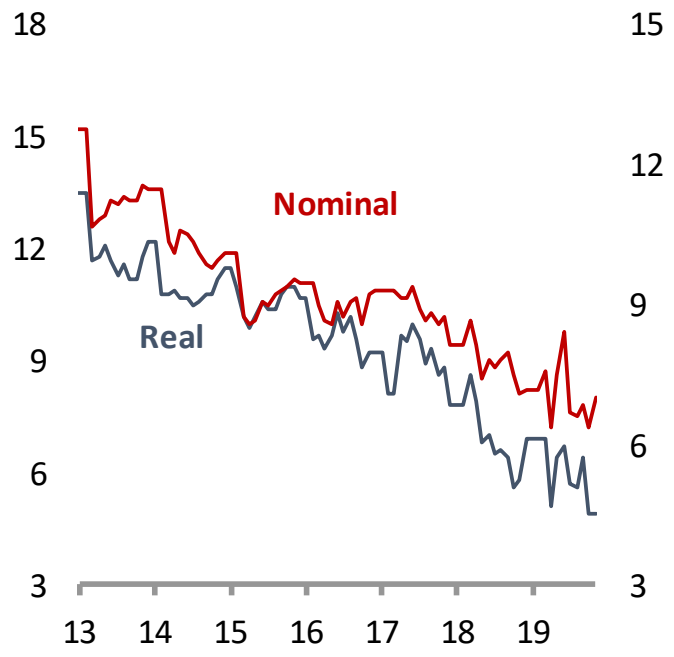


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Datos trimestrales.

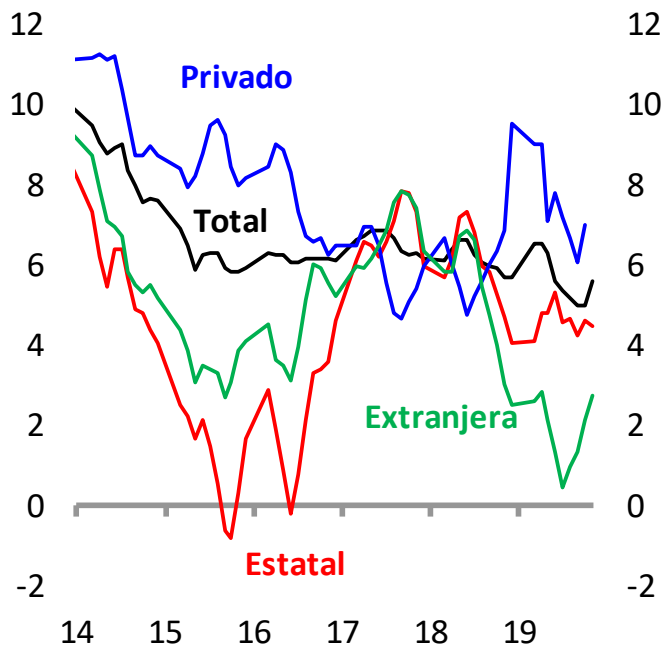
Fuentes: Bloomberg y JP Morgan.

China ha reducido su crecimiento, de la mano de la debilidad en construcción e industria que contrarrestan el mejor desempeño de servicios. En lo más reciente, la producción industrial tiene señales algo favorables, mientras que la inversión mantiene una desaceleración gradual. La autoridad sigue dando muestra de flexibilidad, rebajando recientemente las tasas de encaje bancario.

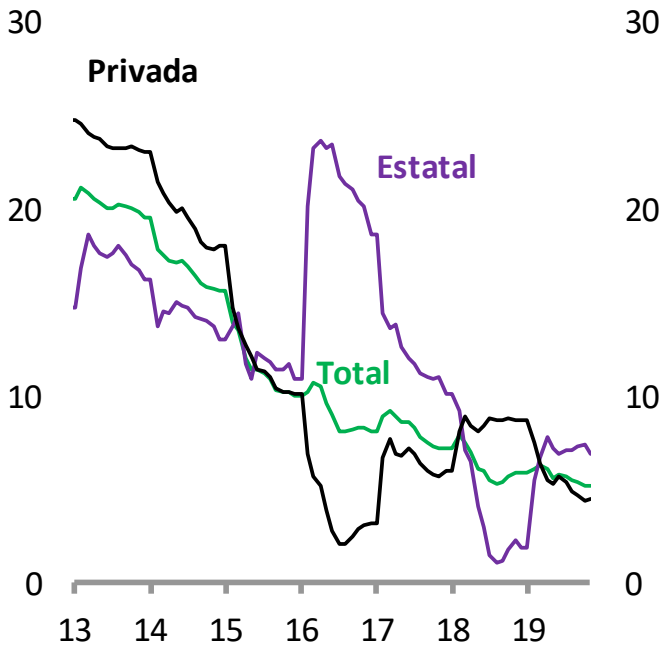
Ventas minoristas
(variación anual, porcentaje)



Producción industrial
(variación anual, porcentaje)



Inversión en activos fijos
(variación anual acumulada, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a los riesgos, las tensiones comerciales muestran alguna reducción. China y Estados Unidos acercaron posiciones al cancelar las alzas de tarifas programadas para diciembre.

EE.UU.:

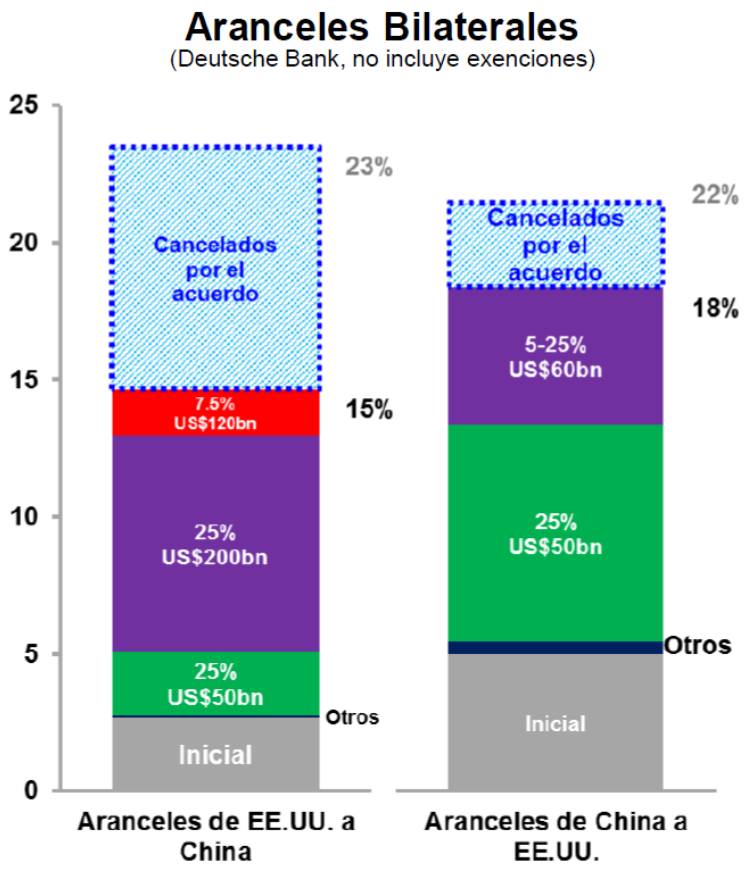
- Suspende aranceles adicionales de 5% sobre US$250bn. (se mantienen en 25%).
- Cancela nuevos aranceles de 15% sobre US$160bn.
- Reduce de 15 a 7,5% los aranceles sobre US$120bn. implementados en sep-19.
- Aplica exenciones a productos chinos (cerca de 1000 productos).

China:

- No aplicará aranceles entre 5 y 10% sobre US$75bn.
- Exime de aranceles adicionales a los automóviles provenientes de EE.UU.
- Aumenta importaciones desde EE.UU. en US$200bn. (llegando a US$260 y 310bn. en 2020 y 2021, respectivamente (incluye compra de bienes agrícolas por US$50bn.)

Se incluyen cláusulas de propiedad intelectual, fin a presiones de transferencia tecnológica a empresas chinas, apertura del sector financiero y China se abstendría de perseguir un tipo de cambio que le permita ventaja comercial. Por su parte EEUU remueve a China de la lista de países manipuladores de monedas.

China: rebaja unilateral de aranceles a más de 800 productos desde el 1 de enero de 2020.



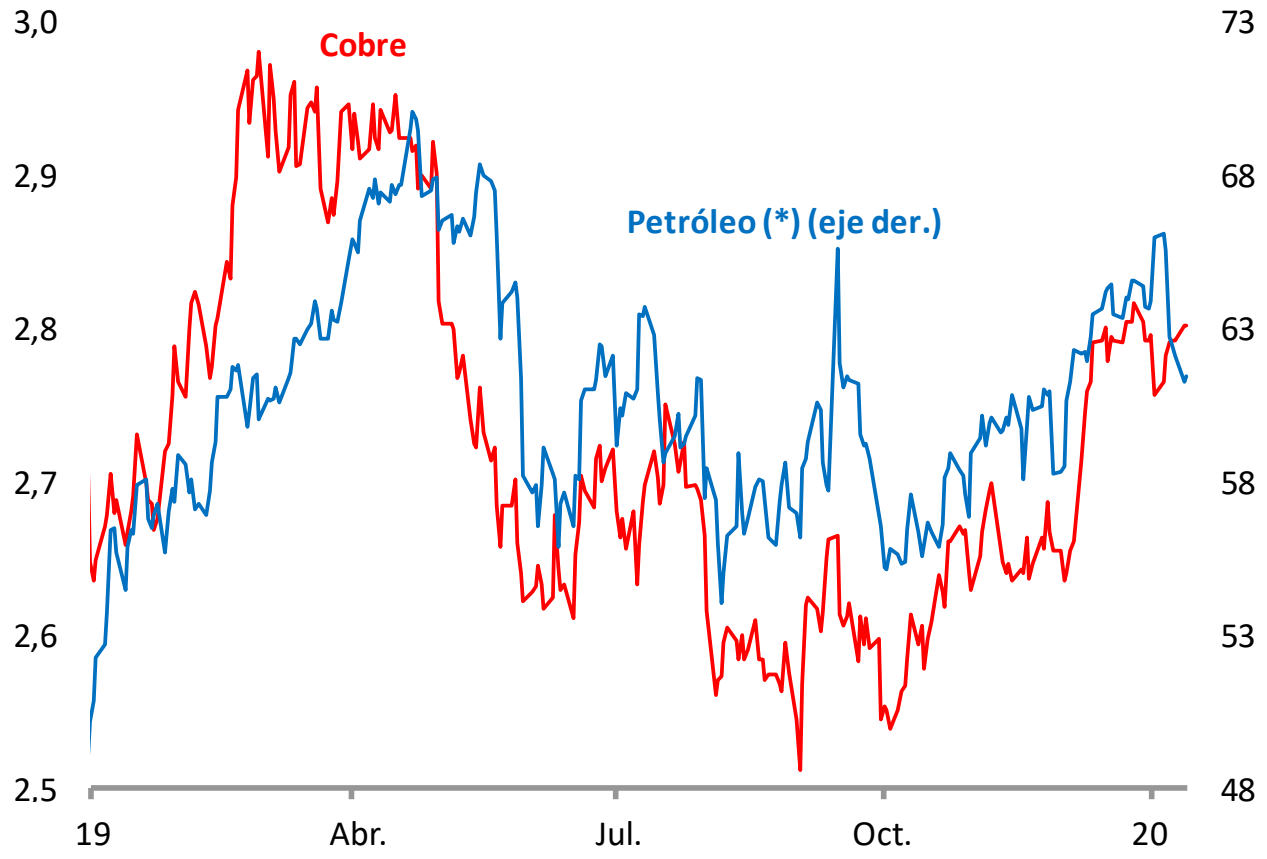
Fuente: Deutsche Bank.

