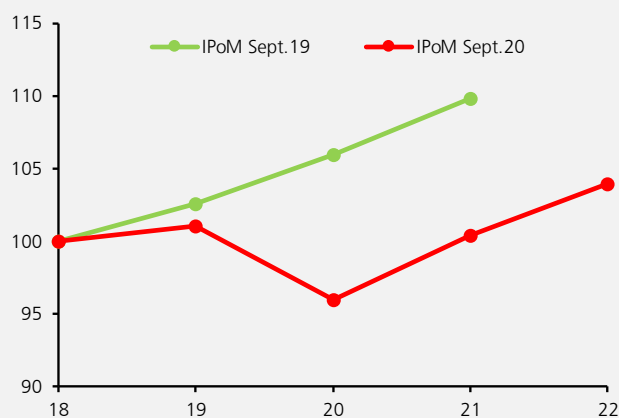


Recuadro V.1: Cambios al escenario base de proyección en el último año

En el último año, el escenario macroeconómico cambió drásticamente. En septiembre del 2019, se proyectaba que entre el 2020 y 2021 la economía chilena acumularía un crecimiento del orden de 6,4 puntos porcentuales (pp), actualmente se estima que solo hacia el 2022 logrará recuperar el nivel del tercer trimestre del 2019 (gráfico V.11). Este Recuadro describe los factores tras este drástico cambio, sus efectos en la convergencia inflacionaria y la reacción de la política monetaria.

Gráfico V.11

Proyecciones del PIB en cada IPoM
(índice 2018=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

El primer impacto significativo para el desempeño de la economía se dio tras los eventos del 18 de octubre de 2019. La crisis social trajo aparejado importantes hechos de violencia que afectaron el normal funcionamiento del país y que implicaron caídas relevantes de la actividad en octubre y noviembre. Esto llevó a que el año cerrara con un crecimiento anual del PIB de 1,1%, muy por debajo de lo esperado en septiembre del 2019 (entre 2,25 y 2,75%). Más importante, el aumento de la incertidumbre provocó una caída significativa de la inversión proyectada. Así, se pasó de esperar que la FBCF subiera 4% anual el 2020 en el IPoM de septiembre, a prever una contracción de igual magnitud en el de diciembre. El crecimiento del PIB se recortó a un rango entre 0,5 y 1,5% (tabla V.1).

Tabla V.1

Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2020

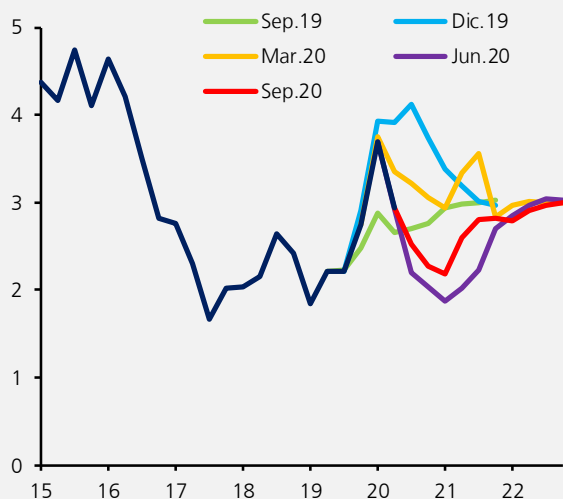
	Sep. 19	Dic. 19	Mar. 20	Jun. 20	Sep. 20
	(variación anual, porcentaje)				
PIB	2,75 - 3,75	0,5 - 1,5	-2,5 / -1,5	-7,5 / -5,5	-5,5/-4,5
Demanda interna	3,5	-1,6	-5,8	-10,4	-7,1
Demanda interna (s/var. existencias)	3,3	0,0	-3,3	-6,8	-5,6
Consumo total	3,1	1,1	-1,9	-4,2	-4,2
Formación bruta de capital fijo	4,0	-4,0	-8,2	-15,9	-10,6
	(porcentaje del PIB)				
Cuenta corriente	-3,1	-0,2	0,3	0,8	-1,4

Fuente: Banco Central de Chile.

