

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2020



**INFORME  
DE POLÍTICA MONETARIA  
Diciembre 2020**



# CONTENIDO\*/

PREFACIO	4
RESUMEN	5
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	10
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	12
II. CONDICIONES FINANCIERAS	21
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	26
IV. PRECIOS Y COSTOS	34
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	41
GLOSARIO	49
RECUADROS	
Vacunas, rebrotes e impacto esperado en la actividad	16
Recuperación del comercio mundial	19
Evolución de los ingresos de hogares, medidas de apoyo e implicancias para el consumo	31
Dinámica inflacionaria, <i>shocks</i> de demanda y el rol de los factores de oferta	38

---

\*/ El cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 2 de diciembre de 2020, excepto en los casos que se indica en el informe. Además, el informe considera la decisión de política monetaria del 7 de diciembre.

# PREFACIO

El Banco Central de Chile (BCCh) conduce su política monetaria sobre la base de un esquema de metas de inflación y de flotación cambiaria. Este esquema incorpora el compromiso de utilizar los instrumentos para que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM se publica cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, la actividad y la demanda agregada, y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se presentan las consideraciones detrás de la estrategia de política monetaria para los próximos y se describe cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria ante determinadas modificaciones al escenario base. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 7 de diciembre de 2020 para publicarse el 9 de diciembre de 2020.

**El Consejo**

# RESUMEN

El escenario económico local e internacional sigue determinado por la evolución de la movilidad de las personas y su relación con la pandemia. En Chile, pese a que los contagios han disminuido y la movilidad ha aumentado respecto de mediados de año, las mejoras de la actividad han sido más lentas que lo previsto en septiembre. Esto ha resultado especialmente relevante para los sectores más afectados por el distanciamiento social, como la construcción y buena parte de los servicios. El retiro de ahorros previsionales ha generado aumentos transitorios en el consumo, especialmente de bienes importados, que han impactado positivamente en sectores como el comercio, pero también han presionado los precios de los productos más demandados. La inversión, más allá de la reactivación de proyectos públicos y privados, se está viendo afectada por la situación financiera de las empresas y la persistente incertidumbre. El mercado laboral ha mostrado alguna recuperación, con un aumento del empleo respecto de mediados de año. El recién anunciado retroceso de la Región Metropolitana a la etapa 2 del plan "paso a paso" puede retrasar en algo el proceso de recuperación de la economía, pero también puede reducir el riesgo de acciones más drásticas a futuro. En lo venidero, el escenario central prevé que la economía seguirá mejorando, que las restricciones a la movilidad no retornarán a niveles como los de mediados del 2020 y que continuará el impulso fiscal y monetario. Aun así, el desgaste generado por la profunda caída de la actividad, y el necesario uso de las holguras públicas y privadas para superar la emergencia, incrementa la vulnerabilidad a escenarios de riesgo y plantea desafíos significativos para recuperar tasas de crecimiento cercanas a la tendencial.

La actividad global ha seguido recuperándose del *shock* causado por la pandemia, en un contexto en que la movilidad ha aumentado y continúa el combate contra la enfermedad. Luego de caer ante los rebrotes de los contagios en EE.UU. y Europa, los mercados financieros internacionales han tenido una importante recuperación, reaccionando a las noticias sobre el desarrollo de vacunas. Las cifras de actividad, empleo e ingresos superaron las expectativas en un número importante de países, aunque continúan viéndose grandes diferencias entre sectores, contrastando el comercio de bienes transables con el de servicios. China ha liderado la recuperación, con varios indicadores que ya igualan o superan sus niveles previos a la pandemia. Esto ha contribuido al dinamismo del comercio internacional de bienes, que ha sido más resiliente de lo esperado

(Recuadro I.2) y ha afectado positivamente a variables como el precio del cobre, consolidándolo por sobre los US\$3 la libra. Aun cuando lo peor de la crisis económica vaya quedando atrás y la realidad de una vacuna tome forma, el apoyo fiscal y monetario seguirá siendo necesario para asegurar un desenlace menos gravoso para el sistema productivo y sectores amplios de la población.

Chile ha seguido las tendencias globales en cuanto a la evolución de la movilidad y el desempeño de la economía. Respecto de mediados de año, una fracción significativa del país salió de las etapas de mayor confinamiento, dando paso a un aumento de la movilidad y la reapertura de varias actividades económicas. Sin embargo, las restricciones sanitarias que aún persisten hacen que sectores como los servicios y la construcción continúen muy afectados, retrasando la recuperación. En contraste, la industria manufacturera ya alcanzó sus niveles de actividad previos a la pandemia y el comercio incluso los superó. Este último ha estado fuertemente impulsado por el retiro de ahorros previsionales, con ventas que registraron máximos históricos en líneas como el equipamiento para el hogar, vestuario y calzado y materiales de construcción. Entre las regiones del país también hay diferencias, principalmente por la temporalidad de las cuarentenas.

El fuerte impulso al consumo de bienes durables llevó a que se redujeran de modo importante los inventarios en algunas líneas de productos, presionando sus precios. Esto, en un contexto en que las importaciones han tenido significativas caídas a lo largo del 2020. En el [Informe de Percepciones de Negocios de noviembre](#), las empresas informaron de dificultades para abastecer la mayor demanda, en parte por los menores inventarios previstos para este año, algunas restricciones logísticas y la incertidumbre para programar sus órdenes de compra e importaciones y/o anticipar mayores ventas. Todo esto ayudó a explicar las variaciones mensuales elevadas y sorpresivas que registró el IPC en septiembre y octubre, que fueron parcialmente compensadas en noviembre (Recuadro IV.1). El escenario central considera que, en lo inmediato, el consumo seguirá impulsado por el retiro de ahorros previsionales, aunque el impacto del segundo retiro se estima menor al del primero. En parte, esto responde a que la caída de ingresos provocada por la pandemia ya habría sido más que compensada por las medidas previas, y porque los recursos que podrían retirarse se concentran en los quintiles de ingresos más altos —que tienen menos incentivos a utilizarlos para consumo (Recuadro III.1). Combinando el efecto de la recuperación de los ingresos del trabajo, las transferencias gubernamentales y el retiro de ahorros previsionales, el consumo privado aumentará en torno a 11% el 2021, después de retroceder cerca de 7% en el 2020.

La mayor movilidad y la disparidad sectorial de la recuperación económica también se ha reflejado en el mercado laboral. Los últimos datos muestran que se ha recuperado cerca de un tercio de los puestos de trabajo perdidos durante la pandemia. El aumento del empleo ha sido más lento en los servicios, más intensivos en trabajo. Destaca que el

## SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

	Prom. 10-19	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	1,3	6,8	2,3	-2,4
PIB socios comerciales (*)	3,8	-2,7	5,5	4,2
PIB mundial PPC (*)	3,7	-4,0	5,4	4,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,1	-4,1	4,9	4,3
PIB desarrolladas PPC (*)	1,9	-5,4	4,1	4,2
PIB emergentes PPC (*)	5,0	-3,0	6,3	4,6
Precios externos (en US\$)	0,6	-1,6	5,2	2,2
	(niveles)			
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	306	280	320	310
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	39	45	47
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	42	48	51
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	610	331	361	405
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	0,5	0,3	0,3

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

incremento del empleo ha beneficiado significativamente menos a las mujeres. De hecho, en el último año, la tasa de participación femenina ha caído cerca de 9 puntos porcentuales, citando las mujeres como causal principal las responsabilidades familiares.

La inversión ha tenido una leve mejoría en lo más reciente, favorecida por la gradual reanudación de obras y faenas, aunque permanece más rezagada que lo anticipado. Tras caer 13% este año, para el 2021 se proyecta que la formación bruta de capital fijo aumente 7,3%. Esta proyección se encuentra sujeta a grados de incertidumbre más elevados que lo usual. Las encuestas de perspectivas, catastros, la evolución del precio del cobre y de los activos financieros dan cuenta de antecedentes mixtos. Además, la situación financiera de las empresas, afectada por caídas de utilidades y mayor endeudamiento, podría limitar la capacidad de emprender nuevos proyectos. Se suma el aún elevado nivel de incertidumbre sobre la evolución de la situación sanitaria, el ritmo de crecimiento y su composición, así como los temores por la reaparición de episodios de violencia como los de fines del 2019.

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

La actividad continuará una gradual senda de recuperación en los próximos trimestres, y se sigue proyectando que solo hacia el 2022 retornará a los niveles de septiembre del 2019. Esto considera que la evolución de la pandemia permitirá mantener niveles de movilidad mayores a los de mediados del 2020, y que durante el 2021 se avanzará en el proceso de vacunación, acorde con lo señalado por el Gobierno. El retiro de ahorros previsionales tendrá un efecto relevante en el consumo y las actividades ligadas al comercio el próximo año. El estímulo fiscal seguirá siendo positivo, acorde con el presupuesto aprobado. La economía recibirá un impulso externo algo mayor a lo previsto, con socios comerciales que en promedio crecerán 4,9% en el 2021-2022, y un precio del cobre que promediará US\$3,15 la libra en ese lapso. Con esto, se proyecta que tras caer entre 6,25 y 5,75% este año, la economía chilena crecerá entre 5,5 y 6,5% el 2021 y entre 3 y 4% el 2022.

El impulso al consumo de bienes transables por el retiro de ahorros previsionales provocó el alza de algunos precios en los últimos meses, llevando la inflación por sobre lo esperado. Sin embargo, estos aumentos de precios difícilmente repercutirán sobre la inflación a mediano plazo, dada la amplia brecha de actividad abierta por la pandemia. En efecto,

## CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	-6,25/-5,75	5,5- 6,5	3,0-4,0
Ingreso nacional	-4,8	7,0	3,0
Demanda interna	-9,1	9,4	2,9
Demanda interna (sin var. de	-7,8	9,6	2,5
Formación bruta de capital fijo	-13,0	7,3	5,1
Consumo total	-6,3	10,3	1,8
Exportaciones de bienes y	-1,7	4,3	4,8
Importaciones de bienes y	-12,6	16,0	3,4
Cuenta corriente (% PIB)	0,9	-1,5	-1,8
Ahorro Nac. Bruto (% PIB)	19,7	17,0	17,6
Inversión Nac. Bruta (% PIB)	18,9	18,5	19,4
FBCF (% PIB nominal)	20,5	20,6	21,2
FBCF (% PIB real)	20,2	20,4	20,8
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	2.200	-4.400	-5.500
Balanza comercial	16.500	12.300	11.800
Exportaciones	71.100	80.200	83.200
Importaciones	54.600	67.900	71.400
Servicios	-4.700	-5.500	-6.300
Renta	-10.700	-12.600	-12.500
Transferencias corrientes	1.100	1.400	1.500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**INFLACIÓN (1)**

	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
IPC promedio	2,3	3,0	2,8	2,8
IPC diciembre	3,0	2,8	2,6	3,0
IPC en tomo a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	2,3	2,7	3,2	2,8
IPC subyacente diciembre	2,6	3,2	2,7	3,0
IPC subyacente en tomo a 2 años (2)				3,0

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2022.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

la devolución en noviembre de varios de los incrementos de meses previos confirma el carácter volátil y transitorio de estas sorpresas. Se anticipa que la inflación anual fluctuará en torno a 3% por varios trimestres, consolidándose su convergencia a la meta durante el 2022. Este escenario asume que la reposición de stocks eventualmente normalizará la oferta de bienes y que la gradual reapertura de la economía aumentará la oferta de servicios.

El Consejo reitera que mantendrá un elevado impulso monetario por un período prolongado de tiempo, de modo de asegurar la consolidación de la recuperación económica y el cumplimiento de sus objetivos. En particular, prevé que la TPM seguirá en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años. Las medidas no convencionales continuarán en aplicación. Esto considera que el stock total de bonos bancarios adquiridos en virtud de distintos programas — alrededor de US\$8 mil millones— se mantendrá por los próximos seis meses, reinvertiendo los cupones que vayan venciendo. Esto excluye las compras realizadas bajo el programa CC-VP. En relación con la FCIC, el Consejo decidió no introducir cambios en el total de recursos disponibles y las condiciones para su utilización. No obstante, evaluará su posible extensión y cambios en los parámetros de acceso que faciliten su uso para responder a las necesidades de la economía en esta etapa.

El escenario macroeconómico sigue mostrando más incertidumbre que lo usual, con proyecciones muy condicionadas a la evolución de la pandemia y a sus efectos en los ingresos de empresas y personas. El riesgo de un aumento significativo de los contagios sigue plenamente vigente, y podría tener efectos económicos relevantes si se deben reimponer medidas sanitarias más restrictivas. De concretarse un escenario como este, sería necesario evaluar acciones que aumenten el impulso monetario. A mediano plazo, sin embargo, la severidad de este escenario es menor dados los avances en el desarrollo de vacunas (Recuadro I.1). De hecho, si el proceso de vacunación se adelanta, la inmunidad de grupo podría alcanzarse más pronto en el país, lo que permitiría eliminar algunas restricciones de oferta, con lo que las expectativas y la demanda tendrían una recuperación más rápida y robusta. En la medida que el factor dominante en estos escenarios sea la recuperación de la oferta, es posible que la trayectoria de política monetaria no se vea mayormente alterada respecto del escenario central. Por otro lado, si se da un escenario en que la debilidad de la inversión es más persistente de lo anticipado, ya sea por los factores de incertidumbre y/o por las secuelas de la pandemia, la menor demanda podría reducir las presiones de mediano plazo sobre la inflación. Esto daría lugar a una TPM que se mantendría en su mínimo técnico por más tiempo, incluyendo la posibilidad de profundizar el uso de medidas no convencionales.

Aunque los riesgos sanitarios parecen más equilibrados, en particular en el mediano plazo, las secuelas de la crisis sugieren un panorama económico con riesgos balanceados para la inflación, pero sesgados a la

baja para la actividad. La economía transita por un proceso de recuperación que enfrenta tanto los desafíos de la evolución de la pandemia como de la situación política tras la crisis social iniciada hace poco más de un año. El escenario central asume que esta última seguirá la vía institucional aprobada por el Congreso. Debe considerarse que el Gobierno, las empresas, los hogares y las instituciones financieras han sobrellevado las presiones de los últimos quince meses usando extensamente las holguras acumuladas en años anteriores, lo que ha deteriorado su posición patrimonial. Esto, como se ha señalado en Informes previos, aumenta la vulnerabilidad ante la materialización de escenarios negativos, los que podrían comprometer de forma significativa la recuperación de la economía y tener consecuencias severas sobre el bienestar de las familias y la viabilidad de muchas empresas. La política monetaria seguirá apoyando la recuperación económica con condiciones financieras adecuadas para hogares y empresas, manteniendo la inflación bajo control y preservando la estabilidad financiera.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

## Reunión de septiembre

Para el IPoM de septiembre, el escenario macroeconómico seguía determinado por el desarrollo del Covid-19 y las medidas de contención necesarias para proteger la salud de la población. Tras una aguda caída inicial, la economía chilena daba signos de estabilización, apoyada por una mejor respuesta sanitaria, una adaptación más rápida a las nuevas condiciones de funcionamiento de varias actividades y el impulso de las diversas medidas adoptadas. Sin embargo, el *shock* provocado por la pandemia era muy significativo y un elevado número de personas y empresas había visto afectada su fuente de ingresos.

Si bien la actividad había repuntado en sectores especialmente golpeados, como el comercio, otros, como la construcción, seguían muy afectados por la extensión territorial y temporal de las cuarentenas. La contracción de la actividad y del empleo era particularmente aguda en rubros intensivos en interacción social, afectando directamente los ingresos de las personas que se desempeñaban en ellos. Por el lado de la demanda agregada, el consumo y la inversión se habían deprimido ante la pérdida de ingresos, las limitaciones a la interacción social y la alta incertidumbre.

No obstante, las perspectivas para el consumo habían mejorado gracias a una serie de medidas de apoyo desplegadas en el tercer trimestre. Destacaba la aprobación del retiro de una parte de los ahorros previsionales que se estimaba involucraría recursos del orden de 6% del PIB, de los que cerca de la mitad se destinaría a consumo. De todos modos, el impacto de esta medida estaba limitado por su carácter transitorio y por la importancia de los bienes importados en la composición de la mayor demanda. El Banco Central, otros reguladores y las AFP habían implementado una serie de medidas y una estrategia de gestión de cartera que había mitigado los impactos sobre los mercados locales del retiro parcial de fondos previsionales.

Considerando el desempeño de la economía en el segundo trimestre, el levantamiento gradual de las medidas sanitarias más estrictas y el impulso temporal de las políticas de apoyo a

los ingresos, en el escenario de proyección se acotaba la contracción económica prevista para el 2020, estimándose una caída del PIB de entre 4,5 y 5,5%. Este rango seguía siendo más amplio que lo habitual, reflejo de la mayor incertidumbre en torno a los efectos de la pandemia. Hacia el 2021 y el 2022, el PIB crecería entre 4 y 5%, y entre 3 y 4%, respectivamente. Estas tasas de expansión eran coherentes con un escenario sanitario que permitía el avance paulatino del desconfinamiento, donde los sectores económicos continuaban adaptando sus operaciones para desarrollar sus actividades y donde el crédito seguiría fluyendo para apoyar el proceso de recuperación. Las proyecciones también suponían un encauzamiento institucional de la crisis social evidenciada a fines del 2019.

La inflación convergería a 3% hacia el 2022, con un nivel que, en el corto plazo, no bajaría de 2% anual. La medida subyacente se mantendría sobre 2,5% en el corto plazo, para converger gradualmente a 3%, también durante el 2022.

En este contexto, en la Reunión de Política Monetaria de septiembre el Consejo mantuvo la tasa de interés de política monetaria (TPM) en 0,50% y determinó mantener las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito. Asimismo, reiteró que mantendría un elevado impulso monetario por un período prolongado de tiempo, de modo de asegurar el cumplimiento de sus objetivos. En particular, previó que la TPM seguiría en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años y mantendría las medidas no convencionales vigentes. En particular, continuaría con el programa de compra de activos definido en junio, reactivando su componente de bonos bancarios a precios de mercado. Además, en caso de que la evolución de la economía así lo requiriera, seguiría evaluando opciones para adecuar dicho impulso y apoyar la estabilidad financiera.

## Reunión de octubre

Para esa Reunión, los indicadores coyunturales del escenario externo daban cuenta de una cierta moderación de la velocidad de recuperación de la actividad, especialmente en las economías desarrolladas. Ello, en un contexto en que el rebrote de contagios del Covid-19 había obligado a aplicar medidas intermedias de contención, con una menor incidencia de casos graves en esos países. En el mundo emergente, destacaba el dinamismo de los indicadores de actividad y demanda de China, lo que había permitido que el precio del cobre permaneciera en torno a US\$3 la libra. En América Latina, en cambio, el proceso de recuperación iba comparativamente más rezagado, pero la situación entre países en materia tanto epidemiológica como económica y social era diversa, lo que reflejaba también la distinta intensidad en las respuestas de política.

En este contexto, los mercados financieros habían mostrado mayor volatilidad, en la que incidía no solo la situación sanitaria, sino también los eventos en el ámbito político y económico global. Respecto de la última Reunión, se observaban leves bajas de las bolsas, una depreciación de las monedas frente al dólar y bajas acotadas de los premios por riesgo. En el mercado chileno destacaban el aumento de las tasas de interés de largo plazo, el descenso de la bolsa y la depreciación del peso.

En materia de actividad, el Imacec de agosto había reportado una caída de 11,3% anual. Si bien esta caída era mayor que la esperada por el mercado, implicaba una mayor velocidad respecto del mes anterior: 2,8% en términos desestacionalizados. Además de la minería, sectores como los servicios y la construcción seguían con variaciones anuales marcadamente negativas. En contraste, el comercio había continuado experimentando una mejora importante, alcanzando las primeras cifras positivas en la comparación anual desde febrero. Información cualitativa recopilada en las entrevistas realizadas en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), daba cuenta de que el panorama para la actividad estaba fuertemente asociado a la temporalidad del ciclo de la pandemia y los entrevistados seguían señalando un alto nivel de incertidumbre.