Pero se han reactivado otros focos de incertidumbre, con el aumento de las tensiones entre Estados Unidos e Irán.

El precio del petróleo se ha visto afectado por estas tensiones, más allá de una reversión reciente.

IPoM dic.19	2019	2020	2021
Precio cobre BML (c/lb)	270	270	275
Precio Petróleo (US$/barril)	60,5	58,0	55,5

Precio de materias primas
(dólares la libra; dólares el barril)



(*) Promedio simple entre el barril de petróleo Brent y WTI.

Fuente: Bloomberg.

Escenario interno: mercados financieros

- En el plano interno, tras un tercer trimestre alineado con lo esperado, la crisis política-social generó un cambio abrupto del escenario, reduciendo fuertemente el crecimiento y aumentando la inflación.

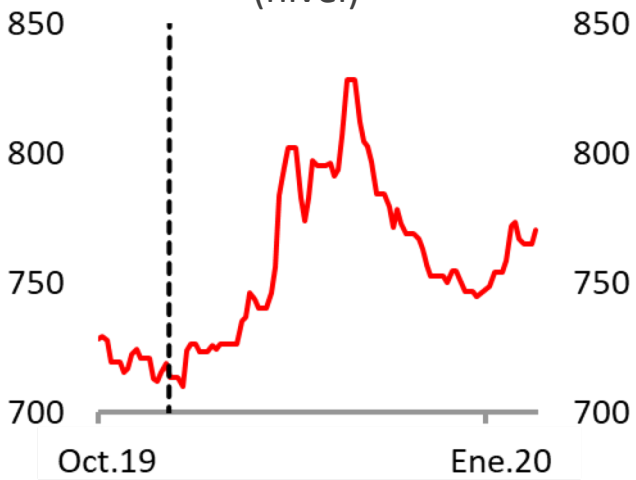
- Los episodios de violencia provocaron importantes disrupciones productivas en octubre y noviembre, en especial, a lo que se ha sumado un clima de mayor incertidumbre.

- Aunque en un comienzo los efectos fueron más bien acotados, con el paso de las semanas los mercados financieros reaccionaron con variaciones de precios significativas en respuesta al mayor riesgo y preferencia por liquidez, sumado a una mayor demanda por moneda extranjera.

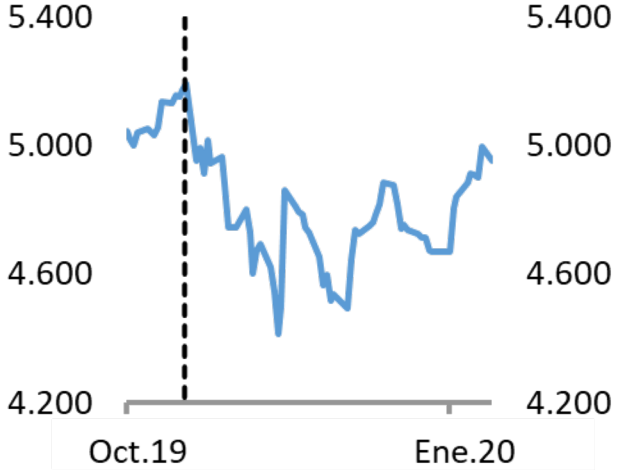
- El Banco Central adoptó una serie de medidas para mitigar la volatilidad en el mercado monetario y cambiario. A la fecha, el nivel de los *spreads* bancarios, la tasas largas y el tipo de cambio se ha reducido respecto de sus máximos de noviembre.

La crisis político-social ha tenido efectos relevantes en los mercados financieros nacionales.

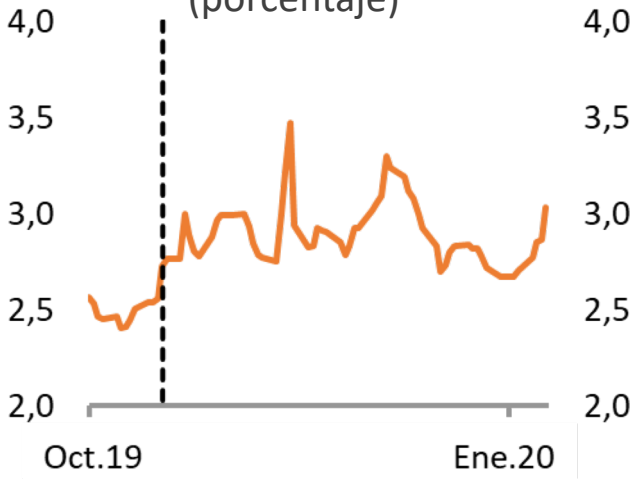
Tipo de cambio nominal (1)
(nivel)



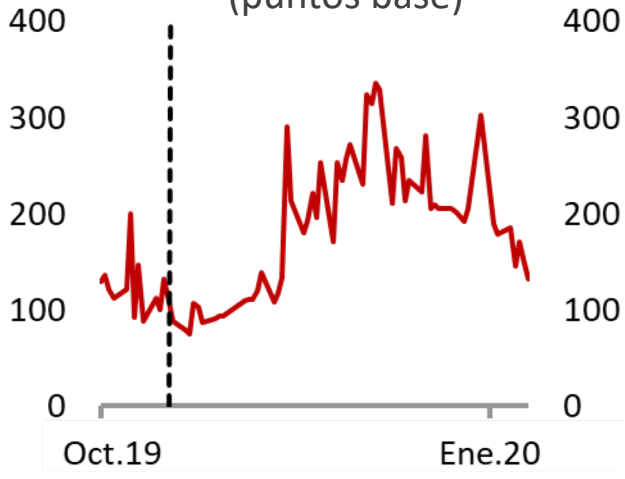
IPSA (1)
(índice)



Tasas de interés: BCP-5 (1)
(porcentaje)



***Spread* corporativo no bancario (1)(2)**
(puntos base)



(1) Línea vertical punteada indica comienzo de la crisis social. (2) El *spread* es respecto al bono soberano en UF. Corresponde al promedio ponderado por monto de cada uno de los *spreads* de las categorías de riesgo A, AA, AAA y BBB. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Bolsa de Comercio de Santiago.

El Banco ha tomado una serie de medidas para mitigar los efectos en los mercados financieros.

13/11/19: se anuncia programa de **licitaciones de *swap* de divisas y operaciones REPO**.

14/11/19: suspensión de la emisión de PDBC; ampliación de la frecuencia y plazo de las operaciones REPO; incorporación de depósitos y bonos bancarios como garantías para las operaciones REPO; aumento de la frecuencia de subastas de *swap*; y **programa de recompra de títulos del BCCh**.

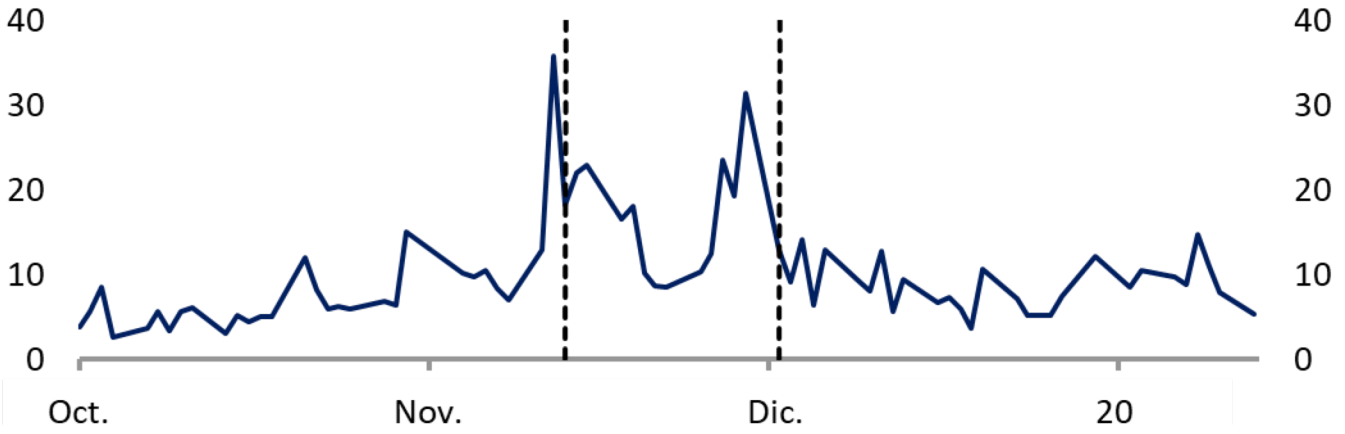
28/11/19: se anuncia **intervención esterilizada** del mercado cambiario a partir del 2 de diciembre del 2019 y hasta el 29 de mayo del 2020. Esta medida considera la venta de dólares en el mercado *spot* por hasta US$10.000 millones y la venta de instrumentos de cobertura cambiaria por un stock de hasta US$10.000 millones.

Calendarios de intervención cambiaria:

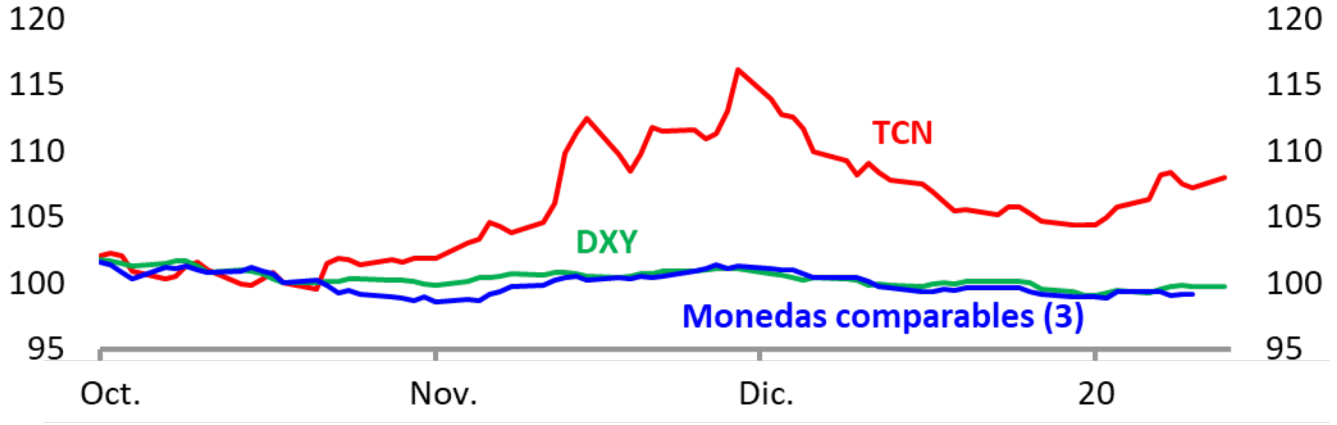
- **02 al 06/dic/19:** se inicia programa de intervención cambiaria con venta de US$200 millones diarios en el mercado *spot* y de otros US$200 millones diarios en *forwards* a 30 días.
- **16 al 20/dic/19:** venta de US$100 millones diarios en el mercado *spot* y de otros US$300 millones diarios en *forwards* a 30 días.
- **23/dic/19 al 03/ene/20:** venta de US$50 millones diarios en el mercado *spot* y de otros US$125 millones diarios en *forwards* a 30 días.
- **06 al 10/ene/20:** no se realizarán ventas *spot* y solo se renovarán los vencimientos de ventas *forward* a 30 días por US$250 millones diarios desde el 07 hasta el 10 de enero.
- **13 al 17/ene/20:** no se realizarán ventas *spot* y se renovará el stock de *forwards* vigente, equivalentes a US$4.500 millones.

Ha disminuido la volatilidad del tipo de cambio, en un contexto en que parte importante de su depreciación ha sido de carácter idiosincrático.