Si bien la economía mostraba una clara debilidad a fines del 2019, las implicancias para la inflación no eran evidentes. Por un lado, había una ampliación de la brecha de actividad, por otro, la significativa depreciación del peso posterior al 18 de octubre tenía un efecto relevante en la inflación. Considerando ambos factores, se proyectaba que la variación anual del IPC se acercaría a 4% a mediados del 2020, para luego descender gradualmente a la meta (gráfico V.12). Esto era coherente con que el carácter idiosincrático de la depreciación del peso anticipaba un mayor grado de traspaso a los precios. Además, no se podían descartar efectos más persistentes, pues la incertidumbre seguía alta y los mercados financieros habían estado tensionados por fuertes movimientos de los precios. El peso había tenido un alza que había ido más allá de lo justificable por el riesgo país. Frente a esto, el Consejo adoptó diversas medidas para mejorar la liquidez en pesos y en dólares, y decidió intervenir el mercado cambiario para reducir la alta volatilidad del tipo de cambio y ayudar a que los ajustes ocurrieran de manera adecuada. Así, considerando las fuerzas opuestas que se observaban sobre la inflación y la necesidad de mantener coherencia entre la intervención cambiaria y el grado de expansividad monetaria, el Consejo mantuvo la TPM en 1,75% tras los eventos de octubre.

Gráfico V.12

Proyecciones de inflación en cada IPoM
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Entre diciembre del 2019 y febrero del 2020, la actividad recuperó sus niveles más rápido que lo previsto, en un contexto en que los episodios de violencia bajaron significativamente en intensidad. Sin embargo, en los últimos días del 2019 y las primeras dos semanas del 2020, surgió en la discusión la aparición del Covid-19 en China. En un comienzo, las preocupaciones se concentraron en su impacto sobre el comercio mundial. Sin embargo, los temores se incrementaron a medida que el virus se fue expandiendo a otros continentes y se constató que la capacidad hospitalaria llegaba a sus límites en algunos países europeos. Los mercados financieros reaccionaron con fuerza y la volatilidad subió a niveles históricos. Muchos países comenzaron a decretar el cierre de actividades y el confinamiento de sus ciudades para detener el contagio del Covid-19. Las autoridades a nivel global comenzaron a incrementar los impulsos fiscales y monetarios fuertemente, adoptando además una serie de medidas inéditas tendientes a proteger a empresas solventes de una crisis que no tenía comparación en la historia reciente. Si bien al cabo de algunas semanas este conjunto de medidas logró calmar a los mercados, las proyecciones económicas comenzaron a anticipar la mayor recesión en décadas.

En Chile, el primer contagio del virus se localizó a comienzos de marzo, y ya para mediados de ese mes el país entró a la fase 4 de la pandemia y se decretaron una serie de medidas sanitarias que limitaron el desarrollo habitual de las actividades económicas. Entre las principales, el cierre de

fronteras, la suspensión de clases y de todas las actividades intensivas en interacción personal. Hacia fines de marzo se decretó el comienzo de las cuarentenas en varias comunas. El IPoM de marzo recogió estos deterioros, reduciendo en torno a 3pp el rango de crecimiento del PIB para el 2020. Con el paso de las semanas, el crecimiento de los contagios se fue extendiendo temporal y territorialmente, lo mismo que las medidas más estrictas. El momento más álgido de la pandemia se registró durante la primera quincena de junio, cuando la tasa de positividad de los exámenes superó 33%. En junio y julio, más de 50% de la población estuvo sujeta a cuarentenas. La mayor duración de estas cuarentenas y la evidencia preliminar de sus efectos en la actividad, llevaron a que el IPoM de junio se diera una nueva rebaja significativa de la proyección de actividad y demanda para el 2020. El escenario de proyección de este IPoM prevé una contracción del PIB de Chile de entre 4,5 y 5,5%. Ello, en un contexto en que el grueso de las economías del mundo tendrá una recesión este año, previéndose una contracción global del orden de 4,6% (tablas V.1 y V.2).