El mercado laboral había continuado mostrando signos de estabilización, con una leve recuperación de la ocupación y las horas trabajadas en el trimestre móvil terminado en agosto. Tanto el índice de avisos laborales de internet del Banco Central como las expectativas de contratación se habían recuperado parcialmente, lo que, en conjunto con el avance del

proceso de desconfinamiento y las medidas gubernamentales de subsidio al empleo, hacían prever mejoras adicionales en esta materia en los meses venideros. En este contexto, las expectativas de empresas y consumidores habían seguido recuperándose, aunque persistían en terreno pesimista.

Aunque la tasa de crecimiento anual del crédito comercial se mantenía por sobre las observadas a principios de año —fruto del fuerte impulso de los estímulos implementados—, su dinamismo se había reducido. La variación anual de las colocaciones de consumo seguía contrayéndose y el de las hipotecarias se estabilizaba en el margen. La Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre nuevamente había dado cuenta de condiciones de oferta más restrictivas para todos los tipos de préstamos. Además, la información cualitativa recopilada en el marco del IPN indicaba una menor demanda por nuevos créditos por parte de las empresas. Ello, ya fuera porque ya habían logrado acceder a uno, su situación financiera había mejorado o no querían aumentar su endeudamiento ante la incertidumbre percibida.

Entre agosto y septiembre, la inflación total había subido a 3,1% anual y su componente subyacente a 2,9%. Este incremento se explicaba principalmente por los precios de los bienes y alimentos en septiembre, que había llevado la variación mensual del IPC a 0,6%. Esta evolución se condecía, principalmente, con el impulso transitorio al consumo de bienes vinculado al retiro parcial de ahorros previsionales y a algunas restricciones de oferta en el corto plazo para abastecer esa demanda.

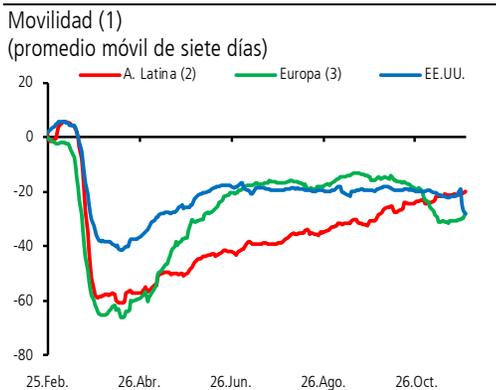
Todos los Consejeros concordaron en que, si bien la economía global y local había evolucionado en línea con lo previsto en IPoM de septiembre, el conjunto de riesgos continuaba siendo importante y sus implicancias eran, en general, negativas. Así, el contexto macroeconómico causado por la pandemia no permitía sino reforzar el mensaje de que la política monetaria seguiría siendo altamente expansiva por un período prolongado de tiempo. Esto implicaba mantener la TPM en su mínimo técnico por varios trimestres y la vigencia de las medidas no convencionales. Los Consejeros concordaron en que hacia el mediano plazo sería fundamental mantenerse alertos a eventos que pudieran generar inestabilidad en los mercados financieros, reaccionando con eficacia y oportunidad.

En este escenario, el Consejo decidió por unanimidad mantener la TPM en 0,5%, señalando que permanecería en este nivel por un período prolongado. Asimismo, acordó mantener las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y al crédito.

# I. ESCENARIO INTERNACIONAL

*Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años y describe el escenario externo considerado más probable, así como los principales riesgos.*

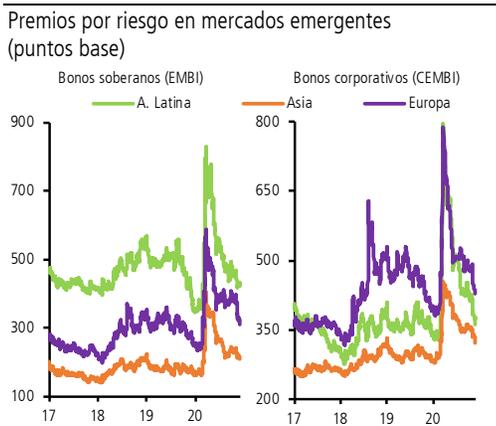
**Gráfico I.1**



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

La actividad global ha seguido recuperándose del *shock* causado por la pandemia del Covid-19, en un contexto en que la movilidad ha aumentado y continúa el combate contra la enfermedad. Los datos de actividad, empleo e ingreso superaron las expectativas en un número importante de economías, pero el proceso de recuperación es heterogéneo entre países y sectores económicos, y está expuesto a los desarrollos de los rebotes observados en EE.UU. y parte de Europa. China muestra una sostenida y generalizada mejora, lo que ha ido permeando hacia otras economías a través del repunte del comercio internacional de bienes. Esto también ha favorecido al precio de las materias primas, en particular del cobre, lo que, sumado al mayor crecimiento de los socios comerciales, augura un impulso externo algo mayor para la economía chilena respecto de lo previsto. Los mercados financieros internacionales han exhibido una recuperación importante en el último mes y las condiciones financieras para las economías emergentes siguen siendo favorables, en medio del elevado impulso monetario existente. Las perspectivas para la actividad mundial continuarán determinadas por la evolución de la pandemia, contraponiéndose los rebotes y el desarrollo de vacunas.

**Gráfico I.2**

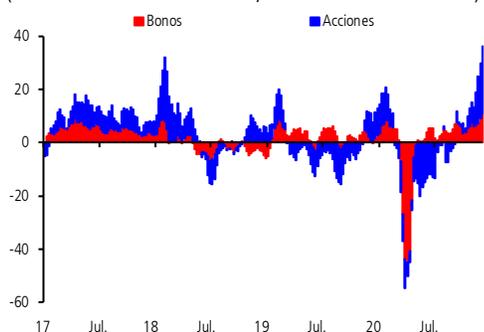


Fuente: Bloomberg.

El Covid-19 sigue presente a nivel global, aunque los índices de movilidad se han recuperado respecto de los mínimos de las primeras etapas de la pandemia. Ante el surgimiento de rebotes importantes en EE.UU. y en parte de Europa, se han reinstaurado medidas más restrictivas. Eso sí, estas han sido menos severas, más focalizadas —principalmente hacia sectores de servicios que requieren contacto social más directo— y se han aplicado con mayor gradualidad que las adoptadas para enfrentar la primera ola. En parte, esto responde a la mejor preparación de los sistemas de salud y a las mayores capacidades de testeo y rastreo. Así, la disminución de la movilidad ha sido moderada, lo que, sumado a la adaptación de empresas y hogares, provocaría una ralentización bastante menos profunda de la actividad (gráfico I.1). Por otra parte, en las últimas semanas se han conocido progresos importantes en las vacunas contra la enfermedad, con varias en etapas avanzadas de desarrollo y un alto grado de

**Gráfico I.3**

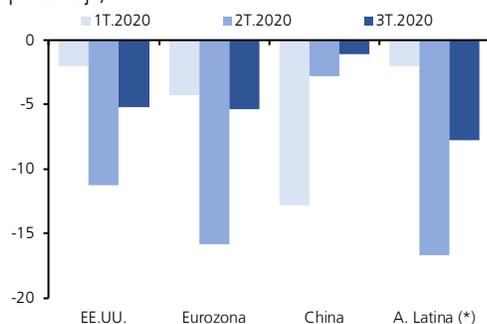
Flujos netos de capitales a economías emergentes  
(miles de millones de dólares, cuatro semanas móviles)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

**Gráfico I.4**

PIB economías seleccionadas  
(variación anual, desviación respecto del 4T.2019, porcentaje)

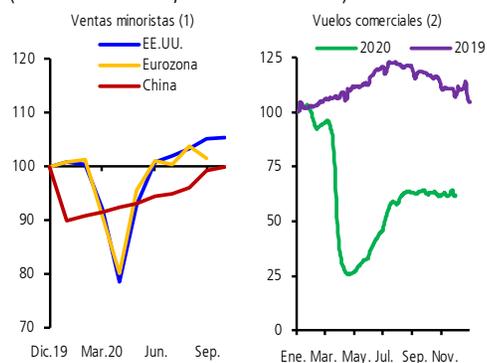


(\*) Promedio ponderado a PPC entre Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú según cifras del World Economic Outlook (WEO, Octubre 2020). Para Argentina, cifra del 3T.2020 corresponde al promedio de las variaciones anuales del EMAE entre julio, agosto y septiembre. Para Brasil, incluye PIB del tercer trimestre publicado el 03/12/2020.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

**Gráfico I.5**

Indicadores de comercio y servicios  
(índice dic.19=100; índice 01/01=100)



(1) Series mensuales desestacionalizadas.

(2) Promedio móvil de siete días.

Fuentes: Bloomberg y Flightradar24.

efectividad y, posiblemente, con una pronta aprobación sanitaria para su uso masivo en la población que impactarían más notoriamente en la actividad mundial a partir de la segunda mitad de 2021 (Recuadro I.1). Los mercados financieros han reaccionado positivamente a estos desarrollos, con un aumento del apetito por riesgo que ha impulsado el repunte global de los mercados bursátiles y el precio de las materias primas. En economías emergentes, se suma la reducción de los premios por riesgo, la entrada de flujos de capitales y la apreciación de monedas respecto del dólar (gráficos I.2 y I.3). Las tasas de interés de largo plazo mostraron variaciones mixtas y persistieron en torno a sus niveles mínimos históricos. Aun así, la incertidumbre en los ámbitos sanitario y económico sigue imprimiendo cierta volatilidad.

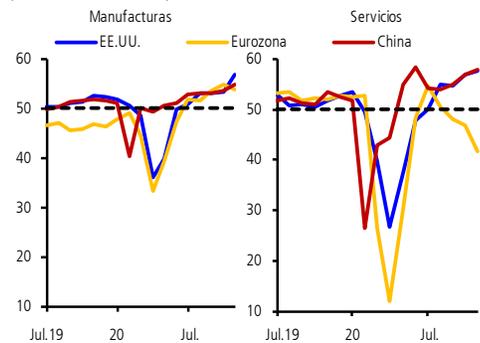
En este contexto, la economía mundial ha seguido recuperándose, con indicadores de actividad y demanda del tercer trimestre que dieron cuenta de un repunte importante y de sorpresas positivas en varias economías (gráfico I.4). En todo caso, la velocidad de la recuperación ha sido diferente entre sectores y países. El buen desempeño del comercio —las ventas minoristas superaron sus niveles prepandemia en varias economías— contrasta con los servicios que requieren mayor interacción personal, que permanecen en niveles aún muy por debajo de los de principios de año (gráfico I.5). En estos últimos rubros, de hecho, las perspectivas de corto plazo se han deteriorado en Europa, a medida que se fueron reinstaurando restricciones sanitarias que los afectan en mayor grado (gráfico I.6). El mercado laboral ha seguido repuntando, con cifras de empleo e ingresos que sorprendieron al alza, sin embargo, aún quedan holguras por cerrar.

China ha liderado la recuperación de la actividad, manifestándose de forma más generalizada en su economía —en componentes como la inversión, el consumo y el comercio exterior—, lo que ha ido permeando hacia otras economías, especialmente de Asia (gráfico I.7). Varios de sus indicadores de actividad y demanda igualaron o superaron los niveles prepandemia. La inversión ha sido el principal motor del repunte, especialmente la ligada a infraestructura pública, lo que se ha reflejado en la producción industrial, las perspectivas empresariales y las importaciones, en particular de acero. El mercado laboral también ha ido recuperándose, entregando un impulso adicional al consumo y mejorando sus perspectivas. El sector externo también ha contribuido a la recuperación con mayor demanda por bienes, como productos de salud y electrónicos.

El comercio de bienes se ha recuperado más rápido que en la crisis financiera global (2008-2009), mientras que el de servicios ha tenido un repunte más lento. Esto ha favorecido especialmente a los países cuya canasta exportadora contiene mayor participación de bienes de consumo y de materias primas, como los asiáticos y emergentes de Europa y Latinoamérica (gráfico I.8). Ello también se ha ido manifestando en la producción industrial de bienes durables y de

**Gráfico I.6**

PMI (\*)  
(índice de difusión)

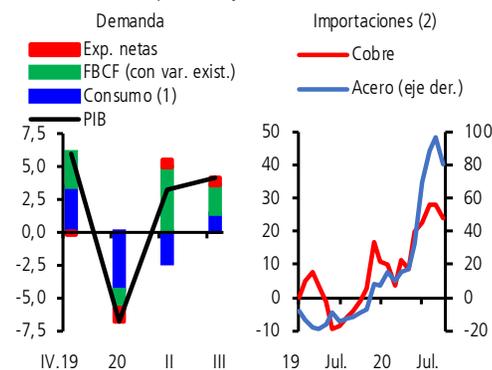


(\*) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo).

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.7**

China: demanda e importaciones  
(variación anual, porcentaje)



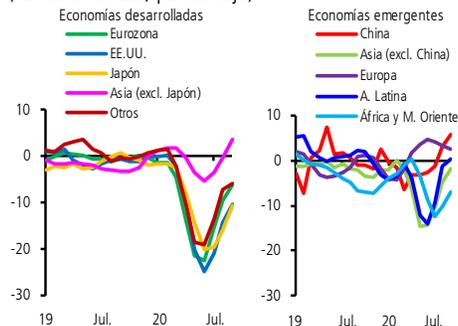
(1) Incluye consumo de Gobierno.

(2) Promedio móvil de tres meses.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.8**

Exportaciones reales de bienes (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Promedio móvil de tres meses.

Fuente: CPB World Trade Monitor.

consumo, apoyando su recuperación. Entre los factores que explicarían estas dinámicas se encuentran: (i) el cambio en las preferencias de las personas, privilegiando el consumo de bienes; (ii) las políticas de apoyo a los ingresos; (iii) las restricciones sanitarias a la oferta de algunos servicios; (iv) la recuperación de la inversión en China y su impulso al comercio de materias primas; y (v) el rol del importante estímulo monetario (Recuadro I.2). Esto concuerda con la reducción de la contracción del comercio mundial de bienes esperada por la [OMC](#) para este año.

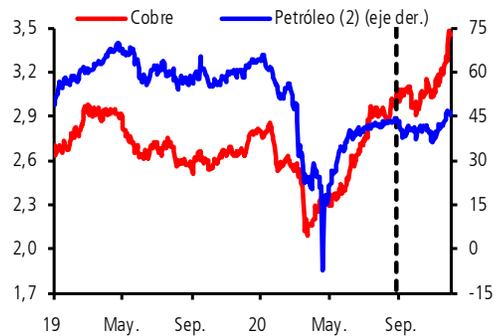
El precio de la mayoría de las materias primas ha ido mejorando junto con el repunte de la actividad y del comercio mundial. El precio del cobre superó los US\$3 la libra y se proyectan mayores niveles para los próximos dos años: US\$3,15 la libra para el promedio 2021-2022 (US\$2,85 en septiembre). El precio del petróleo se ha acoplado a esta tendencia más recientemente, gracias a las mejores perspectivas para el transporte de pasajeros tras conocerse las noticias positivas de las vacunas. De todas formas, su proceso de recuperación seguirá siendo más lento que el de otras materias primas, y su nivel previsto no será muy distinto de su valor actual. De este modo, al cierre estadístico el precio promedio del barril (Brent-WTI) se situaba en torno a US\$45 y las proyecciones siguen en torno a US\$48 para el bienio 2021-22 (gráfico I.9).

Las condiciones financieras para las economías emergentes siguen siendo expansivas, en medio del significativo impulso monetario existente. Esto ha permitido recurrir a un fuerte incremento del endeudamiento de los gobiernos y del sector corporativo, como mecanismo de ajuste a los impactos económicos de la pandemia, manteniendo en niveles bajos las tasas libres de riesgo y los *spreads* corporativos. Los bancos centrales de economías desarrolladas no han realizado mayores anuncios y mantuvieron el elevado impulso monetario. Recientemente, el crédito comercial se ha ido ralentizando en varias economías, en medio del incremento de los flujos de ingresos que ha permitido la mayor movilidad y de niveles de deuda corporativa más elevados (gráfico II.3).

La inflación ha tenido un comportamiento dispar entre países, observándose una mayor desaceleración en los desarrollados que en los emergentes. En los primeros, la inflación ha disminuido tanto por los menores precios de la energía como por los bajos registros subyacentes. Esto último responde a la menor demanda por servicios que han sido restringidos para contener el Covid-19, lo que ha alentado expectativas de mayor expansión monetaria. En los emergentes, la inflación subyacente ha permanecido más estable debido al impulso de la depreciación de sus monedas en el precio de los transables. Finalmente, la inflación de alimentos ha ido estabilizándose a nivel global tras los vaivenes que mostró una vez iniciada la pandemia, aunque en algunas economías emergentes

**Gráfico I.9**

Precios de materias primas (1)  
(dólares la libra; dólares el barril)

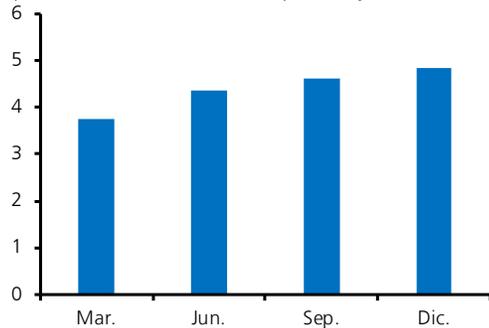


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. (2) Promedio simple entre el Brent y el WTI.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.10**

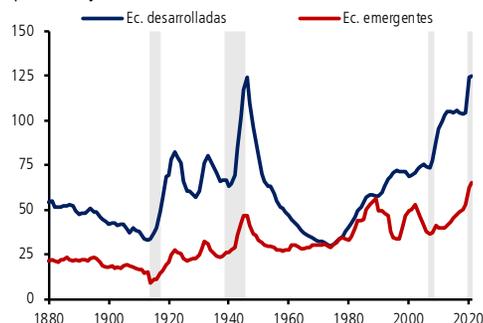
Proyección de crecimiento para socios comerciales en 2021-2022 en los últimos IPoM (promedio variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico I.11**

Deuda fiscal bruta (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) A poder de paridad de compra. De izquierda a derecha, áreas grises corresponden a: primera guerra mundial, segunda guerra mundial, crisis financiera global y crisis del Covid-19.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

volvió a subir. El precio internacional de la mayoría de los *commodities* alimenticios aumentó nuevamente, por restricciones de oferta derivadas de factores climáticos y por cierto repunte de la demanda.

Las perspectivas para el escenario externo de Chile son algo mejores. Esto responde, principalmente, a las mayores cifras efectivas de los socios comerciales, lo que se suma a un ritmo de recuperación que se prevé será similar al contemplado en septiembre. En parte, esto se explica por la mantención de los importantes estímulos monetarios y fiscales. Pese a que estos últimos se han reducido en algunas economías —notablemente en EE.UU., donde el Congreso aún no ha decidido el monto ni la temporalidad de un eventual segundo paquete de estímulos—, la magnitud de las transferencias en la primera parte del año, junto a la fuerte caída del consumo de servicios, ha implicado aumentos relevantes en el ahorro de los hogares en las principales economías. Ello aportaría al proceso de recuperación una vez que la aplicación masiva de la vacuna libere las restricciones sanitarias y revierta el comportamiento precautorio que ha inhibido la demanda por servicios. En conjunto, estos elementos explican la revisión al alza de la proyección para el crecimiento de los socios comerciales para este y el próximo año —hasta -2,7 y 5,5% anual en cada caso; -3,5 y 4,7% anual en septiembre, respectivamente. Para el 2022 se ajusta levemente a la baja hasta 4,2% anual (-0,3pp respecto de septiembre). Con ello, los socios comerciales promediarán un crecimiento mayor en el período 2021-2022 (gráfico I.10).