Volatilidad intradía TCN (1) (2)
(pesos chilenos)



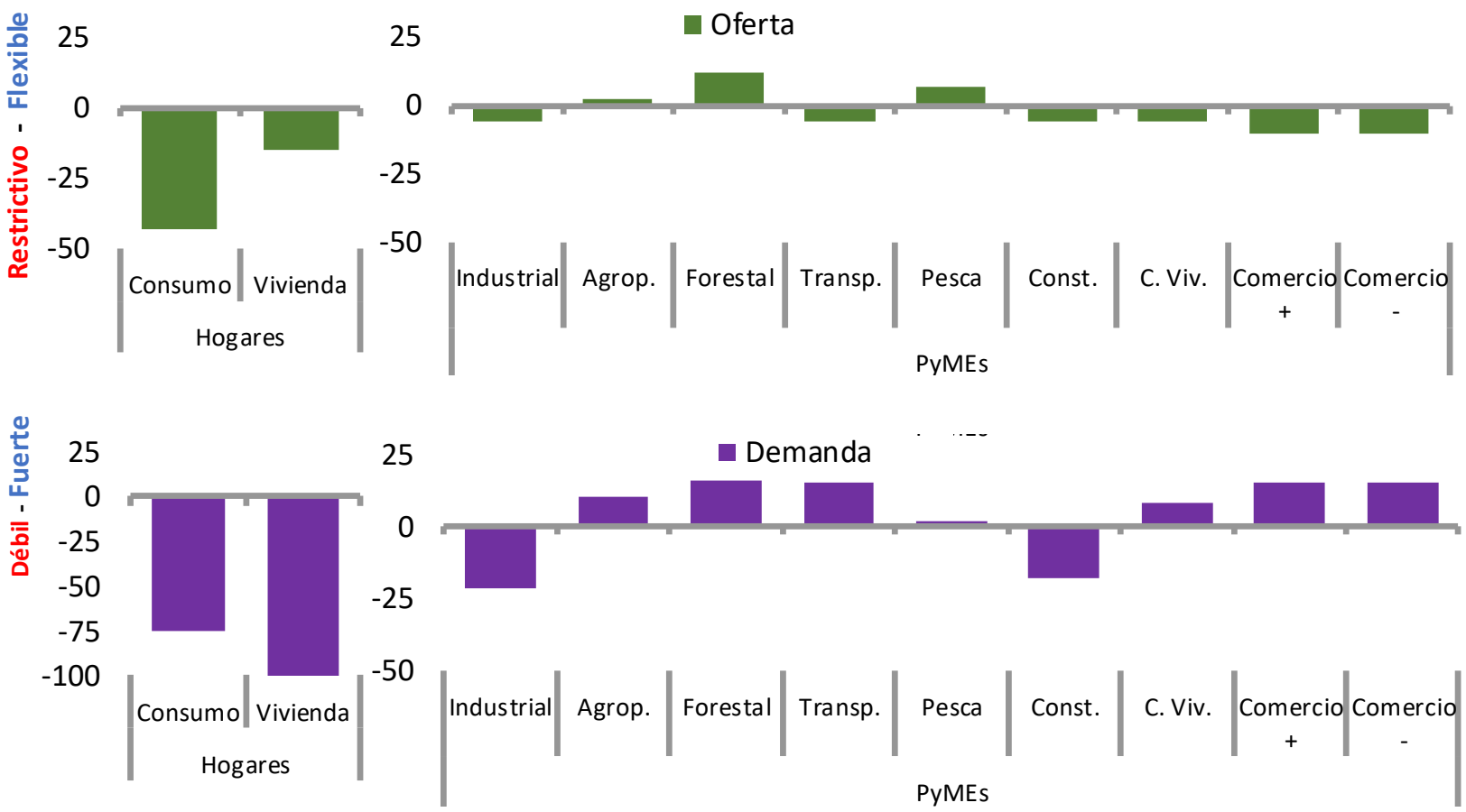
Evolución de paridades seleccionadas
(índice 18/10/2019=100)



(1) Calculada como la diferencia entre precio diario máximo y mínimo. (2) De izquierda a derecha, líneas segmentadas verticales indican: primeros anuncios de medidas de liquidez del Banco Central (13 de noviembre) e intervención cambiaria del Banco Central (02 de diciembre). (3) Incluye a Brasil, México, Colombia ,Rep. Checa, Rep. Corea, Filipinas, Polonia, Israel y Turquía. Fuente: Bloomberg.

A su vez, la mayor incertidumbre también ha provocado un incipiente estrechamiento de las condiciones financieras.

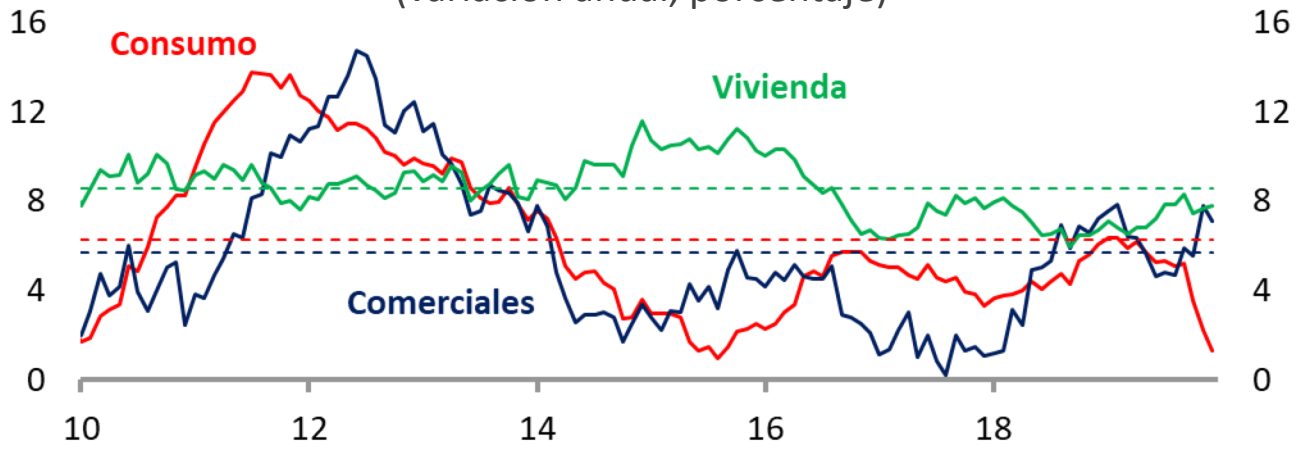
Percepciones del mercado del crédito para los próximos 3 meses
(balance de respuestas)



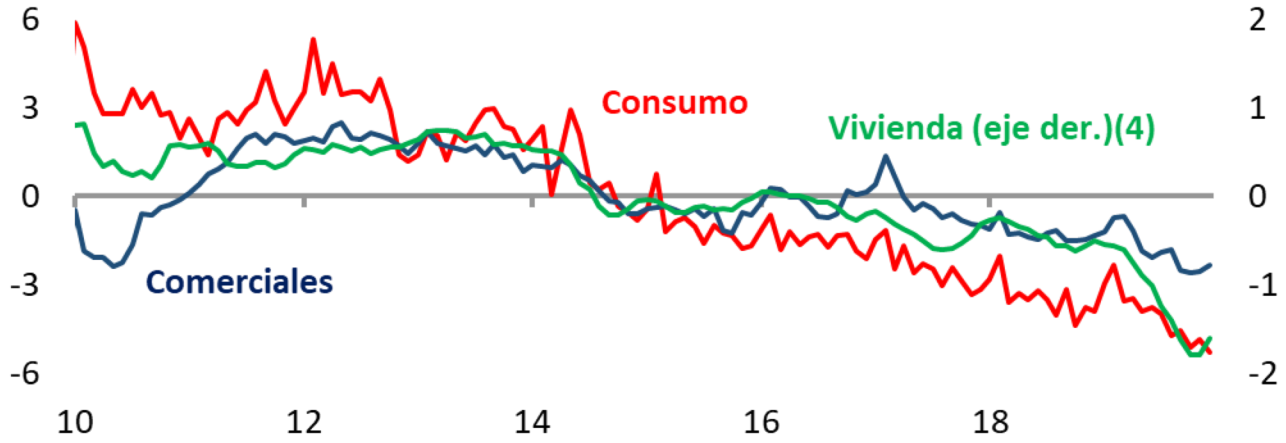
Fuente: Consulta especial de la Encuesta de Crédito Bancario realizada en noviembre 2019, Banco Central de Chile.

De hecho, el crecimiento de las colocaciones, especialmente de consumo, se ha reducido en los últimos meses, aunque con tasas de interés que siguen bajas.

Colocaciones reales (1)(2)
(variación anual, porcentaje)



Tasa de interés por tipo de colocación (3)
(desvío respecto al promedio 2010-2019)



(1) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2018. (2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie. (3) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (4) Corresponden a colocaciones en UF. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Escenario interno: actividad e inflación

- El aumento de la incertidumbre ha provocado una caída significativa de la confianza de hogares y empresas. El Imacec de octubre y noviembre anotó descensos anuales muy importantes, siendo el comercio y los sectores de servicios los más afectados.

- El mercado laboral también se ha resentido. Los datos del INE para el trimestre sept-nov no muestran mayores cambios en el empleo y el desempleo. Datos administrativos, como las solicitudes de seguro de cesantía, anticipan que podría aumentar la tasa de desempleo.

- La inflación ha aumentado respecto de mediados de año, pero se ubica por debajo de lo previsto en el IPoM de diciembre. Su evolución futura dependerá del peso relativo de la menor actividad económica y los mayores costos (tipo de cambio).

- La política monetaria está en una posición muy expansiva, y junto con el impulso fiscal que se ha agregado, permitirán que la economía retome una mayor ritmo de crecimiento en adelante.

- La forma en que lleve adelante el proceso de cambios institucionales será muy relevante para que la economía no sufra efectos negativos de magnitud elevada.

- En el actual contexto las proyecciones tienen mayor grado de incertidumbre que el habitual. Para el presente año se espera una recuperación gradual con un crecimiento del PIB entre 0,5 y 1,5%.

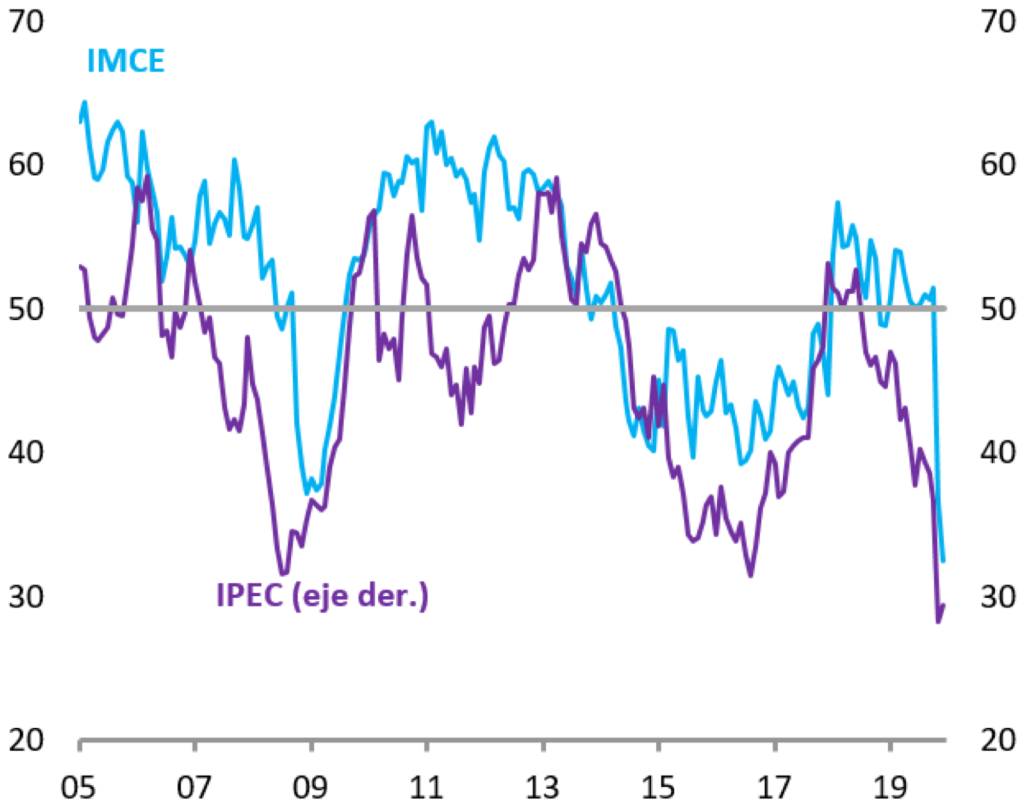
- Un factor clave sobre la evolución futura de la economía será la confianza de empresas y hogares y su relación con el desempeño del mercado laboral, el consumo y la inversión.