Por el lado del gasto, en el IPoM de marzo, las proyecciones incorporaron una contracción del consumo para el 2020, estimación que se amplió en junio. En este IPoM, las previsiones se mantienen en -4,2%. Ello considera efectos que se contrarrestan. Por un lado, la extensión de las cuarentenas fue mayor respecto de lo contemplado en junio, pero por otro lado, está el efecto de las medidas de apoyo a los ingresos, incluyendo el retiro de parte de los ahorros previsionales.

Tabla V.2

Escenario internacional 2020

	Sep. 19	Dic. 19	Mar. 20	Jun. 20	Sep. 20
	(variación anual, porcentaje)				
PIB socios comerciales (*)	2,9	2,8	-0,1	-3,6	-3,5
PIB mundial PPC (*)	2,9	2,8	-0,2	-4,5	-4,6
	(nivel)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	260	270	215	250	270
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	53	56	32	38	40
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	57	60	35	41	43

(*) Para un detalle de su definición ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este drástico cambio del panorama de actividad y demanda redujo las presiones inflacionarias de manera relevante. El Consejo decidió, en una reunión extraordinaria el 16 de marzo, reducir la TPM a 1% y adoptar medidas adicionales orientadas al buen funcionamiento del mercado financiero. A fines de ese mes volvió a recortar la TPM, ubicándola en 0,5%, su mínimo técnico, y comunicó que la política monetaria se mantendría expansiva durante gran parte del horizonte de

política monetaria. Dentro de las medidas de política monetaria no convencionales destacan las dos etapas de una Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento del Crédito (FCIC1 y 2), la Línea de Crédito de Liquidez (LCL) y un programa de compra de bonos bancarios. Estas medidas, en su conjunto, podrían inyectar recursos por cerca de US\$50 mil millones, 17,7% del PIB^{1/}.

La suma de la liquidez provista por el Banco, las garantías estatales, diversos ajustes regulatorios y la adecuada solvencia de la banca, ha contribuido a que las colocaciones comerciales hayan roto su habitual relación con el ciclo económico. Entre febrero y julio del 2020, el crecimiento del crédito pasó de 6,5% real anual a cerca de 12%. Los antecedentes disponibles muestran que un gran número de empresas, cuyas ventas han sido más afectadas por la pandemia, han accedido a estos recursos, apoyando su continuidad operacional y ayudando a mitigar la caída de la inversión (Recuadro II.2). El conjunto de medidas también ha permitido una reducción importante de las tasas de largo plazo y mejores condiciones de financiamiento en el mercado de bonos corporativos y bancarios.

El escenario de proyección de este IPoM considera que la economía tardará varios trimestres más en recuperarse de los impactos negativos de la pandemia y los episodios de violencia de fines del 2019. De hecho, solo en el curso del 2022 la actividad volverá a los niveles que mostraba en septiembre del 2019. Los *shocks* que han afectado a la economía también redundan en una reducción de la proyección del crecimiento del PIB potencial a -1,2 y 0,2% en el 2020 y 2021, respectivamente (en torno a 3,4% para ambos años en septiembre del 2019). Ello considera que al recorte de las perspectivas de inversión tras los eventos a fines de 2019, se suma la caída de la productividad y sub-utilización de recursos debido a las restricciones de oferta de las medidas de contención sanitaria. Sin embargo, el tamaño de las brechas de actividad sigue siendo amplio y se espera seguirá abierta hasta el 2022. El Consejo se compromete a mantener un elevado impulso monetario por un largo tiempo e incrementarlo si ello es necesario para el logro de los objetivos de control inflacionario, así como tomar las medidas necesarias para preservar la estabilidad financiera.

^{1/} Más antecedentes sobre las medidas adoptadas en el Anexo C del IPoM y en <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/medidas-excepcionales>