Los riesgos de escenarios más negativos en el frente externo se han ido aminorando debido a la experiencia acumulada en el manejo de la pandemia y a los avances en el desarrollo de las vacunas, alimentando, incluso, escenarios más favorables. En el ámbito sanitario, existe la posibilidad de que la inmunidad de grupo se materialice antes que lo previsto, lo que permitiría un control más rápido de la pandemia. Sin embargo, no es descartable que en el intertanto nuevas olas de contagios —o el recrudecimiento de las existentes— hagan necesario adoptar respuestas sanitarias más restrictivas que perjudiquen la recuperación de la economía mundial y provoquen cicatrices más duraderas. De hecho, aún queda pendiente una evaluación más concreta de estas últimas, para determinar qué porción de la actividad económica se perdió por la pandemia, el impacto que se produjo en el capital humano y físico y cómo podrá recuperarse. También deberá verse el impacto que tendrá el aumento del endeudamiento público y privado sobre las posibilidades de inversión, contratación y crecimiento futuro, y/o al generar mayores vulnerabilidades ante escenarios más negativos (gráfico I.11). Otro desafío importante será la forma y el momento en que se irán retirando las significativas medidas de apoyo fiscal y monetario, de modo de evitar repercusiones negativas en la estabilidad financiera y en la recuperación de la actividad.

## Recuadro I.1: Vacunas, rebrotes e impacto esperado en la actividad

Las noticias en cuanto al desarrollo de vacunas contra el Covid-19 parecen disminuir los riesgos de mediano plazo relativos al control de la enfermedad. De hecho, las autoridades sanitarias en Chile y otros países han indicado que el proceso de vacunación comenzará pronto, y es posible que en el curso del 2021 varios países alcancen la inmunidad de grupo<sup>1/</sup>. No obstante, en el corto plazo, los riesgos siguen presentes, pues, mientras no se logre dicha inmunidad, persistirá la posibilidad de que sucedan nuevos rebrotes. Lo que está ocurriendo en buena parte de Europa y Estados Unidos es un buen ejemplo de cómo una segunda ola podría afectar la economía en los próximos meses. En estos casos, la reacción de las autoridades sanitarias ha sido menos drástica que a comienzos de la pandemia, las restricciones han sido menos severas y más focalizadas, los impactos sobre la movilidad han sido menores y también lo serían los efectos sobre la actividad. Este Recuadro describe los avances sobre las vacunas y los desarrollos recientes en torno a los rebrotes y sus medidas de control, así como el impacto esperado en la actividad.

### Desarrollo de las vacunas

Durante noviembre, cuatro laboratorios informaron resultados exitosos en relación con el desarrollo de las vacunas, los que se dieron a conocer con la publicación de resultados positivos de la Fase III del proceso. Tres de ellos mostraron una eficacia superior al 90% (Pfizer BioNTech, Moderna y Gamaleya) y otro informó una eficacia de 70% (AstraZeneca).

En caso de contar con una pronta aprobación sanitaria, lo que ya ha empezado a suceder en algunos países, estos laboratorios serían capaces de producir y entregar dosis para vacunar alrededor de 2% de la población mundial en lo que queda del 2020 y a cerca de 46% el próximo. Esto implicaría que gran parte de la población de riesgo lograría inocularse en los próximos meses y varios países alcanzarían la inmunización de grupo durante el 2021<sup>2/</sup>. Este proceso ocurrirá a distintas velocidades a lo largo del mundo, dependiendo de la capacidad de producción de los laboratorios, los contratos que tengan con los gobiernos, la

capacidad de distribución y aplicación, y la predisposición de las personas a vacunarse. En relación con esto último, a partir de una encuesta realizada a más de 13 mil personas en 19 países, [Lazarus et al. \(2020\)](#) reporta que un 47% de los encuestados con seguridad se vacunaría si pudiesen hacerlo y un 25% probablemente lo haría, aunque los porcentajes varían entre países, lo que podría reducir la velocidad con la que se dará el proceso de vacunación en algunos países. Adicionalmente, para generar inmunidad, en general, las vacunas requerirán de dos dosis administradas en el lapso de algunas semanas, lo que requerirá un compromiso mayor de la población para que sean efectivas.

En Chile, el Gobierno anunció recientemente que el proceso de vacunación comenzará durante el primer trimestre del 2021 y contemplará la vacunación de 15 millones de personas. El gobierno tiene contratos firmados y pre-firmados con cinco laboratorios distintos, entre los que destacan los antes mencionados Pfizer y AstraZeneca.

La rapidez del proceso de vacunación determinará la magnitud y velocidad del impacto económico, pero dependerá también de otros factores, entre ellos, la celeridad con que las restricciones se irán relajando y las personas adecuen su comportamiento, y el ritmo de normalización de las confianzas de empresarios y consumidores.

El escenario central de este IPoM asume que el proceso de vacunación y su impacto económico ocurrirá a distintas velocidades a lo largo del mundo. Se espera que este comience en algunos países en lo que queda del 2020 y en la mayor parte del mundo durante el 2021. La inmunidad de grupo se alcanzará en algunos países a partir del segundo y tercer trimestre del 2021, y en el resto del mundo entre fines del próximo año y durante el 2022. La desaparición del distanciamiento social, el levantamiento total de las restricciones y la adecuación del comportamiento de la población se constatará solo una vez que los países alcancen la inmunidad de grupo. Así, el escenario central de este IPoM asume que el impacto económico de las vacunas en el crecimiento se dará en algunas economías a partir de la

<sup>1/</sup> Inmunidad de grupo es el bioestadístico que se observa en una población cuando una parte de ella se ha hecho inmune a una enfermedad previniendo que individuos no inmunizados se contagien.

<sup>2/</sup> Estimación en base a reportes de los propios laboratorios.

segunda mitad del 2021 y más generalizadamente durante el 2022.

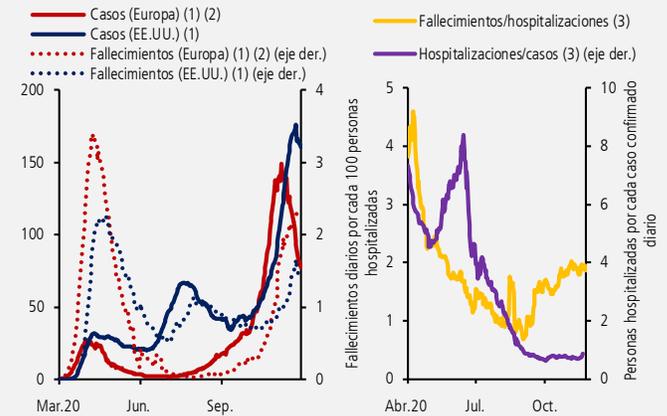
## Rebotes recientes en Europa y EE.UU.

Mientras no se alcance la inmunidad de grupo, los países seguirán vulnerables a nuevas olas de la enfermedad, como las que están atravesando Europa y EE.UU. Estos rebotes seguirán afectando la recuperación económica, pero lo harán en una magnitud significativamente menor que lo visto a principios de año. Ello, pues las autoridades han adoptado medidas restrictivas de menor magnitud que a comienzos de año, lo que responde a varios factores. Por un lado, el aumento de los casos confirmados, que llegó a niveles entre 6 y 8 veces superiores a los de marzo y abril, responde en parte al significativo incremento del número de testeos, que creció junto con la mejora en la capacidad de rastreo y trazabilidad a nivel mundial<sup>3/</sup>. Por otro lado, aunque las hospitalizaciones han subido y se ubican en niveles comparables a los de la primera ola, el número de fallecidos respecto del total de hospitalizados es menor en varios de los países que fueron golpeados fuertemente durante la primera ola, como Reino Unido, España y Francia, en parte producto del aumento de la capacidad hospitalaria y de la mejora en el tratamiento de los contagiados<sup>4/</sup>. Todo ello da cuenta de señales de un manejo algo más efectivo tanto en Europa como en EE.UU. (gráfico I.12)

Salvo pocas excepciones, desde mitad de año los países han evitado imponer restricciones tan perjudiciales para la actividad como las de marzo y abril. Así, el porcentaje de países con confinamientos que afectan a toda su población pasó de 70% en marzo y abril, a 40% en los últimos meses. En el caso de Europa, a fines de octubre se impusieron medidas que redujeron la movilidad significativamente menos que a principios de año, pero que han sido suficientes para que los indicadores de contagios exhiban una leve mejoría en los últimos días. En EE.UU., las restricciones se mantuvieron aún más localizadas y no han afectado significativamente a la movilidad (gráfico I.13).

### Gráfico I.12

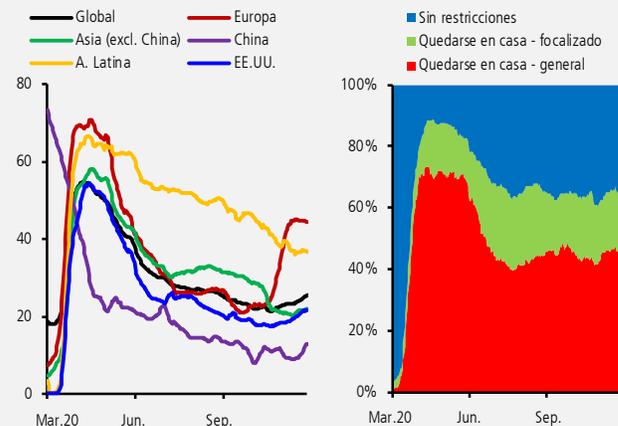
Casos confirmados y fallecimientos (izquierda) y ratio fallecimientos/hospitalizaciones y hospitalizaciones/casos (derecha)  
(miles de personas; ratios)



(1) Promedio móvil de siete días. (2) Europa considera a Alemania, Francia, Italia, España y Reino Unido. (3) Ratio entre fallecimientos diarios y hospitalizados por Covid-19 siete días antes, y entre hospitalizados y casos diarios siete días antes (mediana entre Reino Unido, Italia, Francia y EE.UU.).  
Fuente: Our World in Data.

### Gráfico I.13

Índice de confinamiento efectivo (izquierda) y distribución de países según requisito de quedarse en casa (derecha) (\*)  
(porcentaje; ratios)



(\*) Índice de confinamiento efectivo en promedio móvil de siete días.  
Fuentes: Goldman Sachs y Universidad de Oxford.

El impacto de los rebotes en la actividad depende no solo de las restricciones sino también de otros factores, entre los que

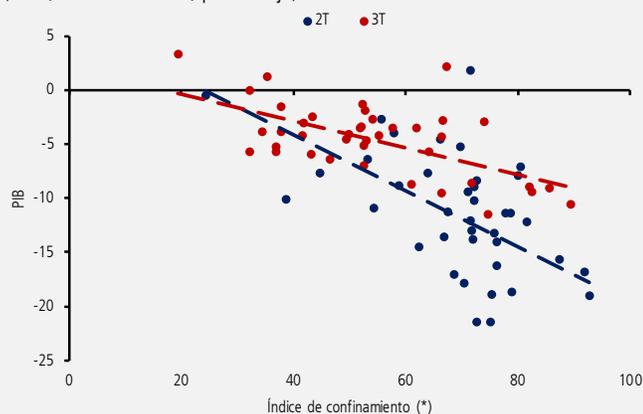
<sup>3/</sup> Existen distintas estimaciones del número de contagios reales. Las estimaciones difieren entre sí, pero todas sugieren que el nivel de contagios reales se ubica significativamente por encima de los casos confirmados, sobre todo al comienzo de la pandemia. Ver [Giattino \(2020\)](#).

<sup>4/</sup> [Horwitz et al. \(2020\)](#) y el *Center for Evidence-Based Medicine* —en un artículo publicado en *The Economist*— presentan evidencia de la caída en mortalidad en EE.UU. y Reino Unido., controlando por la edad de los contagiados.

destaca el comportamiento precautorio de las personas. La evidencia analizada en [Bertinatto et al. \(2020\)](#) sugiere que la sensibilidad de la actividad a las restricciones ha ido cayendo en el tiempo. Es así como, entre marzo y abril del 2020, la imposición de confinamientos estrictos y un comportamiento precautorio de las personas provocaron caídas de la actividad mundial no vistas desde la Segunda Guerra Mundial. La intensidad de estas contracciones fue mayor en los países donde las medidas de confinamiento fueron más severas y extensas, y la difusión del virus más alta. En los meses siguientes, el nivel de actividad global se recuperó de forma significativa, por encima de lo que el relajamiento de las restricciones y la recuperación de la movilidad habrían sugerido. Así, en lo más reciente, el nivel de actividad asociado a un determinado nivel de restricciones o de difusión del virus ha sido mayor en comparación con comienzos de año (gráfico I.14).

**Gráfico I.14**

Índice de confinamiento y PIB  
(nivel; variación anual, porcentaje)



(\*) Promedio trimestral.

Fuentes: Bloomberg y Universidad de Oxford.

Múltiples factores explican este desempeño económico más favorable. En particular, empresas de diversos sectores y los hogares lograron adaptarse a las restricciones a través del teletrabajo, la toma de precauciones para circular aun existiendo una alta difusión del virus y el uso de otras herramientas tecnológicas, como el aumento del comercio electrónico. A su vez, varios países comenzaron a enfrentar la pandemia con menores restricciones y, por lo tanto, menores caídas de la movilidad. Estas también se explican, en algunas economías, por la importancia que tiene el sector informal, que en general no puede hacer uso del teletrabajo y necesita movilizarse para trabajar y generar ingresos. Por último, la excepcional expansividad de la política fiscal y monetaria también favoreció una rápida recuperación económica

apoyada en un aumento significativo del consumo de bienes y del comercio mundial (Recuadro I.2).

El escenario central de este IPoM asume que, en el corto plazo, la recuperación económica en Europa y EE.UU. se verá frenada por los rebotes, pero en una magnitud significativamente menor que a comienzos de año. La adaptación de empresas y hogares hacen prever un impacto menor de las nuevas restricciones. Más aún, al ser más focalizadas, afectarán directamente solo a algunos sectores de la economía. En Europa se espera que lo haga en sectores como hotelería, transporte, servicios de recreación y turismo (que representan cerca de 20% del PIB de la Eurozona), contrastando con las restricciones anteriores, que también afectaron a la construcción y algunas actividades manufactureras, entre otros. Esto es coherente con indicadores de confianza que, si bien se han vuelto a deteriorar, lo han hecho en menor magnitud y más concentrada en sectores de servicios.

En todo caso, nuevas caídas de la actividad en el corto plazo, aun cuando sean menores que las de marzo y abril, podrían dejar huellas más permanentes en los sectores económicos más golpeados por la pandemia, impidiendo que algunas empresas sobrevivan y ralentizando la posterior recuperación. A esto se suma que, de observarse rebotes en economías emergentes, la respuesta de política fiscal podría ser más acotada porque los espacios fiscales se han estrechado desde el comienzo de la pandemia.

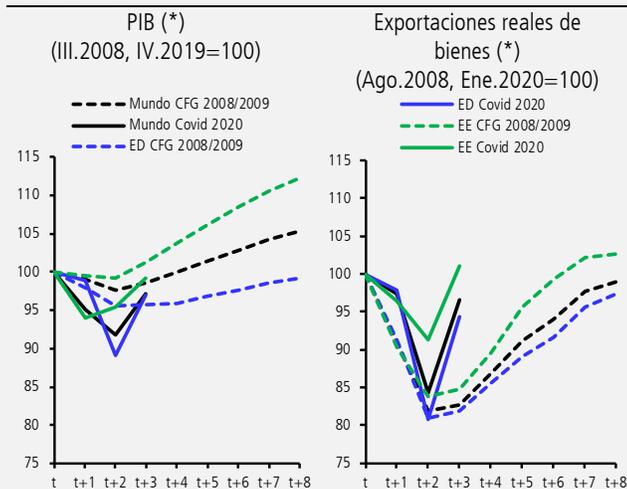
## Conclusión

El desarrollo de la pandemia seguirá condicionando la evolución de la actividad a nivel mundial. El escenario central de este IPoM asume que el proceso de vacunación comenzará a fines del 2020 en algunos países desarrollados y se extenderá a más países durante el próximo año. El impacto en la actividad mundial sucederá durante la segunda parte del 2021 y el 2022, a medida que los países vayan alcanzando la inmunidad de grupo, las restricciones se vayan levantando y las personas vayan adecuando su comportamiento. Mientras tanto, rebotes como los observados recientemente en Europa y EE.UU. ralentizarán la recuperación mundial, aunque con un impacto significativamente menor que a comienzos de año.

## Recuadro I.2: Recuperación del comercio mundial

Según datos de la Organización Mundial del Comercio (OMC), a octubre, el volumen de comercio mundial de bienes —medido por las exportaciones totales— se ubicaba en niveles prácticamente idénticos a los que mostraba previo al inicio de la pandemia. Esta rápida recuperación implica que la contracción del comercio mundial será menor a la estimada a comienzos de este año y contrasta marcadamente con lo observado en la crisis financiera global del 2008-2009 (CFG) (gráfico I.15). Este Recuadro explica las causas de su dinamismo y las implicancias para las perspectivas globales.

**Gráfico I.15**



(\*) Niveles. CFG corresponde a crisis financiera global. ED (EE) corresponde a economías desarrolladas (emergentes). Para el tercer trimestre de 2020, solo se consideran los países que han publicado sus cuentas nacionales.  
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y CPB World Trade Monitor.

### El comercio internacional durante la pandemia

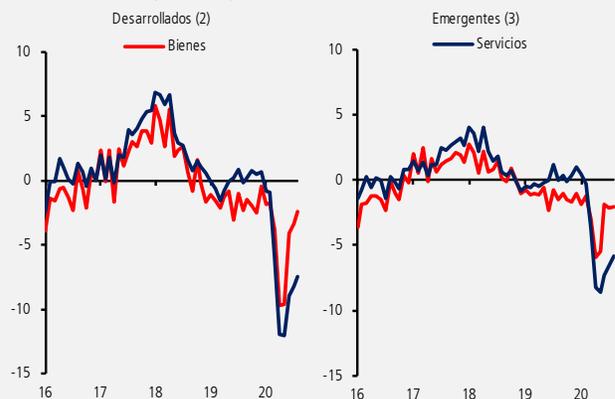
Si bien el volumen exportado se ha recuperado generalizadamente, existen algunas diferencias entre países y actividades. La recuperación ha sido más lenta en las economías desarrolladas y mayor en los bienes que en los servicios (gráfico I.16). Dentro de los bienes, los envíos destinados a consumo han mostrado un mayor crecimiento que los destinados a inversión.

La dinámica del intercambio comercial entre países durante el 2020 se deriva, en parte importante, de las medidas de contención para mitigar la propagación del Covid-19. Por ejemplo, las limitaciones al movimiento de personas entre

países redujeron fuertemente los flujos de turismo, que forman una parte importante del comercio internacional de servicios. Por otra parte, las restricciones a las interacciones sociales al interior de cada país acotaron la provisión de muchos servicios, impidiendo con ello su consumo. Se agregó una caída en la demanda por servicios inducida por el temor a los contagios.

**Gráfico I.16**

Exportaciones nominales (1)  
(variación anual, porcentaje)



(1) Se extrae el primer componente principal de la variación anual para una muestra de países. (2) Incluye a Australia, Bélgica, Canadá, Rep. Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Japón, Corea, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. (3) Incluye a Bielorrusia, Brasil, Bulgaria, China, Hungría, India, Polonia, Rumania, Rusia, Turquía y Ucrania.  
Fuente: Organización Mundial del Comercio.