El aumento de la incertidumbre ha afectado las confianzas de forma significativa, llevando las expectativas a sus niveles más bajos en varios años.

Expectativas de empresas (IMCE) y consumidores (IPEC) (*)

(índice)

	IPEC	IMCE
Ene. 19	47,0	50,7
Oct. 19	36,7	51,5
Nov. 19	28,3	36,6
Dic. 19	29,4	32,5

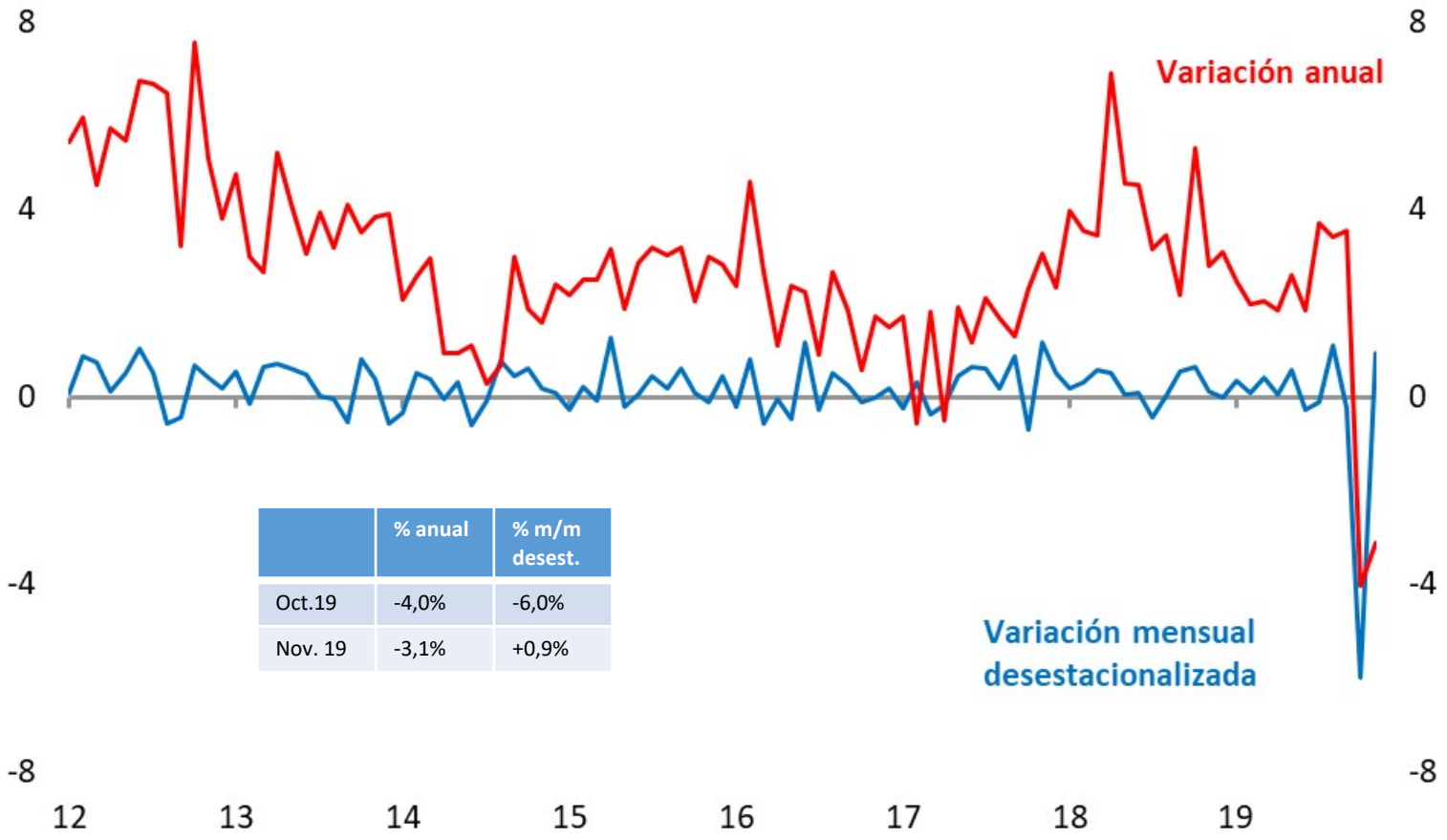


(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e ICARE/UAI.

Respecto de la actividad, los efectos fueron muy significativos en octubre y noviembre.

Imacec no minero
(porcentaje)

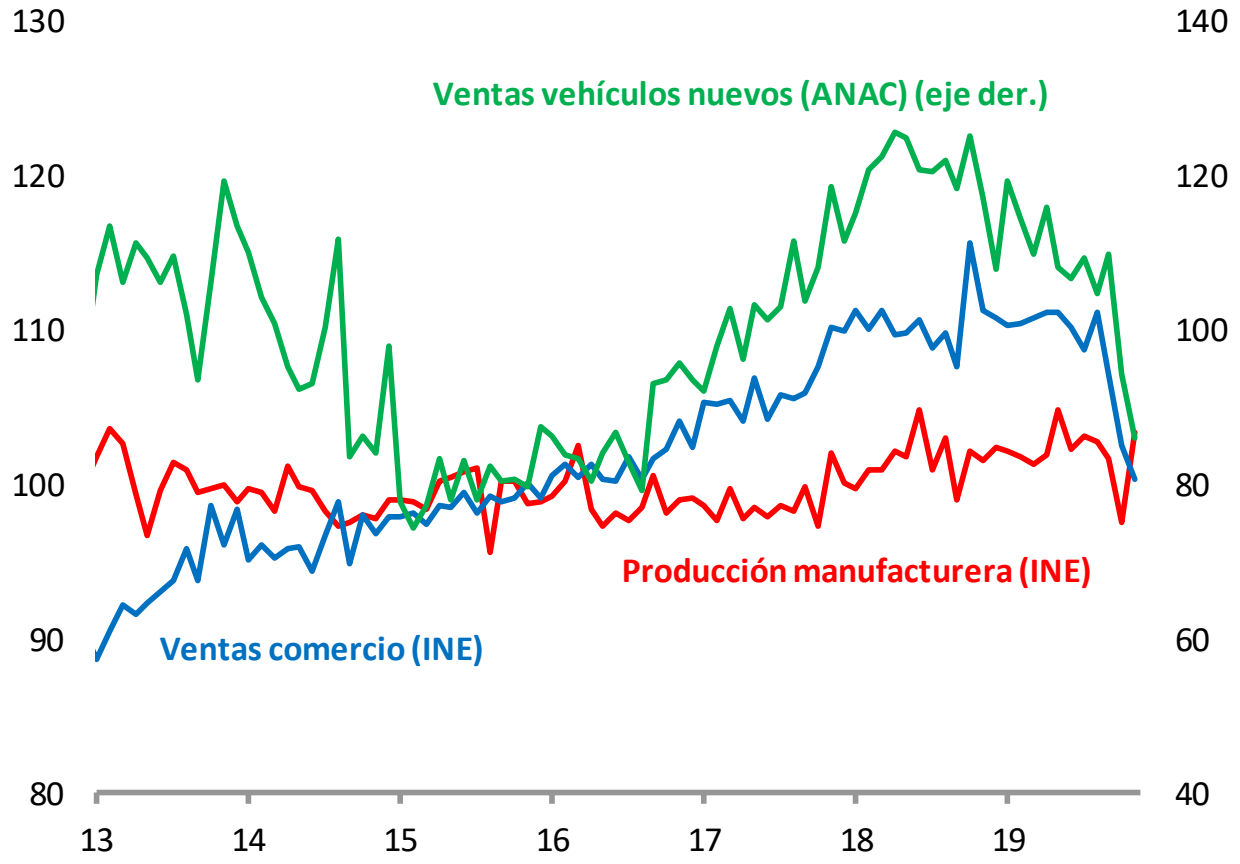


	% anual	% m/m desest.
Oct.19	-4,0%	-6,0%
Nov. 19	-3,1%	+0,9%

Fuente: Banco Central de Chile.

Sectorialmente, el comercio ha sido uno de los más afectados.

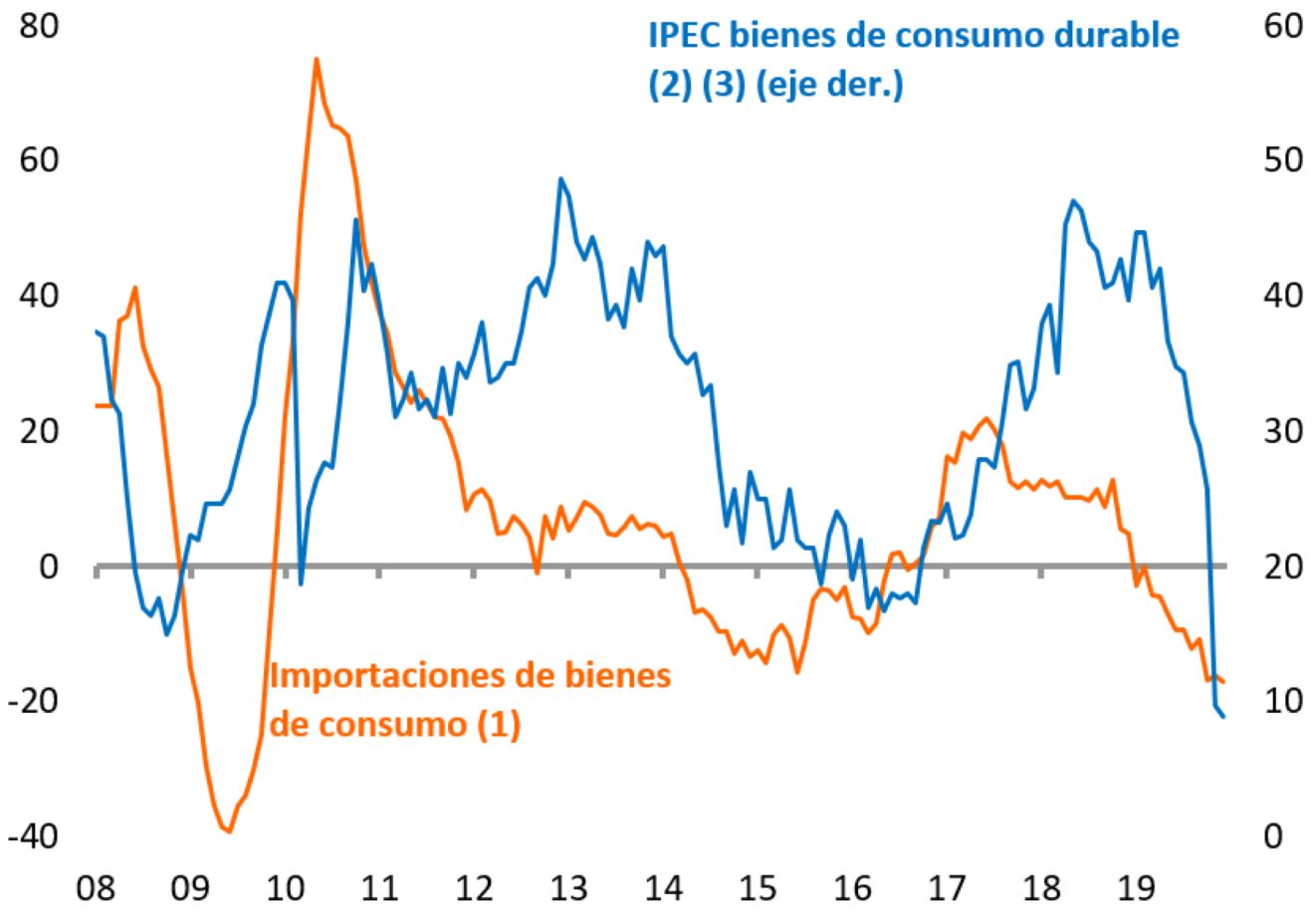
Indicadores sectoriales (*)
(índice, base 2012-2019=100)



(*) Series desestacionalizadas.
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y ANAC.