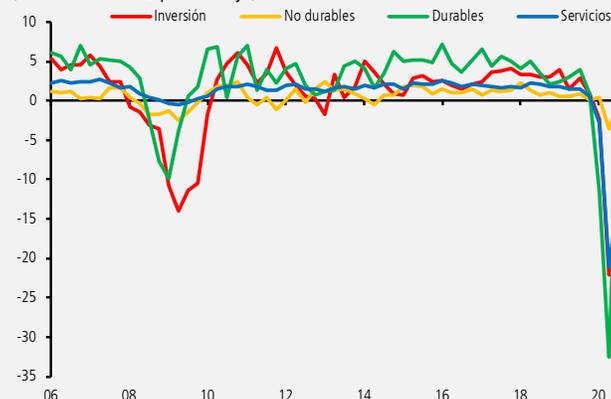
En este escenario, y considerando que la respuesta de la política fiscal permitió mitigar gran parte (y en algunos países, incluso revertir) la caída del ingreso disponible de los hogares, los consumidores sustituyeron un menor consumo de servicios con un aumento en el consumo de bienes. Esto se aprecia con claridad en las cuentas nacionales del tercer trimestre en varios países, especialmente por el incremento del gasto en durables (gráfico I.17). Dado que la mayor parte de los bienes durables son transables, el aumento del consumo relativo de estos bienes explica parte importante de la recuperación observada del comercio internacional.

Otro factor relevante para explicar la vigorosa recuperación del comercio mundial de bienes es el buen desempeño de China —que también ocurrió tras la CFG—, que será una de las pocas economías del mundo que crecerá este año.

Tras una fuerte caída en el primer trimestre, debido al confinamiento, se puso en marcha un plan de estímulo fiscal en el que la inversión tuvo un rol central. Ello elevó la demanda por las materias primas requeridas para la construcción, como el hierro y el cobre, lo que también impulsó su comercio mundial.

**Gráfico I.17**

Consumo: mediana de países seleccionados (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Considera a Alemania, Francia, España, Italia, Reino Unido, Estados Unidos, Japón, Colombia y Chile.

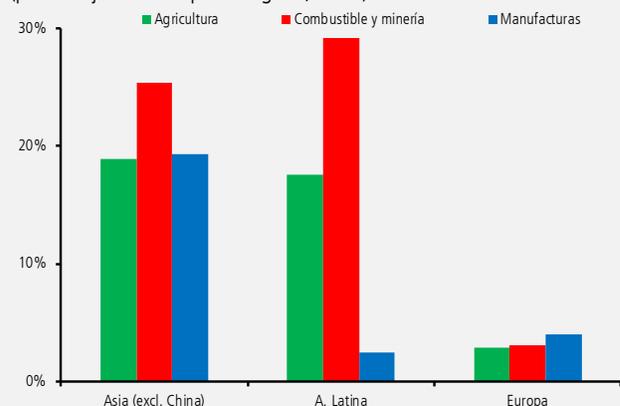
Fuentes: Bloomberg, DANE, Eurostat y Haver Analytics.

En lo más reciente, el consumo se ha ido sumando a la recuperación en China. Ello también ha contribuido a impulsar la demanda por bienes e insumos, muchos de los cuales son importados. Todo esto ha beneficiado la demanda de exportaciones desde los países proveedores de China. Destacan entre estos los emergentes, que, comparado con los desarrollados, muestran una mayor exposición relativa a dicha nación (gráfico I.18).

La respuesta de política monetaria también explica parte de la resiliencia del comercio mundial. Como se ha destacado en IPoM previos, los estímulos provistos por los bancos centrales lograron disipar la notoria alza en los costos de financiamiento que se observó en el comienzo de la pandemia. Ello contrasta con lo observado tras la CFG, que provocó un aumento de los costos de financiamiento que habría amplificado los efectos negativos del debilitamiento de la demanda sobre el comercio internacional<sup>1/</sup>. La mayor continuidad del canal de crédito también ha contribuido a que la oferta mundial haya respondido cuando la demanda por bienes aumentó en cada país, favoreciendo con ello a una mayor recuperación del comercio mundial.

**Gráfico I.18**

Exportaciones a China  
(porcentaje del total por categoría, 2017)



Fuente: Organización Mundial del Comercio.

## Perspectivas

El panorama reciente del comercio internacional tiene implicancias relevantes para las perspectivas económicas globales. El dinamismo de la demanda mundial por bienes, en desmedro de los servicios, ha sido beneficioso para la cotización de materias primas metálicas —como el cobre— y alimentos, mientras que ha sido desfavorable para otros, como los combustibles.

La recuperación de los sectores de servicios estará condicionada a la disponibilidad generalizada de la vacuna, y su efecto en el levantamiento de restricciones, y en la confianza de los hogares para volver a redireccionar su consumo en forma más balanceada entre bienes y servicios. Si bien las noticias recientes hacen prever que el proceso de vacunación comenzará prontamente, el escenario central de este IPoM supone que el levantamiento de las restricciones y el redireccionamiento del consumo sucederá de forma paulatina durante el próximo año. Así, este escenario considera un incremento en los términos de intercambio y de los volúmenes exportados de bienes chilenos a otras economías, mientras que mantiene una debilidad relativa de las exportaciones de servicios, como el turismo.

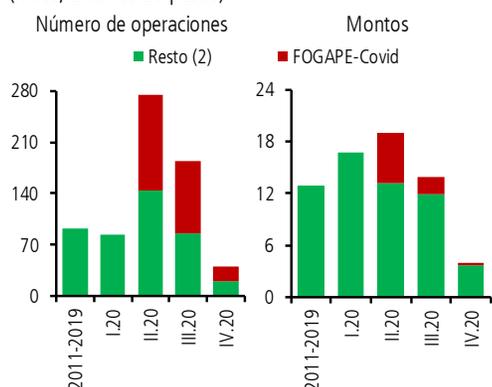
<sup>1/</sup> [Amiti & Weinstein \(2011\)](#) y [Chor & Manova \(2012\)](#) exploran los canales por los cuales las crisis financieras afectan negativamente a los flujos de comercio.

## II. CONDICIONES FINANCIERAS

*Este capítulo revisa la evolución de las condiciones financieras locales y externas.*

**Gráfico II.1**

Flujo de créditos comerciales (1)  
(miles; billones de pesos)



(1) Para el cuarto trimestre del 2020, considera información hasta el día 24 de noviembre. Período 2011-2019 corresponde al promedio de los datos trimestrales.

(2) Excluye reprogramaciones y *factoring*.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

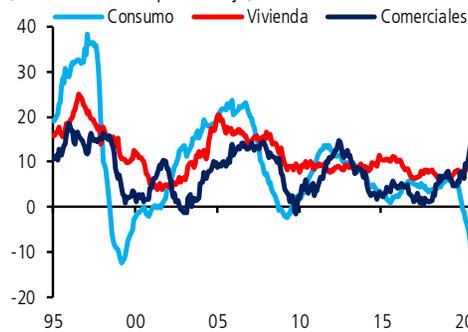
La recuperación económica muestra importantes diferencias entre sectores y agentes. Así, mientras es posible que la mejora de los flujos de ingresos de una parte de los hogares y empresas haya disminuido sus necesidades de financiamiento, otros aún enfrenten desafíos relevantes que deben ser cubiertos. Esto se da en un contexto en que se aproxima el vencimiento de un cúmulo significativo de prórrogas pactadas en los meses más complejos de la pandemia, y en que varias empresas han debido aumentar su endeudamiento para encarar los momentos más duros de este ciclo. Las instituciones financieras han reducido el uso de las facilidades de crédito instaladas para hacer frente a la coyuntura actual, en el marco de percepciones que apuntan a condiciones de oferta de fondos algo más estrictas para algunos rubros en el margen. En medio de todos estos desarrollos, el crecimiento del crédito comercial se ha desacelerado desde mediados de año. Las tasas de interés siguen siendo, en general, favorables, fruto de las diferentes medidas adoptadas por el Banco Central y otras entidades. Los mercados bursátiles locales continuaron recuperándose, acoplándose a las tendencias internacionales. Una vez más, diversos eventos globales e internos han provocado movimientos de distinto signo en los mercados chilenos. Destacan en los últimos meses aquellos relacionados con el retiro de ahorros previsionales, así como las perspectivas algo más optimistas del escenario internacional y su impacto en los precios de las materias primas, en particular el cobre.

### Evolución del crédito bancario

La actividad en la cartera comercial se ha reducido en meses recientes, en medio de necesidades de financiamiento que han ido disminuyendo para un grupo de empresas, dada la mejora de los flujos de caja que ha permitido la reapertura de sus negocios, y de una mayor carga financiera corporativa. Antecedentes cualitativos, como el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de noviembre](#), señala que más de la mitad de los entrevistados que ya habían obtenido un préstamo no reportan requerimientos crediticios adicionales. Las razones son variadas, desde quienes no necesitan nuevos créditos

**Gráfico II.2**

Colocaciones reales (\*)  
(variación anual, porcentaje)

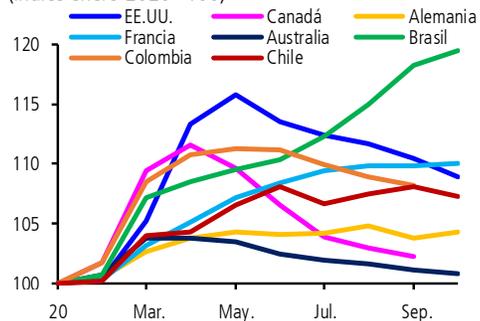


(\*) Datos reales contruados con el empalme del IPC base anual 2018, frecuencia mensual. Última cifra corresponde a noviembre del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

**Gráfico II.3**

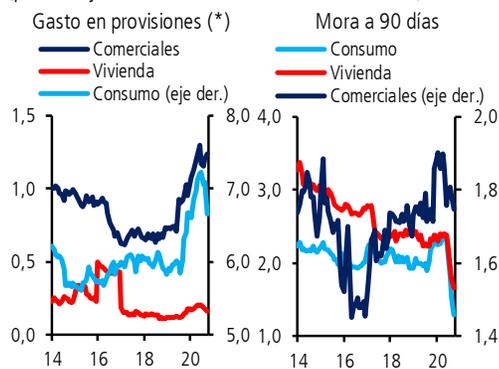
Crédito bancario a empresas no financieras  
(índice enero 2020=100)



Fuentes: Banco de Canadá, Banco Central de Chile, Banco Central Europeo, Banco de la Reserva de Australia, Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y Bloomberg.

**Gráfico II.4**

Índices de riesgo de crédito del sistema bancario  
(porcentaje de las colocaciones de cada cartera)



(\*) Suma móvil de 12 meses.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.

hasta los que no pueden cumplir con las obligaciones que acarrea un mayor endeudamiento. Por su lado, la [Encuesta de Crédito Bancario \(ECB\) del tercer trimestre](#) indica una baja de las solicitudes para capital de trabajo por primera vez en el año. Esto se suma a la debilidad de la demanda de fondos para fines de inversión que dicho sondeo viene mostrando hace varios trimestres, en línea con la caída de ese componente del gasto. La ECB también informa de condiciones de otorgamiento crediticio que siguen denotando restrictividad.

El endeudamiento de las empresas ha tenido un incremento importante en los últimos trimestres, lo que ha sido una respuesta natural, y buscada, ante la necesidad de evitar que la abrupta caída de los flujos de caja a raíz de la pandemia generara problemas de solvencia. Acorde con el [Informe de Estabilidad Financiera \(IEF\) del segundo semestre del 2020](#), a septiembre la deuda corporativa total ascendía a 134% del PIB, comparado con el 118% del PIB que anotaba en igual período del 2019. El apalancamiento ha crecido transversalmente entre empresas de distintos tamaños y sectores, aunque ha sido más intenso en las medianas y en los rubros de comercio, servicios empresariales y personales (Capítulo V). La tendencia al alza en el endeudamiento también se ha visto en el resto del mundo, obedeciendo a las mismas necesidades de sostener a las empresas ante el *shock* que provocó la emergencia sanitaria. El impacto que la mayor carga financiera corporativa pueda provocar o estar ocasionando en el crecimiento del crédito, las posibilidades de inversión y contratación, y finalmente en el ritmo de recuperación de la actividad, también son factores de preocupación transversal entre economías.

La conjunción de los factores de oferta y demanda señalados han influido en un menor dinamismo de las colocaciones comerciales. Tras un récord en el número de préstamos concedidos durante el segundo trimestre —impulsado en su mayoría por las líneas Covid-19 para capital de trabajo con garantía estatal Fogape—, la cantidad de nuevos créditos y los montos involucrados han descendido de manera significativa en la última parte del 2020 (gráfico II.1). En este contexto, el crecimiento real de las colocaciones a empresas bajó hasta 4,3% anual en noviembre, desde un *peak* de 13,3% en junio (gráfico II.2). Varias otras economías a nivel global también han evidenciado una ralentización del crédito comercial (gráfico II.3).

En cuanto a los hogares, el crédito de consumo ha caído con fuerza, en línea con lo observado en otros ciclos de recesión, mientras que en el de vivienda la desaceleración ha sido bastante más acotada. El primero, estabilizó su contracción en los últimos meses (del orden de -16% real anual en septiembre, octubre y noviembre), reflejo de un repunte aún parcial del empleo, así como del aumento de los recursos disponibles de los hogares tras los retiros de ahorros previsionales. Por su parte, la expansión de las colocaciones hipotecarias sigue en

cifras positivas, promediando en torno 6% real anual desde el cierre estadístico del IPoM de septiembre (gráfico II.2).

**Gráfico II.5**

Activos del balance del Banco Central de Chile  
(porcentaje del PIB)



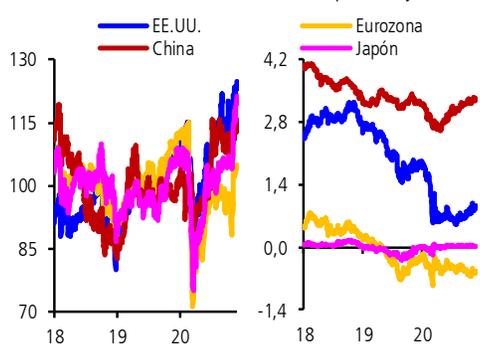
Fuente: Banco Central de Chile.

El gasto en provisiones de la banca se ubica en sus mayores niveles en varios años, lo que sugiere expectativas de deterioro de los índices de cumplimiento. Esto contrasta con el descenso de la morosidad del sistema, que de todas formas ha estado acompañado por el alza de otros indicadores como los castigos, en especial en consumo, o las reprogramaciones. En el margen, destaca el impacto del retiro parcial de los fondos de pensiones, que además de evitar un mayor endeudamiento y haber permitido financiar pagos regulares de un conjunto de hogares, también ha ayudado a saldar deuda morosa (gráfico II.4). Otro aspecto a considerar en este ámbito es que en los próximos meses irán venciendo las reprogramaciones de un grupo relevante de agentes —operaciones que tuvieron un máximo en el segundo trimestre—, a la vez que las empresas que solicitaron líneas Covid-19 deberán empezar a cancelar las cuotas.

Las tasas de interés permanecen bajas en perspectiva histórica para los diferentes usuarios de crédito, respaldadas en la expansividad de las medidas dispuestas por el Banco Central. A noviembre, estas se situaron en 19% en el segmento de consumo y en 5,5% en el comercial, ambas anuales en pesos, en tanto para vivienda era de 2,4% anual en UF.

**Gráfico II.6**

Indicadores financieros en las principales economías  
Bolsas en moneda local (índice 2018-2020=100)      Tasas de interés de bonos a 10 años (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

En la elevada expansividad actual de la política monetaria se combinan una TPM en su mínimo técnico (0,5%) y la implementación de una serie de medidas no convencionales. Entre los [programas adoptados](#) se cuentan el de FX swap y REPO, el de recompra de títulos de deuda del Banco Central y los de compra de bonos bancarios, así como la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). En los días previos a la publicación de este IPoM fue aprobado un segundo retiro parcial de ahorros previsionales, ante lo cual el Banco Central anunció un [paquete de medidas](#) con el fin de asegurar una liquidación ordenada de activos por parte de las AFP, y así preservar la estabilidad de los mercados financieros y la eficiencia del proceso de formación de precios. Este incluye la reapertura de los programas especiales de Compra al Contado y Venta a Plazo (CC-VP) y de compra de Depósitos a Plazo, ambos por los remanentes del primer programa.

Las herramientas extraordinarias han expandido los activos del balance del Banco Central en más de 12 puntos porcentuales del PIB entre el primer y el tercer trimestre del 2020 (gráfico II.5). Por el lado de los pasivos monetarios, se observa un aumento la liquidez del sistema bancario y de los Pagarés Descantables del Banco Central (PDBC). Específicamente, la implementación de la FCIC ha permitido a los bancos locales sustituir sus fuentes de financiamiento a un costo de fondeo de 0,5% por 4 años, período que dura el programa. Ello ha disminuido significativamente la preferencia de estas instituciones por

**Tabla II.1**

Paridades respecto del dólar estadounidense (1) (porcentaje)

	Variación IPoM Dic.20			
	09.20	06.20	03.20	12.19
<b>A. Latina (2) (3)</b>	<b>-5,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>13,7</b>
Brasil	-3,5	4,2	6,2	26,4
Chile	-3,4	-2,8	-10,2	-4,1
Colombia	-5,3	-1,1	-11,7	4,0
México	-9,0	-8,2	-15,0	3,1
Perú	0,7	5,2	1,9	6,4
<b>Exp. commodities (2)</b>	<b>-3,6</b>	<b>-6,0</b>	<b>-12,8</b>	<b>-3,2</b>
Australia	-2,1	-6,3	-18,9	-7,5
Canadá	-1,4	-3,8	-8,7	-2,1
Nueva Zelanda	-6,0	-8,2	-16,0	-7,9
Sudáfrica	-11,1	-10,1	-10,5	3,9
<b>Desarrollados (2)</b>	<b>-0,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>-7,7</b>	<b>-6,1</b>
Eurozona	-0,5	-5,5	-8,3	-7,2
Japón	-1,8	-3,7	-4,3	-4,4
Reino Unido	-1,5	-5,7	-10,8	-3,2
<b>Otros emergentes</b>				
China	-5,0	-7,4	-6,8	-6,5
Rep. Corea	-6,5	-8,9	-10,8	-5,8
India	-1,0	-2,1	-1,3	3,2
Indonesia	-4,2	-0,6	-9,4	0,3
Polonia	0,8	-5,0	-9,3	-3,9

(1) Los valores reflejan el cambio porcentual entre el cierre estadístico del IPoM del mes correspondiente y el cierre del presente IPoM. El TCN de cada evento es calculado como el promedio de los últimos diez días hábiles. Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.

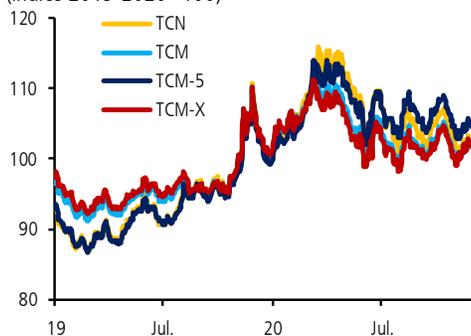
(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores WEO de octubre del 2020.

(3) Excluido Chile.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

**Gráfico II.7**

Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (índice 2019-2020=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

depósitos plazo (DAP), cuyas tasas han anotado importantes bajas, que el Banco ha suplido con la mayor emisión de PDBC.