Y por el lado de la demanda, los indicadores adelantados del consumo siguen mostrando un deterioro significativo.

Determinantes del consumo
(variación anual, porcentaje; índice)



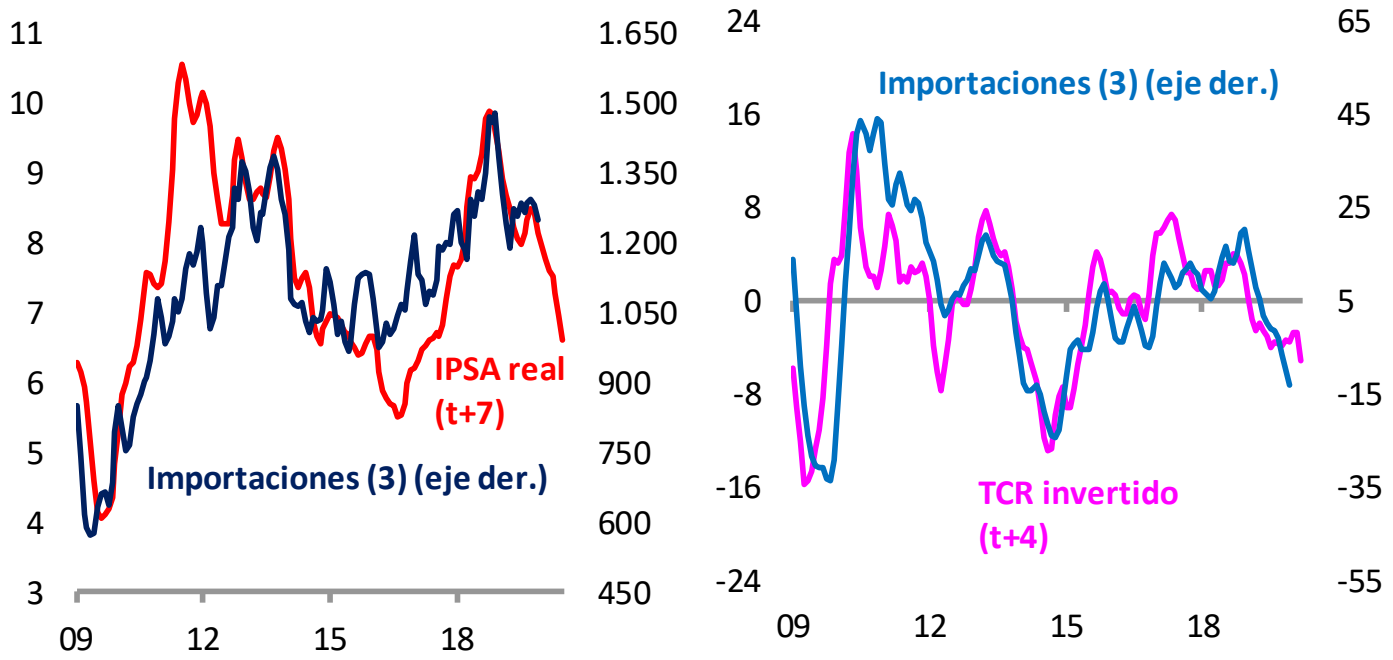
(1) Promedio móvil trimestral. (2) Promedio simple entre los componentes de expectativas de compra de autos, viviendas y artículos de hogar. (3) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). Fuentes: Banco Central de Chile y Adimark.

Por el lado de la inversión, la información disponible también es coherente con un deterioro relevante.

Importaciones de bienes de capital sin transporte, IPSA y tipo de cambio reales (1)(2)

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

(variación anual, porcentaje)



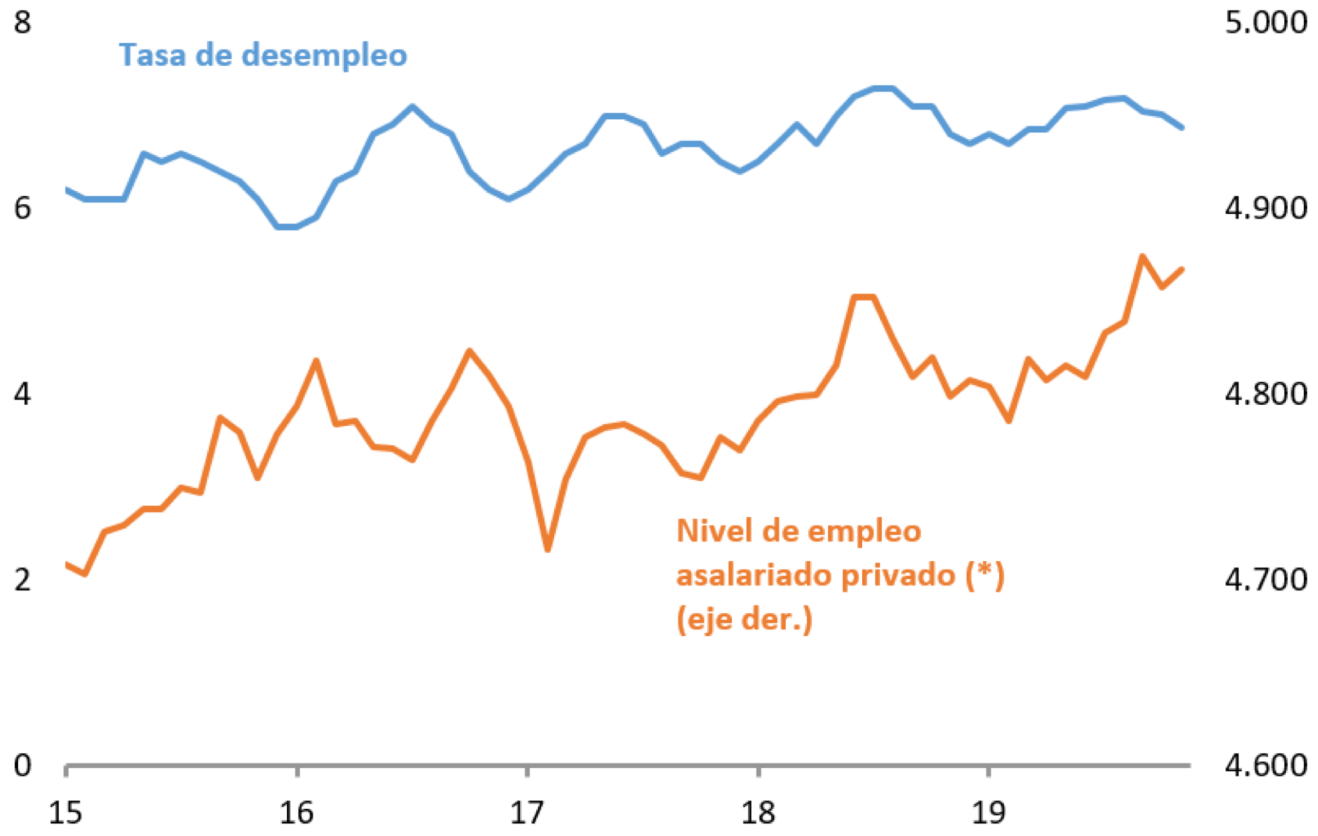
(1) Promedios móviles trimestrales. (2) Series deflactadas por el índice de precios de las importaciones de bienes de capital base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 utilizando variaciones anuales. (3) Excluye otros vehículos de transporte.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El mercado laboral también enfrenta riesgos significativos.

Por ahora, la tasa de desempleo y el empleo asalariado no muestran mayores cambios.

Mercado laboral
(porcentaje; miles de personas)



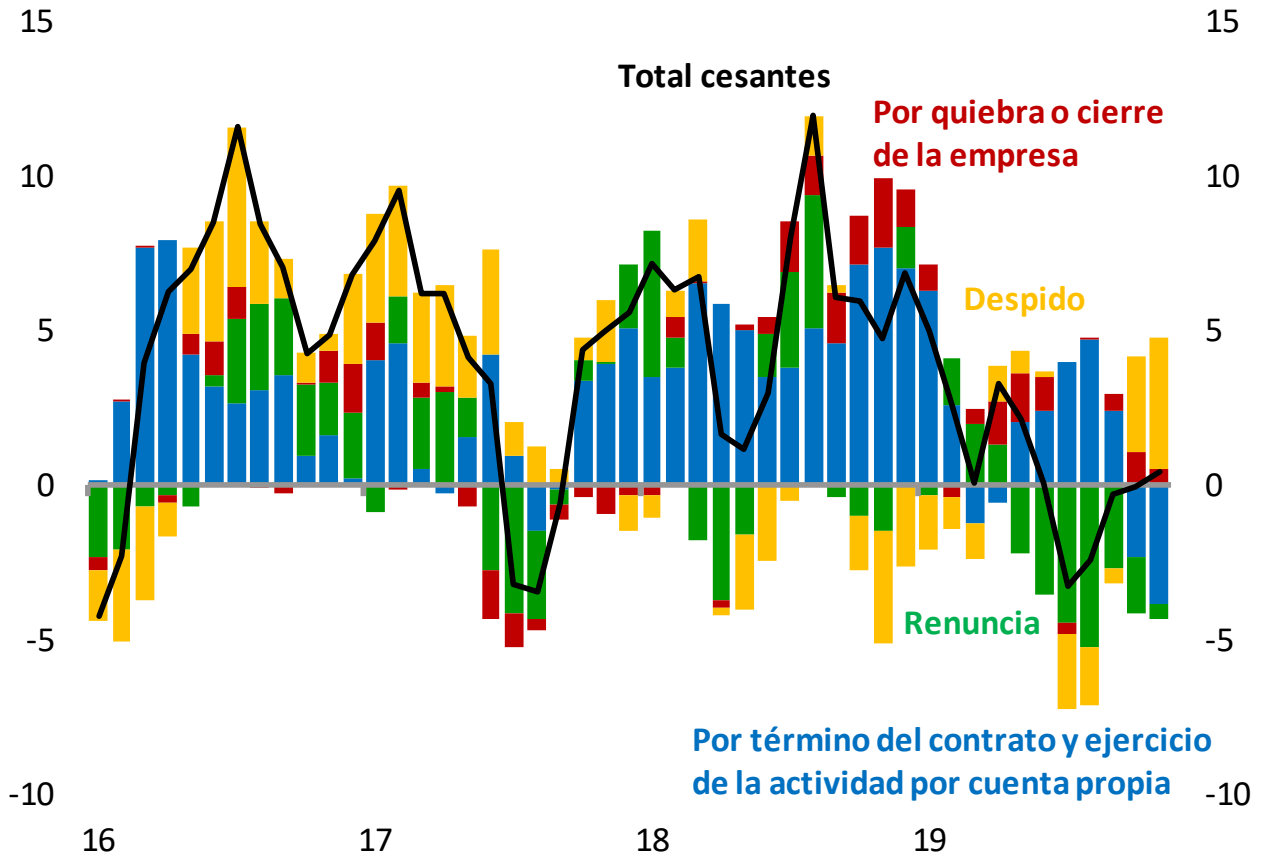
(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Destaca que en los últimos dos registros, las causas de la cesantía se han concentrado en despidos.

Motivos de cesantía

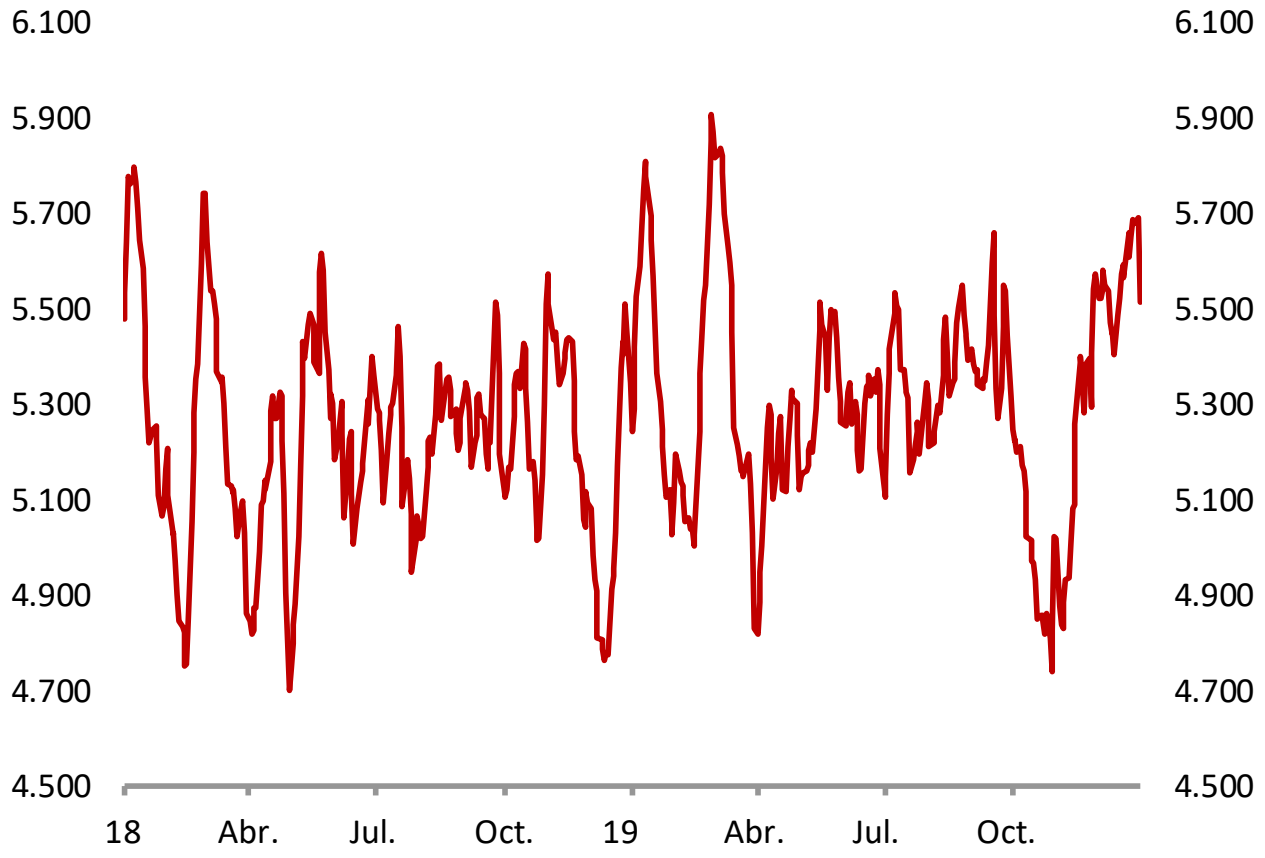
(incidencias en la variación anual del total de cesantes, puntos porcentuales)



Fuente: Encuesta Nacional de Empleo del Instituto Nacional de Estadísticas.

Al mismo tiempo, ha aumentado el número de solicitudes del seguro de cesantía, lo que podría anticipar un alza de los desocupados en los próximos registros de la Encuesta de Empleo.

Solicitudes del seguro de cesantía (*)
(número, serie desestacionalizada)



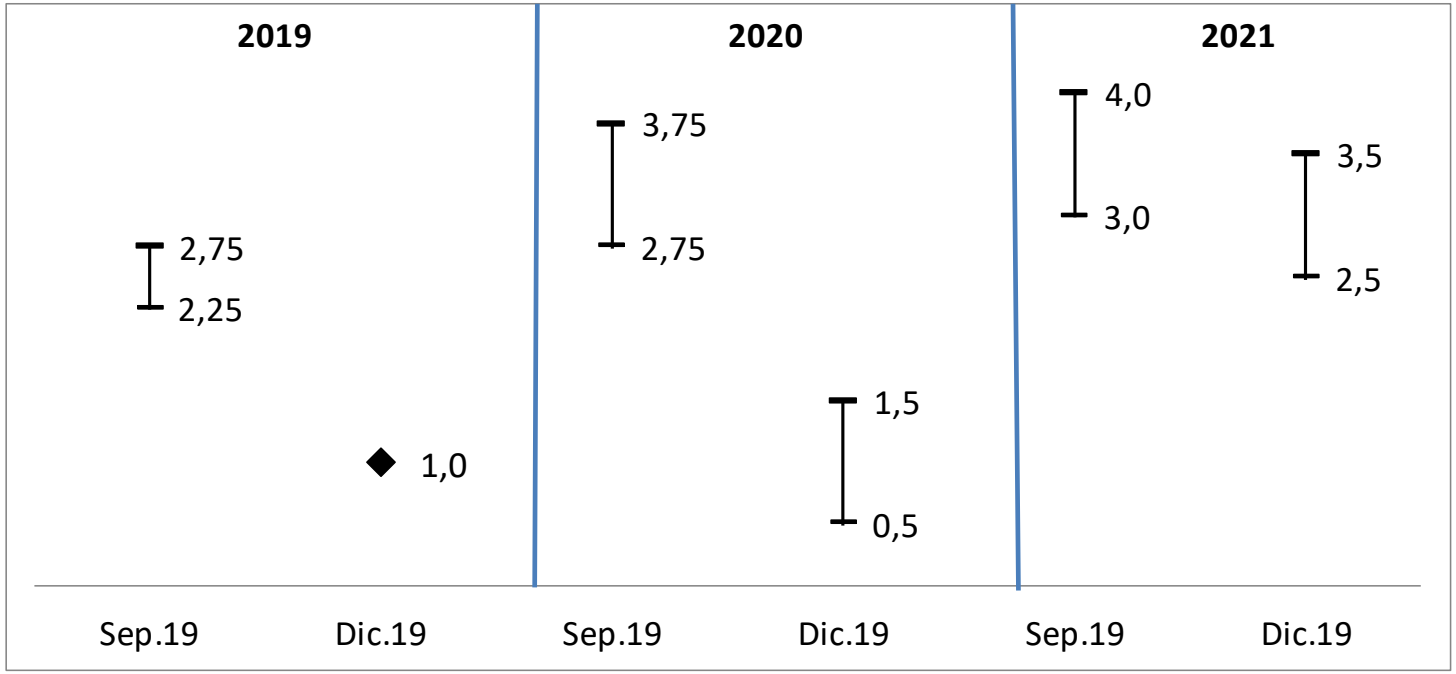
(*) Datos hasta el 31/12/2019. Considera ajuste para la semana del 18/10/2019.

Fuente: Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

En este escenario, las proyecciones de crecimiento se han corregido fuertemente.

Proyección crecimiento del PIB

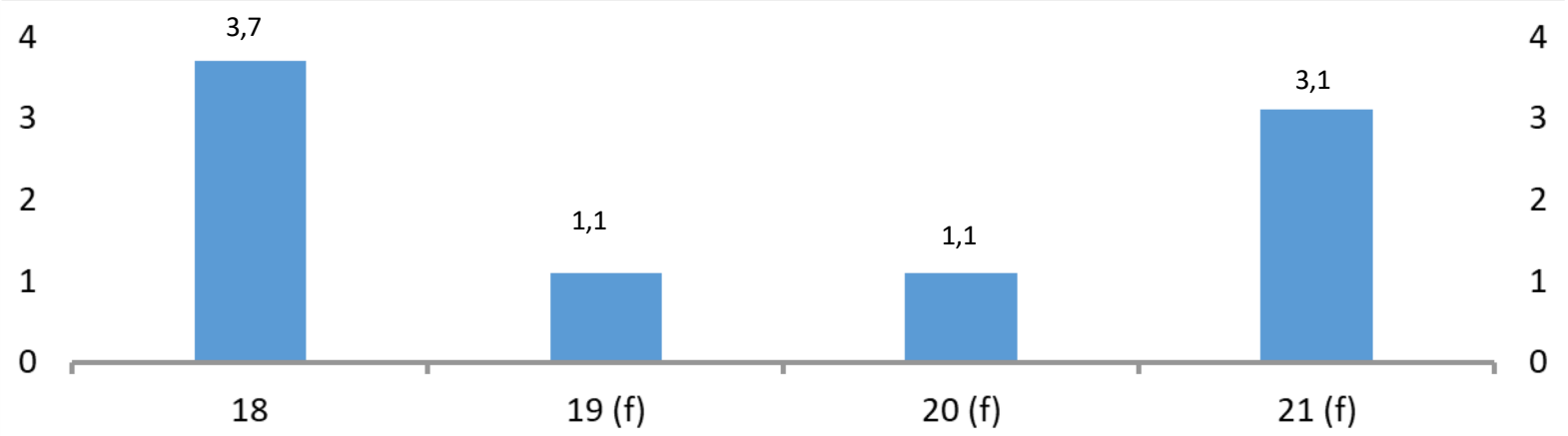
(variación anual, porcentaje)



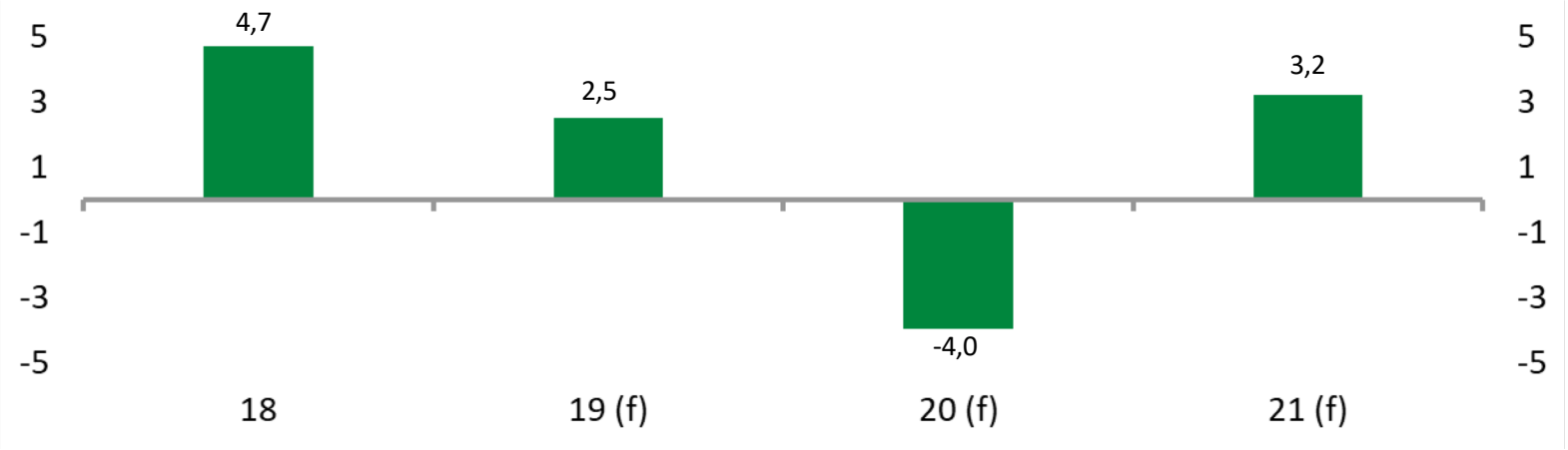
Fuente: Banco Central de Chile.