## Evolución de los mercados financieros

Las condiciones financieras externas se mantienen favorables, en medio de la abundante liquidez global, el repunte de la actividad mundial y, en lo más reciente, las noticias sobre el avance de las vacunas. El grueso de los indicadores siguió revirtiendo los deterioros ocasionados por la pandemia o en ciertos casos retomaron los registros previos a su aparición. Así, desde el IPoM de septiembre, hubo retrocesos adicionales de los premios por riesgo y alzas de la mayoría de las bolsas —con algunos índices en EE.UU. que volvieron a renovar sus máximos—, a la vez que un grupo relevante de monedas continuó fortaleciéndose frente al dólar (gráfico II.6 y tabla II.1). Las tasas de interés de los bonos soberanos mostraron variaciones mixtas y persisten en torno a sus mínimos históricos, coherente con la expansividad de la política monetaria alrededor del mundo. De cualquier manera, la incertidumbre vigente en los ámbitos sanitario y económico sigue imprimiendo cierta volatilidad a estos movimientos.

En Chile, el comportamiento de los mercados financieros ha estado en línea con el de sus pares en el exterior. Los *spreads* soberano (EMBI) y corporativo (CEMBI) han ido acercándose a sus valores de comienzos de año, lo mismo que la paridad peso/dólar y otras medidas cambiarias multilaterales, en el marco de una sostenida mejora del precio del cobre (gráfico II.7). El IPSA ha recuperado buena parte de las pérdidas gatilladas por la emergencia sanitaria, si bien desde fines del año pasado conserva una trayectoria inferior a la de economías comparables (gráfico II.8). Cabe consignar que posterior al cierre estadístico los mercados exhibieron algunos vaivenes ligados a varios factores de carácter idiosincrático.

En el mercado de renta fija, los programas no convencionales del Banco Central han tenido efectos notorios en el tramo corto de la curva de bonos *benchmark* en pesos, influenciada por la duración y condiciones financieras establecidas para la FCIC<sup>1/</sup>. Así, las tasas de interés de los papeles nominales menores a 5 años dan cuenta de una caída sustantiva desde abril. A su vez, esto ha incidido en que los premios por liquidez de esos instrumentos se ubiquen en terreno negativo a partir de ese entonces, en contraste con el elevado valor de los mismos para plazos superiores a 10 años. De esta forma, la curva de rendimiento nominal se ha ido empinando en los últimos meses. En el caso de los *benchmark* reajustables, destaca el descenso de las tasas de más corto plazo desde el IPoM de septiembre, coincidiendo con el incremento de las expectativas de inflación

<sup>1/</sup> Para mayor detalle ver <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/impacto-de-la-inyeccion-de-liquidez-en-el-mercado-cambiario-y-financiero-beltran-de-ramon>

### Gráfico II.8

Bolsas en Chile y economías comparables (\*)  
(índice octubre 2019=100)

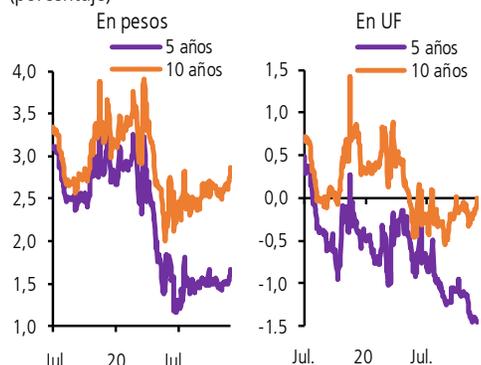


(\*) Para América Latina corresponde al promedio simple de los índices bursátiles de Brasil, Colombia, México y Perú, y para exportadores de *commodities* de Australia y Nueva Zelanda.

Fuente: Bloomberg.

### Gráfico II.9

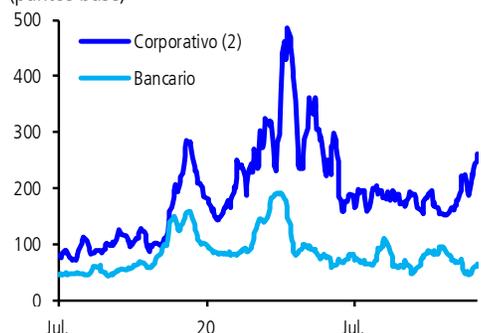
Tasas de interés de los bonos *benchmark*  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico II.10

*Spreads* de los bonos emitidos en el mercado local (1)  
(puntos base)



(1) Promedio de siete días móviles.

(2) No incluye categoría de riesgo BB o menor.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Bolsa de Comercio de Santiago y la Comisión para el Mercado Financiero.

(gráfico II.9). Esto tuvo cierta reversión en vísperas a la publicación de este IPoM, tras la sorpresa negativa del IPC de noviembre. Las tasas de interés de los bonos corporativos y bancarios también reflejan el impacto de las herramientas extraordinarias mencionadas — consignando para las categorías de menor riesgo valores históricamente bajos—, con *spreads* inferiores a los de fines de marzo (gráfico II.10). Adicionalmente, en el mercado monetario, todas las tasas de interés de los instrumentos a plazos menores a 180 días se sitúan por debajo de la TPM, respaldadas por la amplia liquidez actual.

Las políticas monetaria y financiera del Banco Central han contribuido de manera importante al desempeño de los mercados financieros y crediticios locales en el último año. Los ajustes y programas implementados, en conjunto con el actuar de las autoridades fiscales y regulatorias, han permitido transitar por inéditas coyunturas sin grandes disrupciones en este frente. El Consejo reitera que mantendrá un elevado impulso monetario por un período prolongado de tiempo, de modo de asegurar la consolidación de la recuperación económica y el cumplimiento de sus objetivos. En particular, prevé que la TPM seguirá en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años. Las medidas no convencionales continuarán en aplicación (para más detalle ver Resumen/Capítulo V).

De cualquier manera, cambios más permanentes en los portafolios de los inversionistas u otros de carácter estructural podrían requerir reevaluar la eficacia de eventuales nuevas acciones. Con ello, los diversos escenarios de riesgo planteados, tanto externos como internos, mantienen latente la posibilidad de una corrección abrupta de los mercados financieros. A su vez, debe tenerse en cuenta que para hacer frente a las presiones a las que ha estado sujeta la economía local desde fines del 2019, los distintos agentes han ido ocupando ampliamente las holguras acumuladas en años anteriores. Ello ha deteriorado su posición patrimonial y los hace más vulnerables de concretarse episodios más negativos. Como detalla el último IEF, ante la dificultad de generar ingresos por un período más largo, restricciones que originalmente fueron de liquidez se podrían transformar en problemas de solvencia. Por su parte, las instituciones bancarias, que han logrado transitar la emergencia apoyando las políticas de crédito contracíclico, entraron a la pandemia con menores holguras de capital que en situaciones anteriores e inferiores a sus pares internacionales.

### III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

*Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la actividad y la demanda, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.*

La economía chilena ha recuperado parte de la aguda caída que sufrió en el primer semestre del año, aunque a un ritmo más lento que lo anticipado, y con marcadas diferencias entre sectores. De esta forma, rubros más afectados por el distanciamiento social, como los servicios personales y el transporte, la construcción y sus servicios relacionados continúan más rezagados que el resto de las ramas. En contraste, la industria manufacturera ya ha alcanzado sus niveles de actividad previos a la pandemia y el comercio incluso los superó, gracias a la mayor disponibilidad de recursos de los hogares como producto de una serie de medidas de apoyo. El mercado laboral también ha mejorado, aunque la disparidad de la actividad se hace bastante notoria en el empleo, dado el peso de los sectores de servicios.

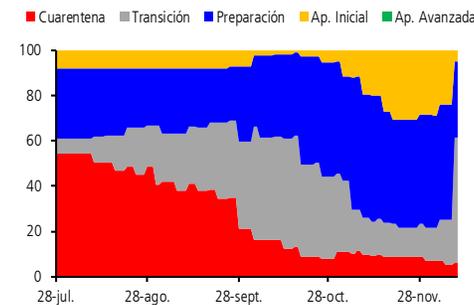
#### Antecedentes recientes

La actividad en general se ha ido recuperando respecto de mediados de año, de la mano del levantamiento de las restricciones sanitarias más estrictas, el aumento de la movilidad y la gradual adaptación de personas y empresas a las condiciones de funcionamiento en pandemia. Así, en el tercer trimestre, el PIB mostró una recuperación de 5,2% respecto del anterior en términos desestacionalizados. Esto, acorde a una evolución de contagios que ha permitido avanzar con la apertura gradual de la mayoría de las comunas. Incluso considerando el retroceso reciente de la Región Metropolitana en el Plan Paso a Paso, la fracción del país en cuarentena ha disminuido de manera notoria —de algo más de la mitad a comienzos de agosto, a solo 6% al cierre del presente IPoM (gráfico III.1).

Sin embargo, la recuperación de la actividad ha sido más lenta que lo previsto en septiembre, ilustrando la complejidad de este proceso para los sectores más sensibles al distanciamiento social. En particular, el Imacec de octubre cayó en -1,2% respecto del mismo mes del año anterior —por debajo de lo esperado— y anotó una caída de 0,5% mensual desestacionalizada. En todo caso, la elevada cantidad de cambios que están ocurriendo en la economía desde el inicio de la pandemia hace más compleja la proyección de los movimientos de corto plazo, como también

**Gráfico III.1**

Plan Paso a Paso: población por etapa (\*) (porcentaje)

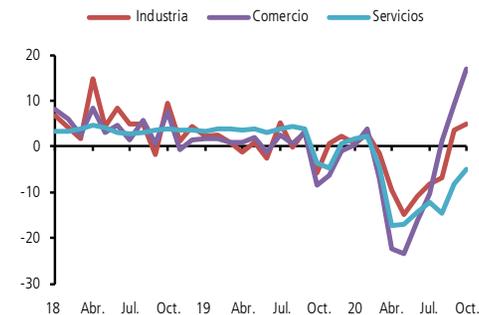


(\*) Considera anuncios e información hasta el 7 de diciembre.

Fuente: Banco Central en base a información del Ministerio de Salud de Chile.

**Gráfico III.2**

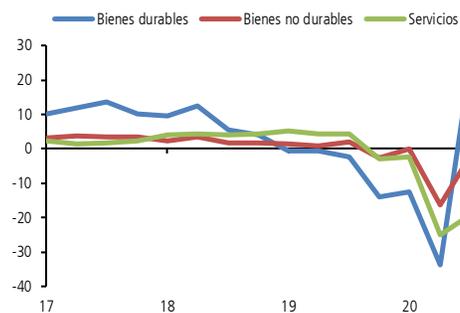
Imacec: industria, comercio y servicios (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.3**

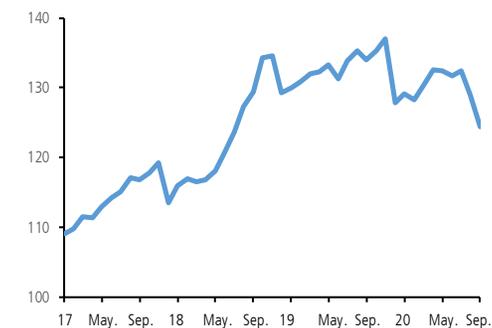
Consumo de los hogares  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.4**

Inventarios del comercio  
(índice diciembre 2014=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

se refleja en el comportamiento de la inflación. Por lo mismo, es posible que los movimientos mes a mes puedan ser menos informativos que en períodos de mayor estabilidad.

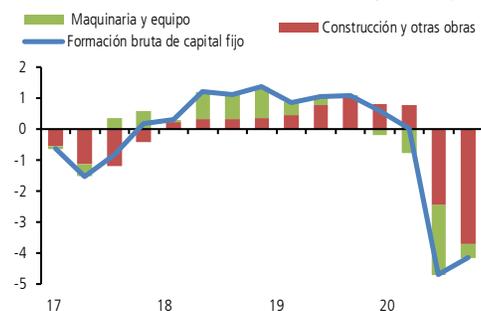
El desempeño de la economía muestra una divergencia considerable entre sectores económicos y regiones del país. Actividades como los servicios personales, la construcción y sus servicios ligados, el transporte, y los restaurantes y hoteles se ubican entre los más rezagados, debido al efecto de las restricciones aún vigentes y las medidas de autocuidado que han adoptado las personas. En contraste, la industria manufacturera ya ha alcanzado sus niveles de actividad previos a la pandemia y el comercio incluso los superó (gráfico III.2). Además, el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de noviembre](#) da cuenta de diferencias marcadas en el desempeño entre comunas, en lo que ha jugado un rol importante la temporalidad de las cuarentenas y su impacto en el funcionamiento de los negocios.

Por el lado de la demanda, el retiro de ahorros previsionales ha tenido un efecto significativo en el consumo de bienes durables y no durables, principalmente importados (gráfico III.3). Acorde con el índice de actividad de comercio al por menor del INE, las ventas de bienes durables repuntaron fuertemente en lo último, mostrando una variación anual de 33,5% en octubre, la más alta desde que se tiene registro. La recuperación de los últimos meses se dio tanto en la venta de vehículos nuevos y usados, como en la de productos electrónicos y de equipamiento para el hogar. En octubre los bienes no durables ya habían retomado los niveles de venta prepandemia, destacando las alzas por sobre el 30% anual en materiales para la construcción y en vestuario, pero también la recuperación de los accesorios de vehículos, artículos personales y productos más habituales, como los alimentos.

El *shock* al consumo de bienes durables provocó el agotamiento de stocks en algunas líneas de productos, lo que coincidió con un aumento de sus precios en los últimos meses. Durante agosto y septiembre se verificó una desacumulación importante de inventarios en el comercio (gráfico III.4), en un contexto en que las importaciones han mostrado caídas anuales significativas a lo largo del 2020 y las cadenas logísticas han debido adaptarse a nuevas condiciones de funcionamiento. Como se refleja en el IPN de noviembre, algunas empresas informaron de dificultades para abastecer la mayor demanda, en parte por inventarios que se presupuestaron menores para este año, algunas restricciones logísticas y la incertidumbre para programar sus órdenes de compra y/o anticipar las mayores ventas. Esta desacumulación se concentró en bienes como materiales de ferretería, ciertos artículos de equipamiento del hogar o automóviles, pero no significó una disrupción para el comercio en general, lo que se evidencia en la percepción de inventarios relativamente equilibrados a nivel agregado (IMCE comercio).

**Gráfico III.5**

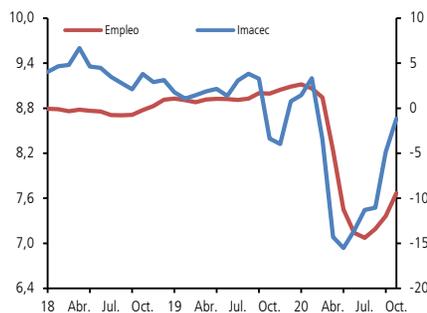
Componentes de la FBCF  
(contribución a la variación anual del PIB, porcentaje)



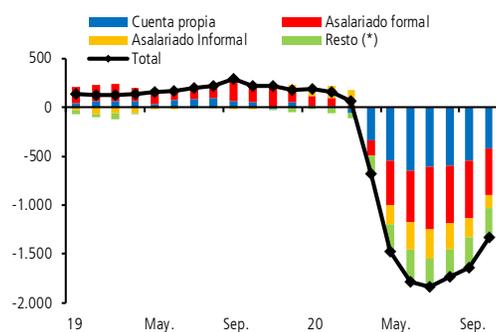
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.6**

Empleo e Imacec  
(promedio móvil trimestral, millones de personas;  
variación anual, porcentaje)

**Gráfico III.7**

Empleo según categoría ocupacional  
(diferencia anual, miles de personas)



(\*) Incluye a empleadores, personal de servicio doméstico y familiar no remunerado.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

El consumo de servicios, en cambio, sigue mostrando caídas anuales muy significativas y, de hecho, tuvo un desempeño inferior al esperado. En esto se combinan las restricciones a la oferta que se derivan de las medidas sanitarias y una demanda contenida ante los temores al contagio. Así, el tercer trimestre la variación anual del consumo de servicios se ubicó en -19,1% (-25% el segundo).

La inversión mejoró marginalmente en el tercer trimestre, aunque mantiene sus registros bajos y permanece más rezagada que lo anticipado, afectada por la situación financiera de las empresas y la persistente incertidumbre. Así, durante el tercer cuarto, la formación bruta de capital fijo disminuyó 18,5% anual (-20,9% el segundo trimestre) con un fuerte descenso de construcción y otras obras y una caída menos marcada en maquinaria y equipo (gráfico III.5). El magro desempeño de la construcción y otras obras fue transversal entre sus componentes. Por su parte, la actividad de la industria de ingeniería (AIC) cayó 10,2% anual en el trimestre (ver [ICON](#)), dando cuenta del rezago de la actividad relacionada con las etapas tempranas de la inversión. En este ámbito se verifican proyectos y licitaciones postergadas, así como diversas modificaciones a protocolos de trabajo que se debieron implementar a raíz de la pandemia.

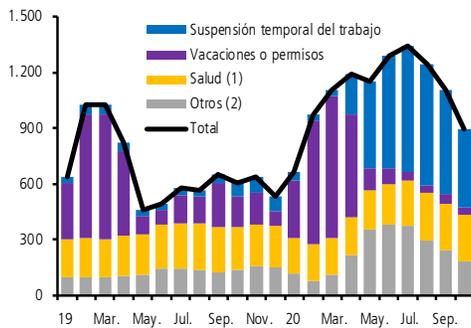
El comercio exterior de bienes se ha mostrado relativamente resiliente, en línea con un mercado global más dinámico que lo anticipado a comienzos de la pandemia (Recuadro I.2). Durante el tercer trimestre, el volumen de exportaciones tuvo una variación anual de -2,3% (segundo trimestre: 6,7%). Minería e industria fueron los componentes menos deteriorados, con bajas de 0,8 y 1,9%, respectivamente. Las importaciones de bienes descendieron 11,6% anual (segundo trimestre: -18%). En cambio, el comercio exterior de servicios sigue golpeado, en gran parte por la caída de turismo y transporte. En tanto, en el último año móvil, la cuenta corriente acumuló un superávit de 0,1% del PIB.

La mayor movilidad y la disparidad sectorial de la recuperación económica también se han reflejado en el mercado laboral (gráfico III.6). Los datos del trimestre móvil terminado en octubre dan cuenta de que se ha recuperado cerca de un tercio de los puestos de trabajo perdidos durante la pandemia, lo que se ha manifestado fundamentalmente en el empleo asalariado informal y por cuenta propia (gráfico III.7). Además, el número de ocupados ausentes ha descendido en más de 400 mil personas —lo que incluye a trabajadores que estaban acogidos a la Ley de Protección del Empleo (LPE)— desde el total de 1,3 millones que se registró en su punto más alto (gráfico III.8). Así, según datos del INE, el porcentaje de trabajadores acogidos a la LPE disminuyó a 7,6% del total<sup>1/</sup> en septiembre, desde el máximo de 9,8% registrado el mes previo, concentrado fuertemente en alojamiento y servicio de comidas (41%), y actividades artísticas y recreativas (47%). Los salarios reales —medidos

<sup>1/</sup> Considerando como el total a los trabajadores contratados por empresas formales que cuenten con cinco más empleados dentro del país.