El consumo y la inversión tienen un desempeño más bajo, afectados de manera importante por la mayor incertidumbre.

Crecimiento del consumo
(variación anual, porcentaje)



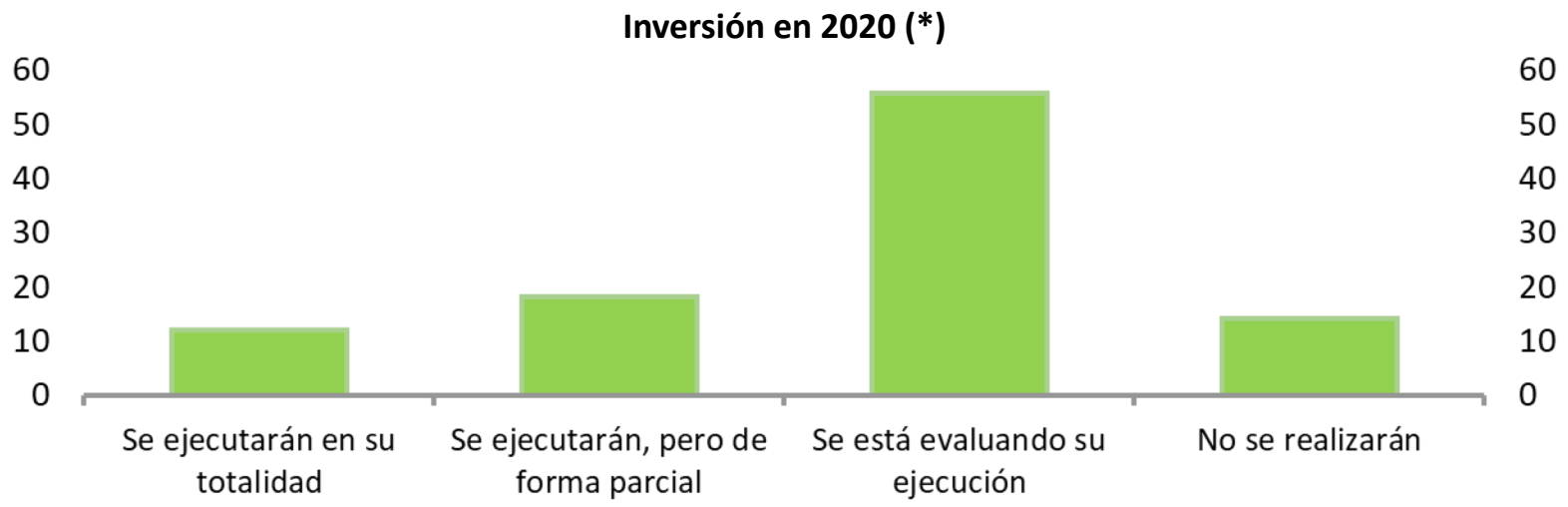
Crecimiento de la inversión
(variación anual, porcentaje)

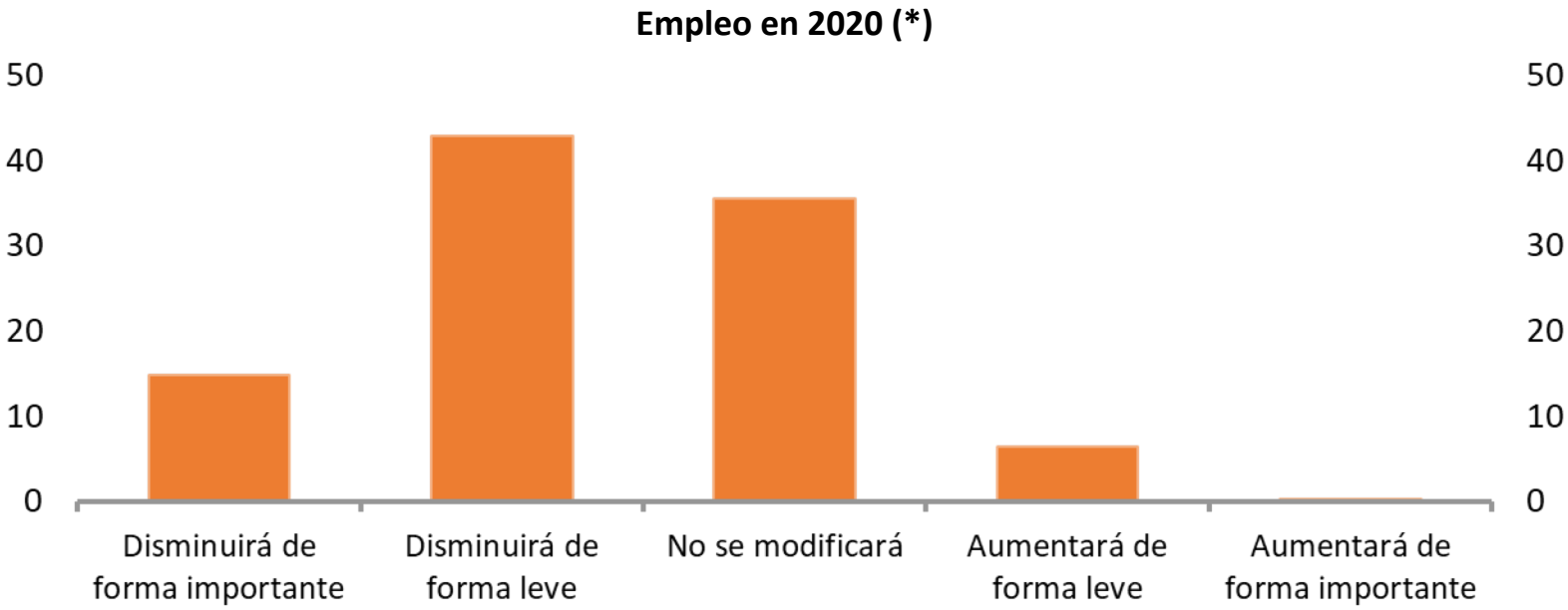


(f) Proyección

Fuente: Banco Central de Chile.

Las percepciones de las empresas reflejan la relevancia de esta mayor incertidumbre sobre sus decisiones.

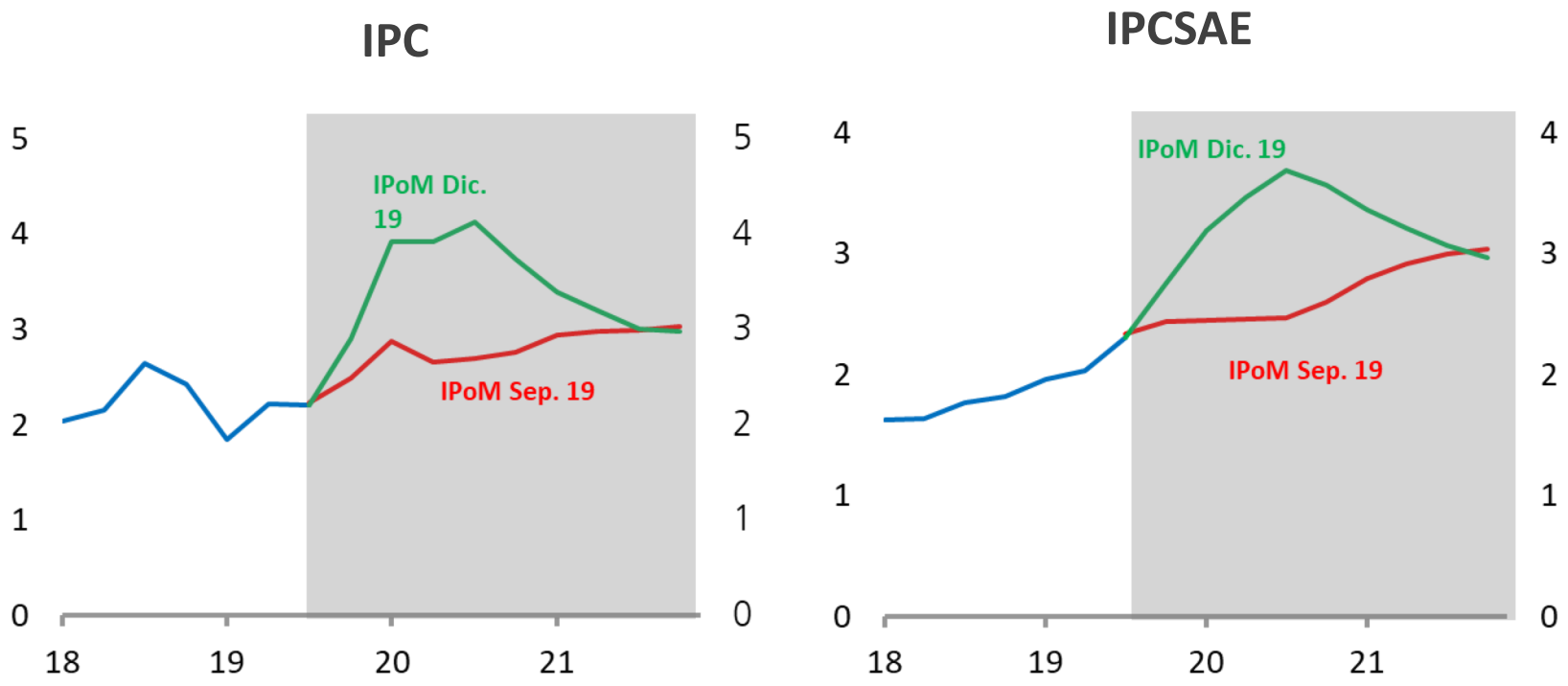




(*) Se indica porcentaje de respuestas. Fuente: Encuesta a 1400 empresas que se incluyen en el IPN entre el 19 y 26 de noviembre, Banco Central de Chile.

Por el lado de la inflación, las proyecciones hechas a inicios de diciembre mostraban que la inflación total aumentaría a cerca de 4% durante 2020. La subyacente lo haría puntualmente y en menor magnitud.

Proyección de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC e IPCSAE que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2019, corresponde a la proyección.

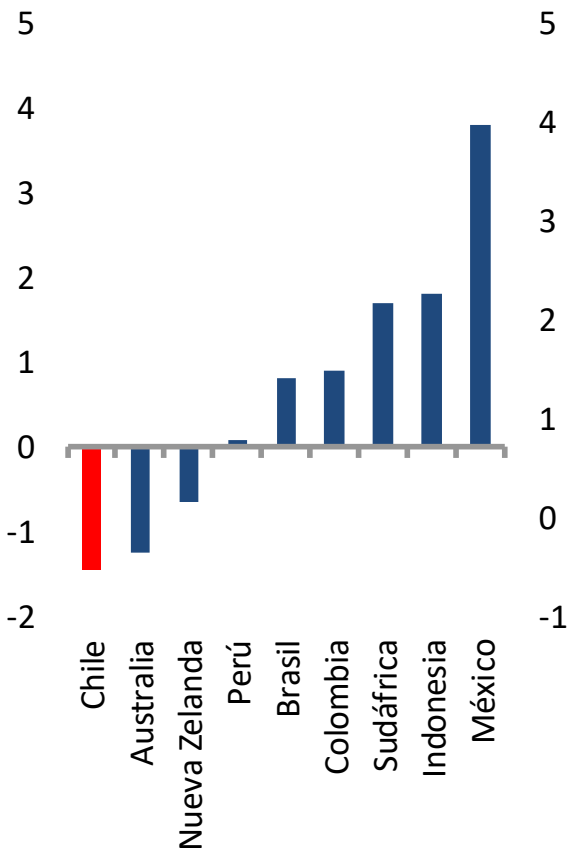
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En el aumento proyectado de la inflación se combina el peor desempeño de la actividad, que reduce las presiones inflacionarias, y la depreciación idiosincrática del peso, que opera en dirección opuesta.