**Gráfico III.8**

Ocupados ausentes: Motivos  
(miles de personas)

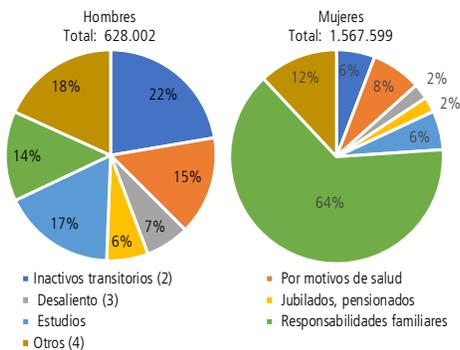


(1) Considera licencia médica o problemas de salud. (2) Considera clausura de negocios, horario o jornada variable, trabajo ocasional, trabajo estacional, huelga o conflicto laboral, asistencia a cursos de capacitación, no tuvo pedidos, razones climáticas o catástrofes naturales, razones económicas o técnicas de la empresa y otras razones.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico III.9**

Motivos de inactividad (1)  
(porcentaje)



(1) Datos de la Encuesta Nacional de Empleo del trimestre móvil terminado en octubre, para la población entre 25 y 54 años. (2) Inicia pronto una actividad por cuenta propia, encontró un empleo que empezará pronto, espera la estación de mayor actividad, espera los resultados de un proceso de selección o que lo llamen. (3) Cree que por su edad no le darán empleo, cree que no lo encontrará, se cansó de buscar, cree que ningún empleo o actividad se adapte a su calificación, le piden demasiados trámites para iniciar una actividad por cuenta propia, no sabe donde dirigirse ni a quien acudir. (4) Es rentista, está embarazada, algún miembro del hogar no se lo permite, no quiere, no necesita trabajar, otra razón.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

por el Índice de Remuneraciones— han evolucionado positivamente en los últimos meses, especialmente en el comercio, la industria y la minería. Las horas trabajadas también han aumentado respecto de mediados de año, aunque siguen por debajo de lo observado antes de la pandemia.

El aumento del empleo ha sido más lento en los servicios, lo que es relevante no solo por la magnitud de sus caídas iniciales, sino también porque son los más intensivos en trabajo. Así, los segmentos de empleo más afectados continúan siendo las actividades artísticas, de entretenimiento y recreativas, las actividades de hogares como empleadores, y las de alojamiento y servicio de comidas, que a octubre registran cerca de 40% menos de ocupación en comparación con los niveles prepandemia. También destaca que la recuperación del empleo ha beneficiado significativamente menos a las mujeres. De hecho, la tasa de participación femenina (44%) se ubica casi 9 puntos por debajo del valor que registraba hace un año<sup>2/</sup>. Además, los datos del INE reflejan que un 64% de las mujeres justifican su inactividad por responsabilidades familiares, versus un 14% de los hombres (gráfico III.9). Este fenómeno puede ayudar a explicar la dificultad para cubrir vacantes en algunos rubros que se reporta en el IPN de noviembre, a pesar del aumento en los avisos laborales.

### Perspectivas de corto plazo

La mayor duración de las restricciones, la lenta recuperación de los rubros más afectados y las cicatrices que deja la crisis económica, han incidido negativamente en el dinamismo de la recuperación, afectando no solo a la demanda agregada, sino que también a la capacidad de respuesta de la oferta. Como resultado, la caída de la actividad en el 2020 será más pronunciada que lo previsto en septiembre. Así, se espera que la contracción del PIB de este año se ubique entre 6,25 y 5,75% (entre -5,5 y -4,5% en el IPoM previo).

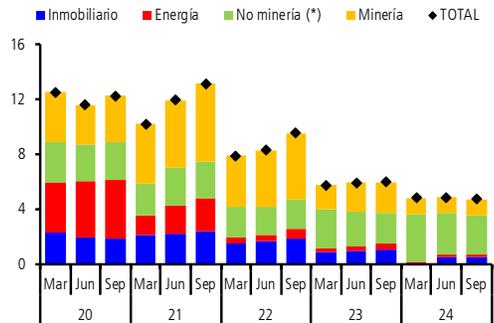
En el escenario central, se proyecta que el nivel de actividad continuará mejorando gradualmente en los trimestres venideros. En lo sanitario, esto es coherente con una evolución de la pandemia que permitirá mantener niveles de movilidad mayores a los observados a mediados del 2020, y que durante el 2021 se avanzará con el proceso de vacunación, acorde con lo señalado por el Gobierno.

El escenario central también contempla que el consumo seguirá impulsado por los retiros de ahorros previsionales. Sobre esto, se considera que el impacto del segundo retiro será menor que el del primero. En parte, esto responde a que la caída de ingresos provocada por la pandemia ya habría sido más que compensada por las medidas previas, y porque los recursos que podrían retirarse se concentran en los

<sup>2/</sup> En el caso de los hombres, la tasa de participación de octubre fue de 67%, 7 puntos por debajo de su valor del mismo mes del año 2019. Corresponde a la población entre 25 y 54 años.

### Gráfico III.10

Proyectos de inversión 2020-2024  
(miles de millones de dólares)



(\*) Excluye inmobiliario y energía.

Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

quintiles de ingresos más altos —que tienen menos incentivos a utilizarlos para consumo (Recuadro III.1).

Las perspectivas para la inversión consideran una recuperación lenta, con grados de incertidumbre en la proyección mayor que lo habitual. El último catastro de la CBC incluyó nuevos proyectos energéticos y mineros para el 2021 y el 2022, lo que podría responder, en parte, a las mejores perspectivas para los precios del cobre y a la rápida expansión de las energías renovables no convencionales, pero sigue sin registrar aumentos relevantes en otros sectores (gráfico III.10). La encuesta del IPN de noviembre arroja que casi la mitad de las empresas pretenden hacer inversiones durante el 2021, enfocadas principalmente en renovar estructura existente y automatizar procesos. Por otro lado, se han observado mejoras en los indicadores de expectativas y los precios de los activos que también anticipan un mejor desempeño de la inversión. No obstante, persisten elementos que podrían retardar su recuperación. Entre ellos, destaca el elevado endeudamiento en que las empresas han debido incurrir —por buenas razones— en los meses más complejos de la pandemia (ver [Informe de Estabilidad Financiera](#)). Esto, junto con la recuperación gradual de la actividad y la caída de las utilidades, podría limitar la capacidad de emprender nuevos proyectos. Se suma el aún elevado nivel de incertidumbre sobre la evolución sanitaria, el ritmo de crecimiento y su composición, así como los temores sobre una reaparición de los episodios de violencia vistos a fines del 2019.

## Recuadro III.1: Evolución de los ingresos de hogares, medidas de apoyo e implicancias para el consumo

La pandemia del Covid-19 ha tenido efectos negativos muy significativos en los ingresos de los hogares, como producto de su impacto sobre el empleo y las remuneraciones. Las autoridades han desplegado diversas medidas de apoyo para amortiguarlos y mejorar las posibilidades de consumo de los hogares. Entre ellas, programas de ayuda fiscal y el retiro de ahorros previsionales. Este Recuadro cuantifica la caída de los ingresos de los hogares en Chile y evalúa el efecto de estas políticas de apoyo en los distintos grupos de ingresos. A su vez, presenta estimaciones sobre las propensiones a consumir de los hogares según quintiles de ingresos<sup>1,2</sup>. Ambos resultados son un importante insumo para evaluar las perspectivas del consumo y ahorro de los hogares.

### Impacto de la crisis sanitaria en los ingresos autónomos de los hogares

Basado en la información disponible, se proyecta que el ingreso autónomo de los hogares —ingresos provenientes del trabajo y otras fuentes, sin incluir transferencias ni otras medidas de liquidez— caerá 5,7% en el 2020. La mayor contracción se habría dado durante el segundo y tercer trimestre, con una reducción más acotada en el cuarto (gráfico III.11, panel a). A nivel de quintiles, los grupos de menores ingresos han sido los más afectados (gráfico III.11, panel b).

### Efecto de medidas de apoyo en liquidez

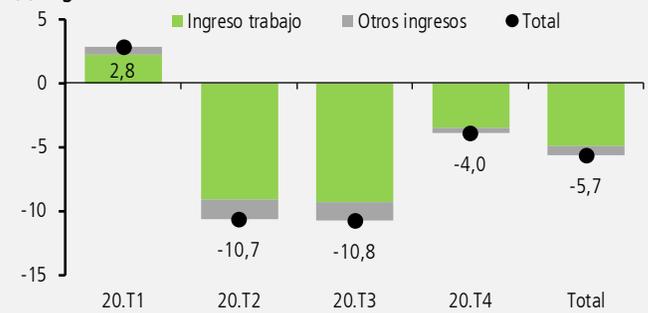
Desde marzo a la fecha se han implementado diversas medidas de apoyo al ingreso de los hogares. Para efectos del análisis, estas se agrupan de la siguiente forma: (i) transferencias fiscales, incluyendo todos los subsidios del Estado, ya sean monetarios o en especies; (ii) uso de ahorros obligatorios, es decir, autofinanciamiento de las personas a través del seguro de cesantía o de los fondos previsionales<sup>3</sup>; (iii) facilidades de gastos y créditos, agrupando medidas como las prórrogas de créditos de consumo e hipotecarios dispuestas por el sector privado, como también los préstamos del Estado con condiciones favorables. Vale recalcar que, si

bien conceptualmente las transferencias fiscales —que constituyen ingreso para hogares receptores— son muy diferentes de la recepción de fondos de pensiones y uso de los fondos de cesantía propios —que constituyen un desahorro y por tanto una disminución neta de la riqueza— ambos tipos de medidas han contribuido a elevar la liquidez y mitigar la caída del ingreso autónomo, por lo que ambos se incluyen en el análisis.

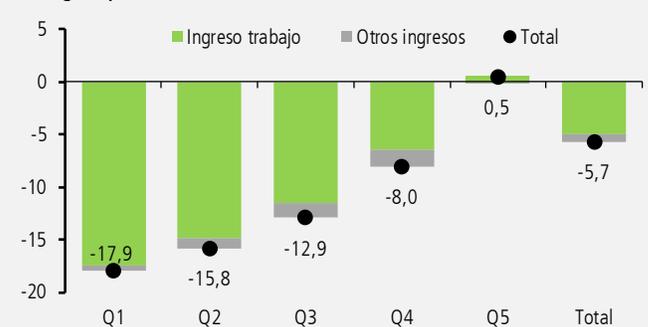
Gráfico III.11

Proyección de ingresos de los hogares, 2020  
(variación anual, porcentaje)

#### (a) Según trimestres



#### (b) Según quintiles



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

La evolución temporal de las medidas muestra que su efecto se concentró en el segundo semestre del 2020. La inyección de liquidez ha estado dominada por el uso de ahorros obligatorios, principalmente a través de los retiros de fondos previsionales. Las facilidades de créditos han tenido un efecto

<sup>1</sup>/ Para detalles sobre las estimaciones y proyecciones, ver [Barrero \*et al.\* \(2020\)](#).

<sup>2</sup>/ Cada quintil corresponde al 20% de los hogares nacionales, ordenados en forma ascendente, de acuerdo con su ingreso autónomo per cápita. De este modo, el quintil 1 (Q1) corresponde al 20% de menores ingresos, mientras que el quintil 5 (Q5) es el 20% de mayores ingresos.

<sup>3</sup>/ Para el seguro de cesantía se incluye la Ley de Protección de Empleo y su uso adicional, que considera tanto la utilización de la Cuentas Individuales como el uso del Fondo Solidario en el caso que las personas así lo hayan requerido.

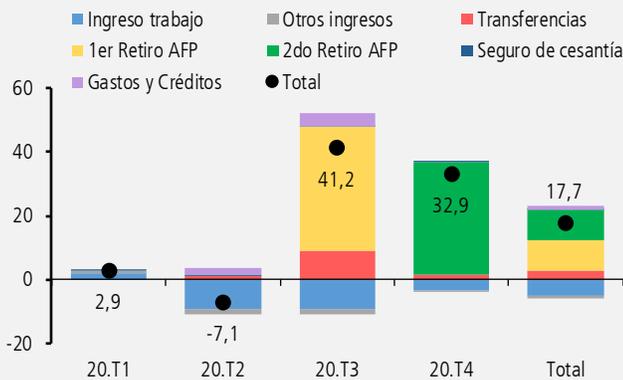
menor. Las transferencias fiscales y facilidades de pago han sido importantes en perspectiva histórica, pero sólo han compensado parcialmente la caída de ingresos.

Para el año, el conjunto de medidas más que compensaría las caídas de ingresos, proyectándose que, en el neto, la liquidez crecería 17,7% anual (gráfico III.12, panel a). A nivel de quintiles, las estimaciones sugieren que el conjunto de medidas compensó las caídas de ingresos para todos los grupos, en especial para los quintiles 1 y 5 (gráfico III.12, panel b). El primero se ha visto altamente beneficiado por las transferencias, las que compensarían por sí solas la caída de sus ingresos. A su vez, la liquidez del quintil 5, cuyos ingresos no se vieron afectados en el agregado, ha aumentado significativamente por las medidas de autofinanciamiento, en especial el uso de los ahorros previsionales.

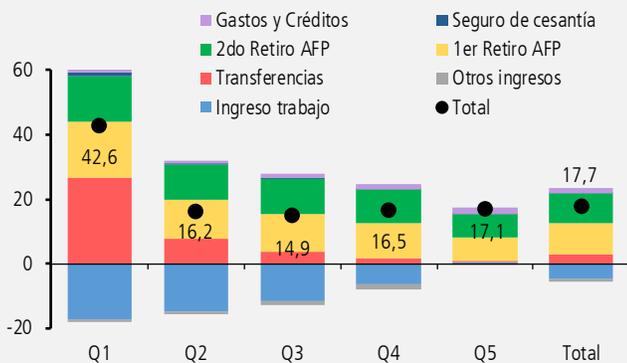
**Gráfico III.12**

Efecto de las medidas de apoyo en el ingreso de los hogares, 2020 (variación anual, porcentaje)

**(a) Según trimestres**



**(b) Según quintiles**



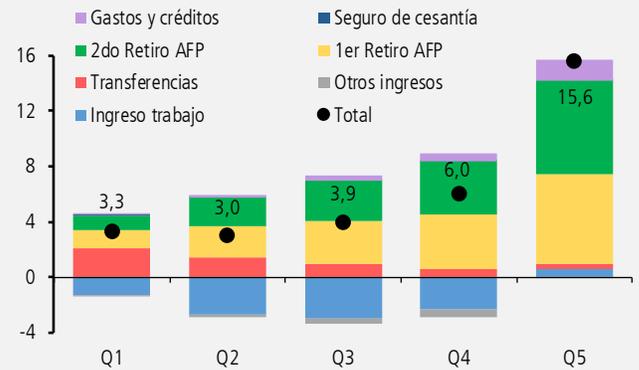
Fuente: Barrero *et al* (2020).

En suma, considerando la evolución de los ingresos autónomos y las distintas medidas de apoyo, se observa que los grupos de mayores ingresos tuvieron una inyección de

liquidez total proporcionalmente superior, en especial porque el efecto en sus ingresos fue menor (gráfico III.13).

**Gráfico III.13**

Variación de ingresos y liquidez adicional según quintiles, 2020 (miles de millones de dólares)



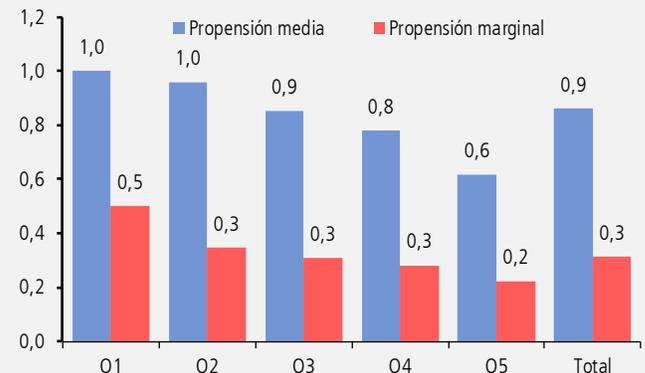
Fuente: Barrero *et al* (2020).

**Evolución futura del consumo y propensión a consumir según quintiles**

Dadas las diferencias en el comportamiento de los ingresos autónomos y la liquidez por quintil, proyectar la evolución del consumo requiere considerar los distintos patrones de consumo de cada grupo, para lo cual es relevante el análisis de la propensión media y marginal a consumir. Coherente con el nivel de recursos que recibe cada grupo, los datos muestran que la fracción de los ingresos permanentes que es destinada a consumir —propensión media— es muy elevada en los quintiles más bajos y disminuye en la medida que aumentan los recursos (gráfico III.14). Asimismo, la reacción del consumo ante un *shock* en los recursos —propensión marginal— es mayor en los quintiles de la parte inferior de la distribución, aunque coherente con la teoría económica su efecto es menor al que se observaría ante un cambio permanente en el ingreso.

**Gráfico III.14**

Propensiones medias y marginales a consumir según quintiles (porcentaje de los recursos disponibles)



Fuente: Barrero *et al* (2020).

Si bien las medidas de apoyo a los ingresos corresponden a un aumento transitorio de los recursos disponibles de los hogares, es posible que en la actual coyuntura la propensión marginal de los quintiles más bajos se haya igualado a la propensión media. Esto, porque la fuerte caída experimentada en sus ingresos ha hecho que su consumo sea solventado en buena parte por estos ingresos transitorios. En cambio, para el quintil más alto, no es esperable que haya ocurrido este cambio en la propensión marginal, pues sus ingresos en promedio no se han visto afectados con la misma fuerza. Dado que justamente este último grupo es el que ha visto aumentar con mayor impulso su liquidez en el 2020, y que el segundo retiro de fondos previsionales es especialmente relevante en su caso (gráfico III.13), es posible que la liquidez adicional obtenida sea destinada predominantemente al ahorro.

Considerando las propensiones a consumir estimadas y las diferencias en liquidez según quintiles, se estima el impacto de los dos retiros de fondos previsionales en el consumo agregado. Para el primer retiro se considera que los hogares logran cubrir sus pérdidas de ingresos en el 2020, y a futuro, el remanente de liquidez se gasta en base a tres escenarios. En el primero (escenario 1), el remanente se consume en una proporción coherente con la propensión marginal de cada grupo (gráfico III.14). El segundo escenario (escenario 2) considera que los primeros tres quintiles gastan en función de un promedio entre su propensión media y marginal, mientras que el cuarto consume coherente con su propensión marginal y el quinto no lo destina a consumo. En el escenario 3, se utiliza una estimación alternativa en base al cruce de datos entre el seguro de cesantía y los retiros previsionales. Para este escenario, se supone que las personas empleadas consumirán acorde con su propensión marginal, mientras que los desempleados harán un uso total del remanente disponible. El total de los recursos del segundo retiro se analiza en base a estos tres escenarios.

Las proyecciones muestran que la suma de las transferencias fiscales y parte del primer retiro fueron suficientes para compensar las pérdidas de ingresos de los hogares. Hasta fines de noviembre, el primer retiro alcanzó un monto de US\$17 mil millones, de los cuales US\$4,5 mil millones se estima compensarán las pérdidas de ingresos y, por lo tanto, tendrían un efecto cercano a uno en el consumo. Sobre el remanente, US\$12,5 mil millones, su efecto en el consumo depende del supuesto que se realice respecto de la propensión marginal a consumir, implicando un impacto adicional entre US\$3,1 y 4,4 miles de millones (tabla III.1). El segundo retiro (potencialmente de US\$17 mil millones) se estima tendrá un efecto menor en el consumo, pues corresponde en su totalidad

a liquidez remanente. En este caso, el aumento del consumo podría ubicarse entre US\$4,1 y 5,8 mil millones dependiendo del supuesto sobre su utilización. Medido como su efecto en la actividad, el primer retiro habría implicado un impacto positivo del orden de 1,8 puntos porcentuales (pp) del PIB acumulado en el 2020 y 2021, mientras que el efecto del segundo sería algo menor, en torno a 1,0 pp.

**Tabla III.1**

Escenarios de proyección del consumo (1)  
(miles de millones de dólares)

	Transf.	1er Ret. AFP	2do Ret. AFP
<b>Uso de liquidez para recuperar pérdidas de ingresos 2020</b>	4,6	4,5	
<b>Uso de liquidez remanente (2)</b>			
Escenario 1		3,1	4,1
Escenario 2		3,0	4,6
Escenario 3		4,4	5,8
<b>Uso total de montos proyectados</b>	4,6	[ 7,5 – 8,9 ]	[ 4,1 – 5,8 ]

(1) Cifras se refieren al monto de liquidez inyectada por las transferencias fiscales (Transf.) y los dos retiros de ahorros previsionales (Ret. AFP), que se destinaría a consumo privado durante los años 2020-2022. (2) Escenario 1: el remanente se consume en función de su propensión marginal. Escenario 2: los primeros tres quintiles gastan en función de un promedio entre su propensión media y marginal, mientras que el cuarto consume coherente con su propensión marginal y el quinto no lo destina a consumo. Escenario 3: las personas empleadas consumirán acorde con su propensión marginal, mientras que los desempleados harán un uso total del remanente disponible.