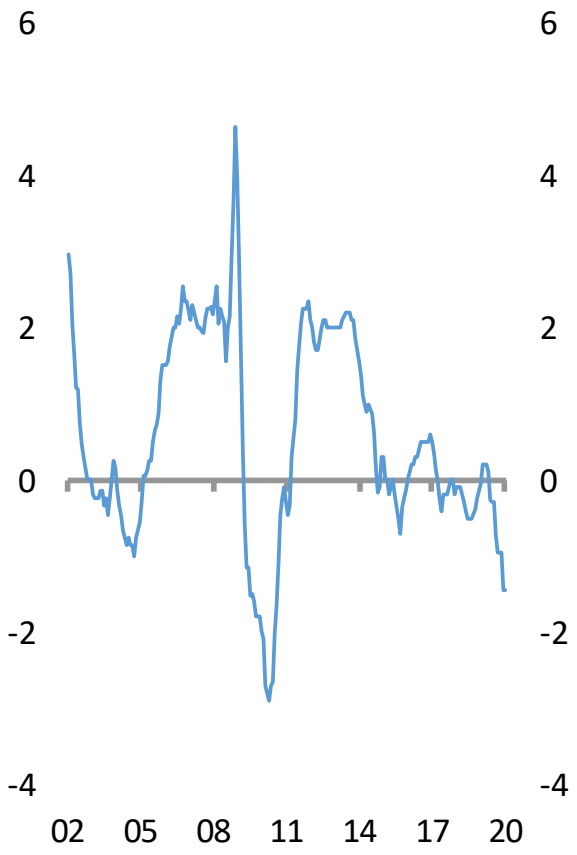
- Desde entonces (comienzos de diciembre), se han acumulado algunos cambios:
  - El peso se ha apreciado respecto de los niveles por sobre $800 que mostró en los últimos días de noviembre.
  - El precio del petróleo ha aumentado en torno a 3,5% en el mismo período, y las tensiones internacionales han incrementado los riesgos en este mercado.
- La inflación anual del IPC acumulada a diciembre (3%), resultó por debajo de lo previsto en el IPoM (3,4%). Lo mismo ocurrió con el IPCSAE (3% en el IPoM, respecto de 2,5% efectivo a diciembre 2019).
- La evaluación de los impactos de mediano plazo de estos cambios deben considerar también la evolución de la actividad económica.

En este contexto, la política monetaria mantiene un grado de expansividad relevante...

TPM real: comparación (1)
(porcentaje)



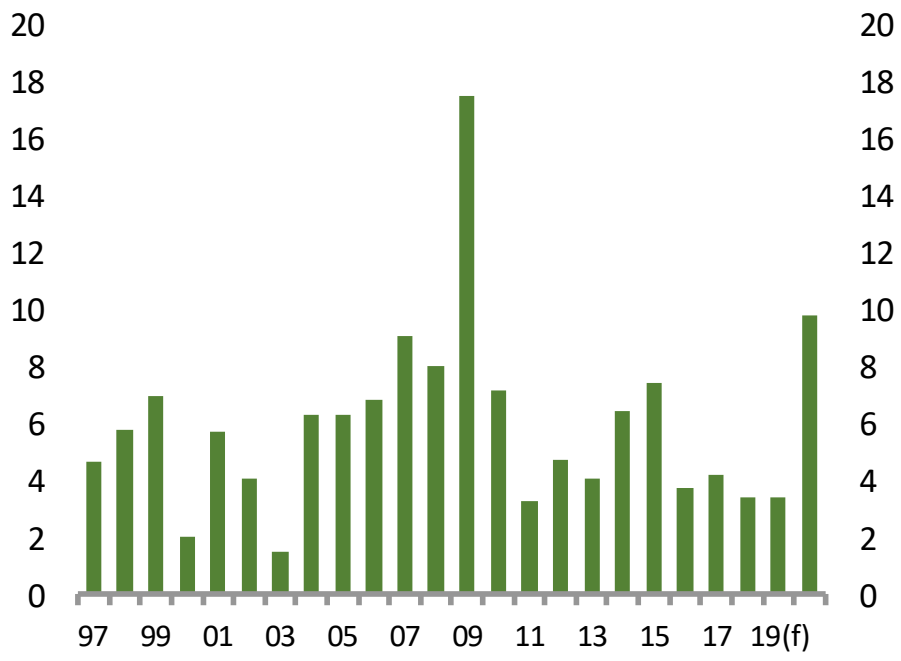
TPM real en Chile (2)
(porcentaje)



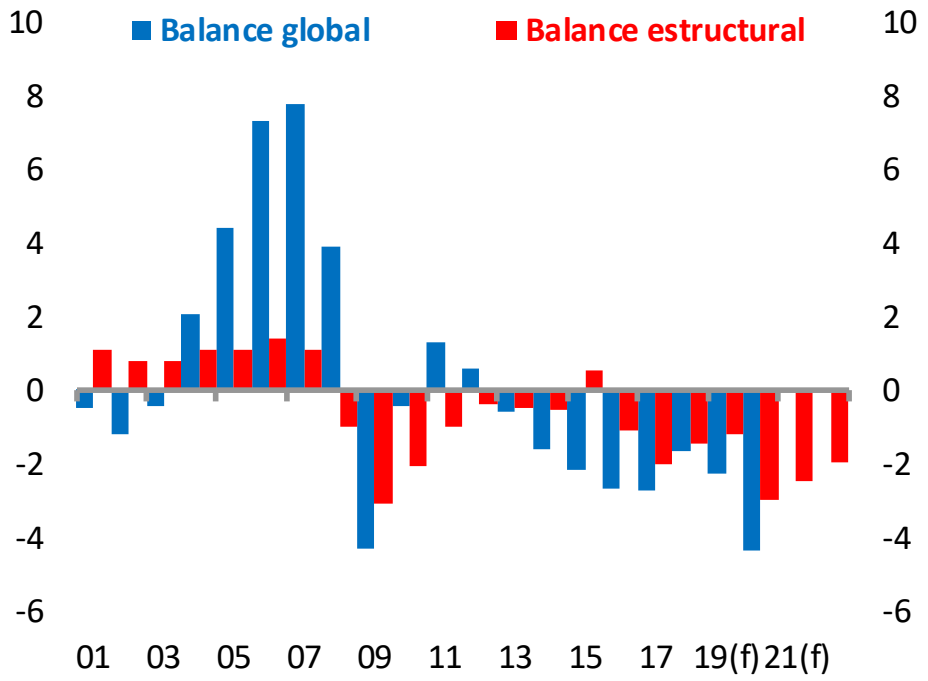
(1) TPM actual menos la inflación esperada a un año. (2) Calculada como la TPM nominal menos las expectativas de inflación a un año plazo derivada de la Encuesta de Expectativas Económicas. Para enero 2020, la TPM nominal considera promedio diario hasta el día 13 del mes. Fuente: Bancos centrales de cada país.

...a lo que se suma un gasto fiscal que está agregando un impulso significativo a la economía.

Gasto fiscal
(crecimiento real anual, porcentaje)



Balance fiscal
(porcentaje del PIB)



(f) Proyección.
Fuente: Banco Central en base a información del Ministerio de Hacienda.

Con todo, nuestro escenario base considera una recuperación bastante gradual a partir del primer trimestre...

Sin embargo dicha recuperación pasa por factores más allá de la política monetaria o fiscal.

- La evidencia internacional muestra que las protestas sociales que se han observado en el mundo son heterogéneas en, al menos, tres factores: nivel de violencia, contexto político (dictaduras, democracias o transiciones) y objetivos.
- Sin embargo, existen ciertos elementos comunes:
  - Los efectos son acotados cuando las protestas son breves.
  - Los costos aumentan considerablemente cuando se extienden en el tiempo y afectan la confianza de hogares y empresas.
  - Niveles de violencia son relevantes en el impacto de las protestas.
  - Las sociedades que han logrado acuerdos que mejoran la institucionalidad y gobernabilidad pueden transitar por estos cambios profundos con efectos más acotados en la actividad y el empleo.

La evidencia de los efectos económicos es muy variada.

- Un ejemplo de disturbios violentos pero de corta duración es el movimiento de los chalecos amarillos (Francia, fines del 2018). Según datos del FMI implicó un impacto negativo de 0,1% del PIB trimestral.

- Pero también hay ejemplos donde los costos son mucho mayores, especialmente si la violencia se extiende en el tiempo.

- Uno de estos casos son las protestas de la primavera árabe que ocurrió en varios países del norte de África y Medio Oriente a partir del 2010. Por ejemplo, Túnez perdió 5,7% del PIB anual entre 2011 y 2013.

- Un estudio de 11 episodios de cambios en regímenes políticos en países de ingresos medios o bajos, que se acompañaron por protestas masivas (Argentina 2001-03, Corea del Sur 1980-81 y Sudáfrica 1990-94 entre otros) muestra mayor dispersión en resultados. La pérdida en crecimiento anual fluctuó entre 1 y 7pp, y encuentran que la economía se puede demorar hasta 5 años en retomar su ritmo de crecimiento histórico de largo plazo.

Los impactos de las protestas operan por varios canales.

- Un primer canal, que opera en el corto plazo, tiene que ver con la disrupción de cadenas productivas por causas de los destrozos, saqueos y cortes en las vías de comunicación, entre otros.

- Un segundo canal es el aumento de la incertidumbre asociada a la dificultad para predecir escenarios de mediano y lago plazo, lo que puede afectar la actividad económica de distintas formas:

  - Tanto en las empresas como en los hogares la **opción de esperar toma mayor valor** al momento de decidir sobre sus gastos. Lo que puede implicar un freno a la inversión, al empleo y al consumo agregados.

  - Puede **aumentar las primas por riesgo,** amplificando el freno en la demanda agregada mencionado en el punto anterior.

- También existe un canal relacionado con su efecto en el crecimiento de largo plazo, que se asocia con los cambios en las instituciones políticas que dichos eventos pueden generar. El impacto depende de si los cambios llevan a una mejor distribución del poder político y económico, pudiendo sentar las bases para un crecimiento económico robusto y sostenible en el tiempo.

Conclusiones

- La crisis social ha generado ajustes relevantes en el panorama económico nacional.
- Los datos conocidos desde la publicación del IPoM (inflación, datos del mercado laboral, IMACEC, colocaciones, importaciones) confirman este diagnóstico.
- Los mercados financieros muestran una reducción de las tensiones tras las medidas adoptadas por el Banco, en lo que también coopera una atenuación de las fuertes disrupciones iniciales.
- Cómo se maneje el proceso de cambios institucionales tendrá efectos muy importantes sobre el desempeño económico.
- La evidencia muestra que cuando son acompañados de episodios sostenidos de violencia tienen efectos económicos negativos en el corto y mediano plazo.
- También pueden ser positivos en el largo plazo, lo que depende fuertemente de la calidad institucional resultante del proceso.

Revisando el escenario macroeconómico y las perspectivas para la inflación

Rosanna Costa

Consejera

Banco Central de Chile, 15 de enero de 2020