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

## Conclusiones

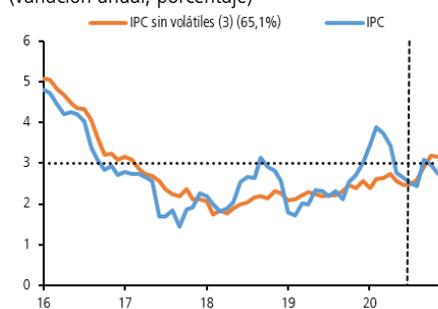
La evolución del consumo dependerá de varios factores, entre estos el ritmo de recuperación del empleo, la respuesta de los hogares al desarrollo de la pandemia, las medidas de distanciamiento social y el efecto de las medidas de apoyo a los ingresos. Entre estas últimas, el retiro de los fondos previsionales ha sido dominante, inyectando una cantidad significativa de liquidez que más que compensa las caídas proyectadas en ingresos autónomos para el 2020. Si bien una proporción importante de esta liquidez se destinaría a consumo, este efecto es decreciente en la medida que la liquidez adicional está mayormente destinada a quintiles de mayores ingresos, quienes se han visto menos afectados y tienen una menor propensión a consumir. Por lo tanto, se puede anticipar que el segundo retiro de fondos tendrá un impacto menor al primero en el consumo, pues parte mayor de los recursos se destinará a ahorro y/o inversión.

## IV. PRECIOS Y COSTOS

*En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de la inflación y los costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias y la visión de los agentes sobre su probable evolución futura.*

**Gráfico IV.1**

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



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2020. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

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

**Gráfico IV.2**

Inflación de bienes durables, comparación internacional (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)



(1) Series construidas utilizando metodología armonizada de la Eurostat. Para desarrollados (emergentes) se calcula la mediana de un grupo de 27 (14) economías. (2) Considera los datos publicados hasta octubre.

Fuentes: Bloomberg y Oficinas de Estadísticas.

La inflación anual se ubica por sobre lo esperado en el último IPoM, combinando sorpresas al alza importantes en septiembre y octubre, que fueron parcialmente compensadas en noviembre. Los movimientos de los precios estuvieron determinados, en buena parte, por el impacto en el consumo de bienes provocado por el retiro de los ahorros previsionales, que se dio en medio de restricciones de oferta en algunos mercados. Esta presión sobre la demanda de bienes irá disminuyendo en la medida que la reposición de stocks normalice su oferta y en que la gradual reapertura de la economía aumente la oferta de servicios. De hecho, como se indicó, los datos de noviembre ya mostraron reversiones en varios de esos incrementos. Más aún, a mediano plazo, la economía sigue enfrentando importantes desafíos en su camino a la recuperación de los impactos negativos de la pandemia y de la crisis social, esperándose que tarde varios trimestres más en retomar los niveles de actividad previos y en cerrar las holguras que se han creado en el mercado laboral. En ese contexto, las presiones inflacionarias de mediano plazo siguen acotadas, consolidándose su convergencia a la meta durante 2022.

### Evolución reciente de la inflación<sup>1/</sup>

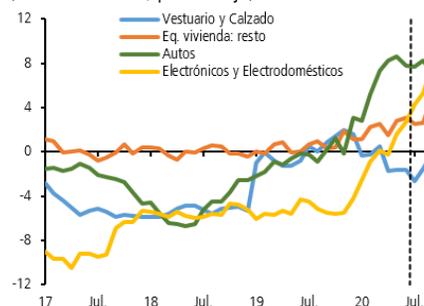
Entre agosto y noviembre, la variación acumulada del IPC fue de 1,3 puntos porcentuales (pp), determinada por los altos registros mensuales de septiembre y octubre. Con esto, a noviembre la inflación total subió a 2,7% anual (2,5% en julio al cierre del IPoM previo) y su componente subyacente —IPC sin volátiles— aumentó a 3,2% (2,5% en julio) (gráfico IV.1).

El principal factor tras el aumento de la inflación registrado en septiembre y octubre fue el efecto en el consumo de bienes provocado por el retiro de los fondos de pensiones, en medio de las restricciones de oferta que se dieron en algunos mercados. De hecho,

<sup>1/</sup> A menos que se indique lo contrario, las series de inflación y sus componentes utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

### Gráfico IV.3

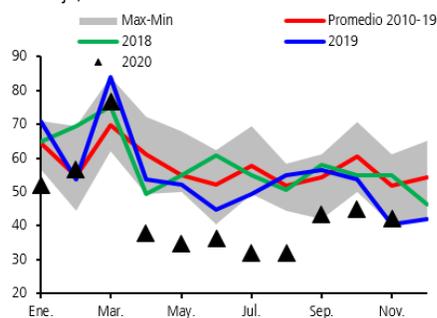
Ejemplo de bienes afectados por alta demanda (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)



(1) Muestra la evolución de precios de las agrupaciones de bienes seleccionadas. (2) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2020.  
Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico IV.4

Servicios subyacentes: Proporción de productos con  
variación mensual positiva  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

en torno a 0,5pp<sup>2/</sup> de la inflación acumulada entre agosto y noviembre, se explican por este componente del IPC. En este lapso, el 57% de los productos que integran la canasta de bienes acumuló una variación de precios positiva. En particular, en los últimos meses la trayectoria de la inflación de bienes durables ha destacado por sus diferencias con el resto del mundo (gráfico IV.2).

El abrupto incremento del consumo que se dio a partir de agosto llevó a una rápida desacumulación de inventarios —en un contexto de bajos niveles de importaciones a mediados de año— y a una lenta reposición de los mismos. En el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de noviembre](#) varias empresas daban cuenta de su incapacidad para abastecer a una parte de esta mayor demanda y, entre los motivos, relataban menores inventarios presupuestados para este año, además de algunas restricciones logísticas y la incertidumbre imperante para programar sus órdenes de compras y/o anticipar las mayores ventas. Esto repercutió en un agotamiento de stocks en algunos productos como automóviles, materiales de construcción, y artículos para la vivienda (gráfico IV.3) (Recuadro IV.1). El aumento de los precios de los bienes también ha sido respuesta a un traspaso rezagado de la depreciación del peso, como sugieren antecedentes recopilados en el marco del IPN de noviembre. Así, en noviembre la inflación subyacente de bienes subió a 4,4% anual (3,6% en julio).

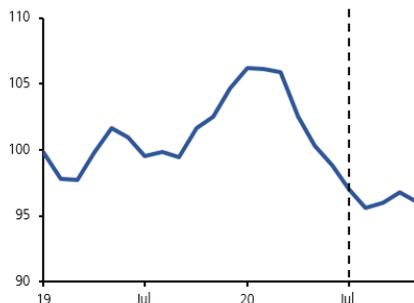
La inflación de servicios continúa acotada, aunque muestra un repunte en el margen, en medio de la reanudación gradual de la actividad en algunos rubros y comunas del país. Con ello, en noviembre la variación anual de los servicios subyacentes se elevó a 2,3% (1,7% en julio). En este período, se dieron algunas alzas de precios en líneas de servicios como Restaurantes y hoteles y Arriendos. No obstante, en el agregado, persisten débiles en perspectiva, en un contexto en el que la oferta de servicios se mantiene restringida y las imputaciones de precios continúan vigentes (gráfico IV.4). Al respecto, la [separata técnica emitida por el INE](#) junto al IPC de noviembre señala que la tasa de imputación general fue algo menor que la observada al cierre estadístico del último IPoM. Asimismo, algunas divisiones como Recreación y cultura y Restaurantes y hoteles mostraron una disminución relevante en la imputación de datos respecto de julio.

Desde el último IPoM, los precios de ciertos alimentos tuvieron alzas importantes, algunas de ellas siendo previsible por motivos de estacionalidad. Los precios de las frutas y verduras registraron variaciones mensuales positivas, influidas, en parte, por una mayor demanda estacional en septiembre por algunos productos, como el tomate. En el resto de los alimentos, hubo aumentos del precio de la carne de cerdo, bovina y de pollo, que se relacionan, en cierta

<sup>2/</sup> Corresponde a la suma de las incidencias acumuladas por los bienes sin volátiles y bienes volátiles. Para mayor detalle, ver [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#).

**Gráfico IV.5**

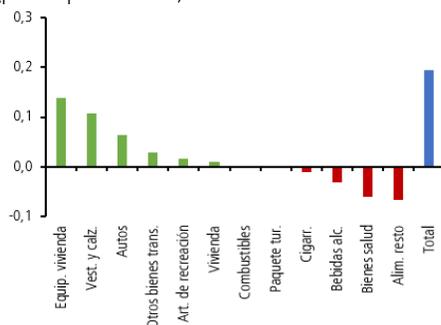
IPC de combustibles (\*)  
(índice, base 2018=100)



(\*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2020.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.6**

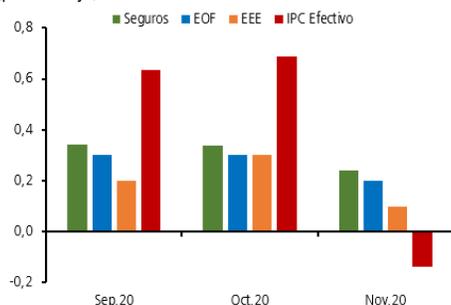
Bienes: Sorpresas acumuladas desde el IPoM de septiembre (\*)  
(puntos porcentuales)



(\*) Corresponde a la suma de las sorpresas acumuladas de los bienes sin volátiles y bienes volátiles, para mayor detalle ver Carlomagno y Sansone (2019).  
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.7**

IPC: Expectativas de mercado y datos efectivos (\*)  
(porcentaje)



(\*) Se considera el último dato disponible previo a la publicación del IPC del mes correspondiente.  
Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Tradition Chile.

medida, con restricciones de oferta. Esto ocurre en un escenario en el que los precios de algunos tipos de carne han subido por las restricciones de oferta en países exportadores, entre otras razones. A lo anterior se añadieron, a nivel local, importaciones acotadas de carne bovina que mantuvieron limitada la oferta, así como mayores exportaciones de carnes en general. En el agregado, la inflación de alimentos se ubicó en 6,8% anual en noviembre, mismo nivel que en julio.

La energía redujo su aporte negativo a la inflación acumulada. Entre agosto y noviembre, la variación de su IPC acotó su caída, acumulando -0,6pp en este período, atenuando así la tendencia a la baja exhibida hasta el último IPoM. La recuperación de los precios de la gasolina respecto de inicios de año y su traspaso paulatino a precios locales incrementó los registros del IPC de combustibles en septiembre y octubre, luego de las sucesivas caídas que se venían acumulando desde comienzos del 2020 (gráfico IV.5).

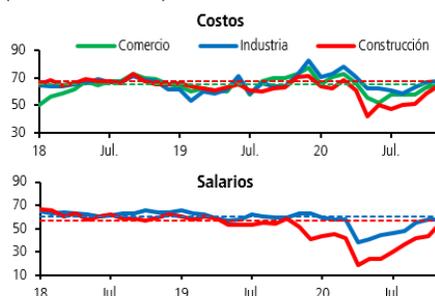
Desde el último IPoM, la sorpresa acumulada en la inflación fue positiva —considerando diferencias de distinto signo en septiembre, octubre y noviembre— y se explicó por bienes y servicios. Esta sorpresa se agrupó en los ítems con mayor demanda, como Equipamiento de vivienda, Vestuario y calzado, y Automóviles (gráfico IV.6). Por el lado de los servicios, se concentró en Restaurantes y hoteles y en Arriendos. Las cifras efectivas de inflación también fueron muy distintas a lo previsto por el mercado. Si en septiembre y octubre estas superaron las proyecciones, en noviembre resultaron por debajo de lo previsto (gráfico IV.7).

En lo próximo, no se prevén mayores cambios en las presiones de costos. El tipo de cambio se ubica en un nivel menor en relación con el último IPoM. Considerando el promedio de la paridad peso/dólar en los últimos diez días hábiles previos al presente cierre estadístico y el anterior, el peso se ha apreciado 3,3%. En otro frente, en el IPN de noviembre las empresas mencionaban algunos incrementos de costos por temas sanitarios, que no todas habían podido compensar a través de los planes de control de gastos implementados desde el inicio de la pandemia. Esto era especialmente relevante en los sectores más intensivos en mano de obra o que involucran mayor interacción social. Las expectativas de costos a tres meses recogidas en el IMCE de noviembre muestran un aumento, pero en el comercio y la construcción aún se mantienen bajo sus promedios históricos (gráfico IV.8).

Los costos laborales siguen contenidos, en medio de una recuperación gradual y heterogénea del mercado laboral. Además, sus perspectivas apuntan a una recuperación más paulatina que la actividad, en la medida en que las normas de distanciamiento social continúen afectando la operación de ciertos sectores más intensivos

#### Gráfico IV.8

IMCE: Expectativas de costos y salarios (1) (2) (3)  
(índice de difusión)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (2) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta noviembre del 2020 para cada serie. (3) Las expectativas de costos son a 3 meses plazo y las de salarios a 6 meses plazo. Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibañez.

en mano de obra. La variación anual de los indicadores de salarios publicados por el INE —Índice de Remuneraciones y Costo de la Mano de Obra— aumentó en septiembre; sin embargo, las alzas más significativas se concentraron en sectores puntuales, como comercio e industria. En línea con el [boletín complementario](#) de remuneraciones y costos de la mano de obra publicado por el INE, esta situación tendría un correlato en la reincorporación de parte de los empleados bajo la Ley de Protección del Empleo, la reversión gradual de las medidas de reducción de sueldos y beneficios, además de los aumentos en las comisiones por las mayores ventas del comercio. Las percepciones recopiladas en el IPN de noviembre ratifican lo anterior. No obstante, persiste la debilidad en otros sectores, particularmente aquellos en donde la destrucción de empleos fue mayor. Así, el mismo boletín muestra que, en septiembre, persistía una alta heterogeneidad en las expectativas sobre eventuales despidos a tres meses plazo, con los sectores de Servicios administrativos y de apoyo y Servicios de alojamiento y comida entre los más pesimistas. De hecho, cerrar las brechas que la pandemia ha creado en el mercado laboral tomará tiempo, considerando que la actividad tardará varios trimestres más en retomar los niveles previos a octubre 2019.

#### Perspectivas de inflación

Las cifras efectivas en los últimos meses han sido muy distintas a lo esperado. En noviembre destacó el registro negativo del IPC, luego de las altas cifras de septiembre y octubre. Esta devolución confirma el carácter volátil y transitorio de estas sorpresas. Además, refleja la dificultad para extraer conclusiones de los datos recientes sobre las tendencias inflacionarias, dado todos los cambios que están ocurriendo en la economía desde el inicio de la pandemia. De hecho, las expectativas del mercado han recogido el *shock* transitorio sobre los precios, mostrando vaivenes en el corto plazo, y estabilidad en torno a 3% a dos años plazo.

El escenario central considera que el IPC oscilará en torno a 3,0% en el 2021. Los efectos del retiro de los ahorros previsionales sobre la inflación se irán diluyendo en la medida que la reposición de stocks normalice la oferta de bienes y en que vaya aumentando la oferta de servicios, prevaleciendo en su evolución el estado de las holguras de la economía y su cierre paulatino. Así, la inflación descenderá hasta valores por debajo de 3% a principios del 2022, para luego converger a la meta en el horizonte de política.

## Recuadro IV.1: Dinámica inflacionaria, *shocks* de demanda y el rol de los factores de oferta

En septiembre y octubre, la inflación en Chile se ubicó significativamente por encima de las proyecciones del último IPoM y las expectativas de mercado. Esto se ha dado en el contexto de un importante *shock* de demanda positivo asociado al retiro de ahorros previsionales. A las presiones inflacionarias generadas por este aumento de la demanda agregada se suma una capacidad de respuesta limitada de la oferta, debido a los efectos de los confinamientos producto de la pandemia. A ello se puede agregar factores de corto plazo, relacionados con una rápida desacumulación de inventarios que incluso llegó a generar agotamientos de stock en algunos productos. Asimismo, es posible que exista un rol de factores de mediano plazo ligada a la destrucción de relaciones productivas entre empresas producida por la fuerte caída de la actividad económica tras el inicio de la pandemia. Este Recuadro describe la dinámica reciente de la inflación, analiza el rol de los factores de demanda y oferta asociados con ella, y plantea posibles perspectivas para el corto y mediano plazo.

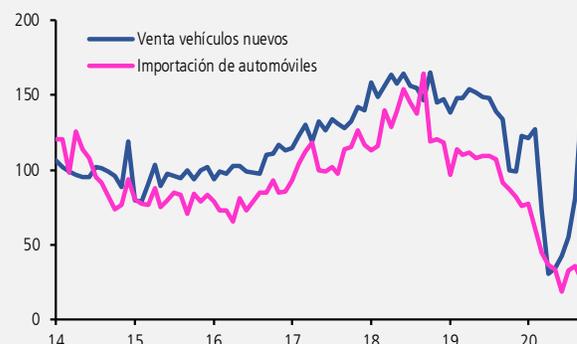
### El rol de los inventarios

Los inventarios de ciertas categorías de bienes tuvieron una importante desacumulación tras la aprobación del retiro de fondos previsionales, incluso produciéndose agotamientos de stock en algunos de ellos. Esto es corroborado por las percepciones recogidas en el IMCE y el [Informe de Percepciones de Negocios de noviembre](#). La comparación entre ventas e importaciones de bienes no producidos nacionalmente también es elocuente en este sentido: entre agosto y octubre las ventas mostraron un fuerte repunte, que no estuvo acompañado por aumentos de importaciones en una magnitud similar (gráfico IV.9). Ello puede explicarse por el carácter repentino del aumento de la demanda: dado que las órdenes de importación típicamente tardan meses en llegar, la oferta disponible dependerá en mayor medida de los inventarios existentes.

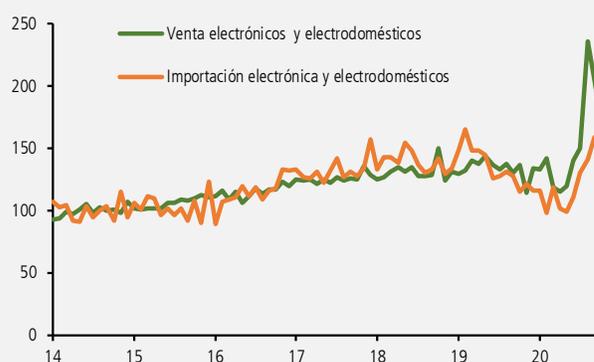
**Gráfico IV.9**

Ventas e importaciones reales (\*)  
(índice base 2014=100, desestacionalizado)

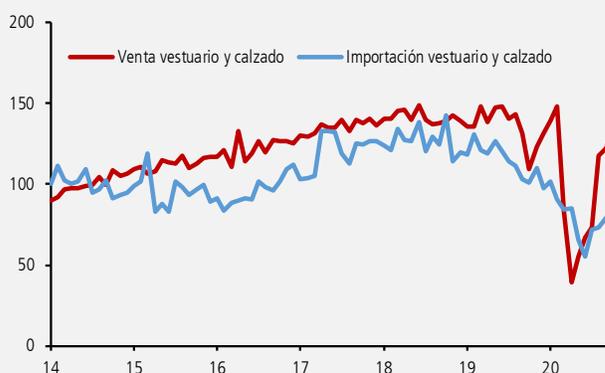
#### a) Automóviles



#### b) Electrónica y electrodomésticos



#### c) Vestuario y calzado



(\*) Importaciones nominales deflactadas por el IPC de Autos nuevos, Vestuario y calzado y Electrónicos (incluye: línea blanca, electrodomésticos, fax, equipos de audio y celulares), según corresponda. Importaciones de electrónica y electrodomésticos incluye celulares, computadores, televisores y electrodomésticos.

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

Es natural que en situaciones donde se producen agotamientos de stock debido a *shocks* transitorios de demanda, pueden generarse sobrerreacciones de precios<sup>1/</sup>. Si ante un *shock* transitorio los inventarios son suficientes, el aumento de precio será limitado y los inventarios se reducirán hasta que la demanda vuelva a su nivel “normal”; si lo excede, se producirán agotamientos de stock y una respuesta mayor de los precios.

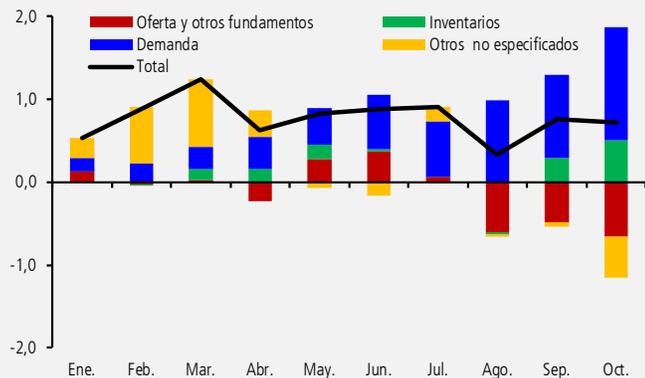
Para cuantificar el efecto del *shock* de demanda y el agotamiento de inventarios sobre los precios, se adopta la estrategia planteada por [Arroyo et al. \(2020\)](#), que permite estimar la contribución de estos factores a la variación mensual del precio en distintos sectores de la economía.

En el caso de los bienes electrónicos y electrodomésticos, la combinación de los efectos del *shock* de demanda y los agotamientos de inventarios constituyeron la fuente principal de presión al alza de los precios en septiembre y octubre. En el caso de los automóviles, el aumento de precios observado en octubre se explica casi completamente por el agotamiento de stocks. Finalmente, en el rubro vestuario, la contribución de ambos elementos también fue importante en septiembre y octubre, explicando algo más de la mitad del aumento de precios en dichos meses (gráfico IV.10).

#### Gráfico IV.10

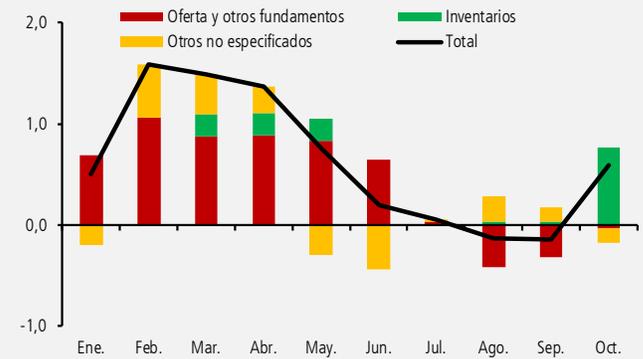
Descomposición de la variación de precios de distintos sectores (\*) (variación mensual, promedio móvil trimestral, porcentaje)

##### a) Electrónicos y electrodomésticos (2,5% del IPC)

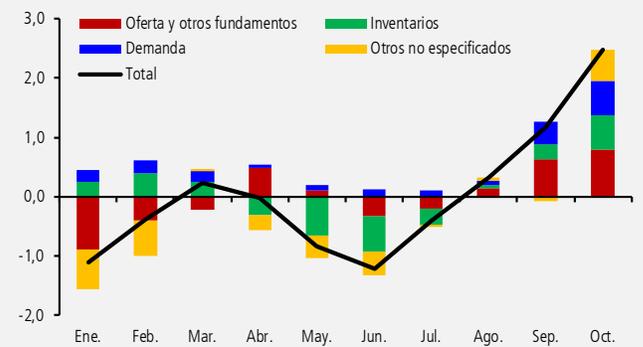


<sup>1/</sup> La teoría que estudia el rol de los inventarios en la formación de precios se conoce como “*competitive storage theory*” o teoría del almacenamiento competitivo. En ella se plantea que las empresas deciden el nivel de inventarios con el objetivo de trasladar oferta entre periodos y así maximizar las ganancias esperadas. En esta decisión entran dos elementos fundamentales: la tecnología de inventarios y las expectativas de precios. La tecnología hace referencia a la forma en que se acumulan inventarios, el costo de acumularlos y/o desacumularlos y su depreciación. En este punto existen

##### b) Autos (2,9% del IPC)



##### c) Vestuario y calzado (4,1% del IPC)



(\*) Otros fundamentos incluyen al tipo de cambio, las expectativas de consumidores y la dinámica inercial de la serie. Otros no especificados son las variaciones no explicadas por el modelo.

Fuente: [Arroyo et al. \(2020\)](#).

## El rol de la destrucción de relaciones productivas

Cuando ocurren caídas fuertes de la actividad económica, algunas de las relaciones entre empresas y sus proveedores pueden verse afectadas. Esto puede ocurrir por la quiebra o salida de dichos proveedores, o por la insuficiencia de la demanda de clientes finales que obliga a la empresa a suspender compras de ciertos proveedores. Si estas relaciones son difíciles de reconstruir, los costos podrían elevarse y reflejarse en presiones inflacionarias, sobre todo ante un episodio de aumento rápido de la demanda.

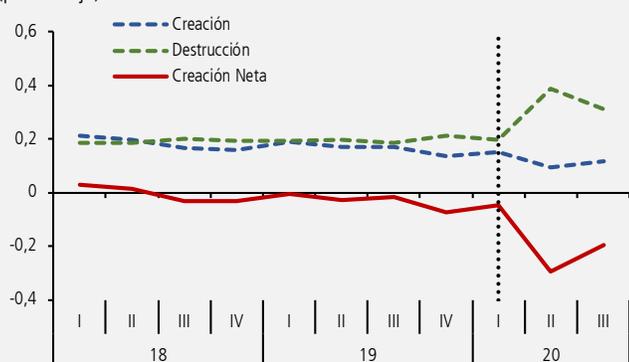
Para cuantificar este mecanismo, se construyen medidas de creación y destrucción de relaciones comerciales entre empresas y sus proveedores utilizando los datos anonimizados

varias alternativas de modelación. Respecto del rol de las expectativas, todas las teorías siguen una lógica similar. Si las empresas esperan que los precios suban (bajen), acumulan (desacumulan) inventarios. El precio de mercado surgirá entonces del equilibrio entre el nivel de demanda actual, el nivel de inventarios actual y los precios esperados.

de la factura electrónica<sup>2/</sup>. Los datos muestran que los niveles de creación bruta y neta de dichas relaciones son los más bajos desde que hay registros de la factura electrónica (primer trimestre del 2018), mientras que los niveles de destrucción bruta son los más altos (gráfico IV.11). En el segundo trimestre del 2020, se destruyó aproximadamente el 40% de las relaciones con proveedores y descontando la creación, la destrucción neta bordea el 30%. En el tercer trimestre, se observa una reversión parcial, coherente con la mayor apertura de la economía.

#### Gráfico IV.11

Creación y destrucción de relaciones con proveedores (1) (2) (3)  
(porcentaje)



(1) La figura documenta la creación y destrucción bruta, y la creación neta de relaciones productivas con proveedores en el tiempo, a nivel trimestral. (2) Empresas que pertenecen al directorio de Cuentas Nacionales, excluyendo aquellas ligadas a EGA y Administración Pública. (3) La línea vertical segmentada marca el comienzo de la pandemia.

Fuente: Banco Central de Chile.

Algunos antecedentes sugieren que en los sectores manufactureros, la creación neta de relaciones con proveedores podría tener una correlación negativa con la inflación<sup>3/</sup>. La importancia de este mecanismo para la inflación de mediano plazo dependerá de la rapidez con que las empresas puedan recomponer sus relaciones con proveedores y/o sustituirlas por otras comparables, fenómeno respecto del cual se sabe relativamente poco en la literatura académica<sup>4/</sup>.

## Conclusión

Los elevados registros de inflación de septiembre y octubre estuvieron concentrados en los bienes y servicios más afectados por el *shock* de demanda asociado al retiro de ahorros previsionales y, en el caso de los bienes, a

agotamientos de inventarios en algunos sectores específicos. Asimismo, se ha observado una ruptura de las relaciones productivas entre empresas que puede estar ocasionando disrupciones de oferta que se manifiestan en presiones inflacionarias. Por su naturaleza, el *shock* de demanda no será permanente —aunque su impacto se extendería durante algunos meses más, por el segundo retiro previsional— por lo que la presión inflacionaria de este factor debiera amainar a medida que se recompongan los inventarios.

<sup>2/</sup> La metodología adapta de las definiciones estándar introducidas por [Davis y Haltiwanger \(1992\)](#) en el contexto de la creación y destrucción de puestos de trabajo. Es preciso aclarar que estas medidas se refieren al número de relaciones, sin ponderar por el gasto en éstas. Asimismo, en estricto rigor, la destrucción puede estar incorporando relaciones que se hayan interrumpido por la pandemia, pero que pueden reactivarse en el futuro.

<sup>3/</sup> La falta de relación en servicios podría deberse a la imputación de un número significativo de estos componentes en el IPC por parte del INE, ante la dificultad de medir los precios en terreno en el contexto de la pandemia.

<sup>4/</sup> Esta idea se ha estudiado extensamente en la literatura macro del mercado laboral (por ejemplo, [Birinci et al., 2020](#), [Giupponi y Landais, 2018](#)) pero se sabe menos al respecto en el mercado de insumos intermedios (un par de excepciones son [Huneus 2018](#) y [Lim 2019](#)).

## V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

*Este capítulo presenta la trayectoria más probable para la política monetaria en los próximos dos años. Esta se basa en la evaluación del Consejo de la dinámica proyectada para la actividad, la demanda y sus efectos en la inflación en el horizonte de política, dada la información disponible al cierre de este IPoM. Además, describe escenarios de sensibilidad y explica cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria en esos casos.*

Las perspectivas de mediano plazo para la economía chilena siguen determinadas por los significativos impactos negativos de la pandemia, por lo que el Consejo reitera que mantendrá un elevado impulso monetario por un período prolongado de tiempo, de modo de asegurar la consolidación de la recuperación económica y el cumplimiento de sus objetivos. En el escenario central de proyecciones, la economía continuará una gradual senda de recuperación en los próximos trimestres, con lo que se sigue estimando que el cierre de holguras de capacidad y la convergencia de la inflación a 3% se consolidarán hacia el 2022. Con todo, el nivel de incertidumbre sigue siendo mayor que lo habitual, ya que la economía transita por un proceso de recuperación que enfrenta tanto los desafíos de la evolución de la pandemia como de la situación política tras la crisis social iniciada hace poco más de un año.

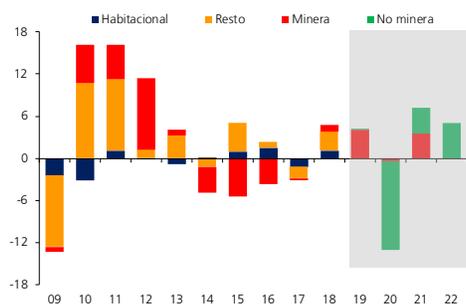
### **Proyecciones para la actividad y la demanda**

La economía chilena ha recuperado parte de la aguda caída que mostró tras el inicio de la pandemia, aunque a un ritmo más lento que lo anticipado en el IPoM anterior. Esto ha sido especialmente relevante para los rubros más afectados, como la construcción y buena parte de los servicios, donde la prolongación de las restricciones sanitarias y las medidas de distanciamiento social han tenido efectos muy significativos. Como resultado, la caída de la actividad en el 2020 será más pronunciada que lo previsto en septiembre.

Hacia adelante, el escenario central contempla que la actividad seguirá mejorando paulatinamente. Ello considera una situación sanitaria que permitirá que la movilidad a nivel nacional se mantenga

**Gráfico V.1**

Incidencias reales anuales en la FBCF (\*)  
(puntos porcentuales)



(\*) Los datos efectivos hasta el 2018 provienen de información contenida en Cuentas Nacionales para la inversión por clase de actividad económica. Para las proyecciones del 2019, 2020, 2021 y 2022 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

por sobre lo observado a mediados del 2020, más allá de que puedan existir avances y retrocesos en la fase de desconfiamiento por la que atraviesan las distintas comunas del país. Además, contempla que durante el 2021 se avanzará en el proceso de vacunación, acorde con lo anunciado por el Gobierno. En todo caso, las proyecciones consideran que la actividad de los sectores que implican una mayor interacción social continuará con una recuperación más rezagada, producto tanto de las restricciones a la oferta que seguirán presentes como de una demanda aún contenida ante el temor al contagio.

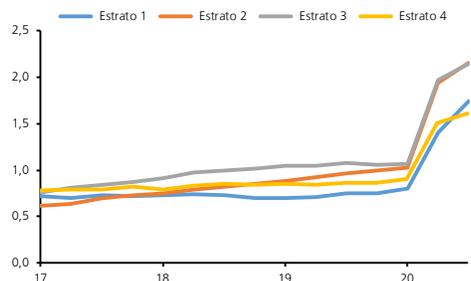
Además del aumento de la movilidad, la evolución de la actividad seguirá apoyada por una política monetaria que se mantendrá altamente expansiva y una política fiscal que continuará contribuyendo a la recuperación de la economía, de acuerdo con el presupuesto recientemente aprobado para el 2021 y la ejecución de los distintos planes y programas que se han anunciado en los últimos meses. Se agrega un mayor impulso externo respecto de este año, tanto por la recuperación de la actividad mundial como por mejores términos de intercambio. Además, la economía volverá a ser impulsada por el segundo retiro de ahorros previsionales, elevando la velocidad de expansión en el 2021 respecto de lo contemplado en el IPoM de septiembre. En el escenario central, se prevé que el segundo retiro tendrá un impacto del orden de 1 punto porcentual en el PIB. Este efecto es menor que lo estimado para el primer retiro, respondiendo en parte a que la caída de los ingresos provocada por la pandemia en el segundo y tercer trimestre ya ha sido más que compensada con las medidas previas. Ello lleva a anticipar una mayor fracción de ahorro por parte de los hogares sobre los montos retirados en esta ocasión. Se suma que los recursos que podrían retirarse se concentran en los quintiles de ingresos más altos —que tienen menos incentivos a utilizarlos para consumo (Recuadro III.1).

En este contexto, para el 2020 se proyecta que la economía se contraerá entre 6,25 y 5,75% anual, mientras que el 2021 crecerá entre 5,5 y 6,5%. En el 2022, los efectos base de comparación —producto del significativo impacto inicial de la pandemia— y el aumento transitorio del consumo ya no estarán presentes, con lo que el PIB crecerá entre 3,0 y 4,0%. También se asume que, durante el 2022, el impulso fiscal y monetario se irán reduciendo en la medida que la economía vaya consolidando su proceso de recuperación y cerrando las holguras.

En cuanto al gasto, el escenario central contempla que el consumo será impulsado por la recuperación del ingreso del trabajo, las transferencias gubernamentales y los ya mencionados retiros de una parte de los ahorros previsionales. Sobre estos últimos, las proyecciones consideran que sus mayores efectos en el consumo se registrarán entre fines de este año y la primera parte del próximo, y seguirá concentrado en bienes. Luego de ello, el consumo tendrá una

**Gráfico V.2**

Endeudamiento (1)(2)  
(ratio deuda/ventas)



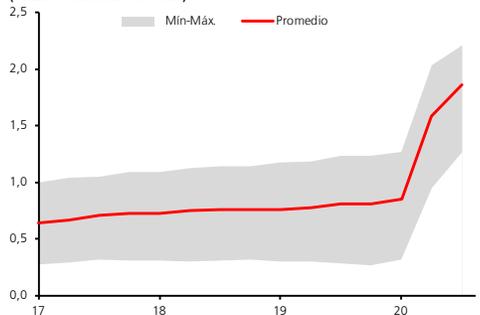
(1) La razón deuda a ventas se calcula a nivel de cada firma para cada período. El numerador corresponde al stock de deuda bancaria y externa de cada firma. El denominador se calcula como el promedio de las ventas reales de cada firma (deflactadas con la UF) entre el tercer trimestre del 2018 y el del 2019. El endeudamiento por estrato de ventas se calcula como la mediana entre las firmas correspondientes a cada estrato. (2) Estrato 1 y 2: ventas anuales menores a UF25.000. Estrato 3: ventas anuales mayores a UF 25.000 y menor a UF 100.000. Estrato 4: ventas anuales mayores a UF 100.000.  
Fuentes: Banco Central de Chile, Comisión para el Mercado Financiero y Servicio de Impuestos Internos.

evolución más acorde con sus fundamentos, en un contexto en que el empleo y los ingresos tendrán una mejoría paulatina. Esto último, se dará en un escenario en que, mientras no se logre la inmunidad de grupo<sup>1/</sup>, las medidas de distanciamiento social obligatorias y voluntarias continuarán afectando la operación de los sectores de servicios, que son más intensivos en el uso de mano de obra. Así, se estima que luego de caer 6,9% este año, el consumo privado crecerá 10,7% el 2021 y 1,9% el 2022.

El escenario central prevé una recuperación de la inversión, apoyada por la reapertura de la economía, la inversión pública, la continuación de los grandes proyectos de minería aplazados durante la pandemia y la elevada expansividad de la política monetaria. No obstante, la mejoría de la inversión será lenta, alcanzando los niveles previos al cuarto trimestre del 2019 recién a principios del 2023. Así, se estima que, luego de caer 13% este año, la formación bruta de capital fijo, crecerá 7,3% el 2021 y 5,1% el 2022 (gráfico V.1). Esta proyección está sujeta a una incertidumbre mayor que la habitual. Por un lado, el Catastro de la CBC reporta una mayor inversión para el próximo año, especialmente en proyectos mineros y energéticos, pero sin registrar aumentos relevantes en otros sectores. A su vez, el [Informe trimestral de la Asociación de empresas y consultores de ingeniería](#) muestra que la actividad de esa industria siguió deteriorándose, con una caída anual de 10,2% en el tercer trimestre. Dicho Informe señala la suspensión de las inversiones declaradas, al igual que la detención y ralentización de los proyectos. En cambio, la evolución de los precios de los activos financieros, la mejora de las expectativas y el incremento del valor del cobre podrían impulsar la inversión.

**Gráfico V.3**

Endeudamiento: sectores económicos (\*)  
(razón deuda/ventas)



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

El aumento relevante del apalancamiento de las empresas —que fue necesario para sobrellevar los meses más complejos de la pandemia y evitar la quiebra de un número importante de empresas— es otro elemento que podría explicar una recuperación más lenta de la inversión. El endeudamiento ha crecido en forma generalizada, aunque ha sido más intenso en firmas medianas y en los sectores de comercio, servicios empresariales y personales, que se cuentan entre los más golpeados por las medidas sanitarias y el comportamiento precautorio de los hogares (gráficos V.2 y V3). En un contexto de recuperación parcial de la actividad, la importante caída de las utilidades y el mencionado mayor endeudamiento, podrían limitar la capacidad de las empresas para comenzar nuevos proyectos. Se agrega el aún elevado nivel de incertidumbre sobre la evolución sanitaria, el ritmo de crecimiento y su composición, así como las preocupaciones respecto de la situación política del país y un eventual resurgimiento de episodios de violencia indicados en el [Informe de Percepciones de Negocios de noviembre](#).

<sup>1/</sup> Inmunidad de grupo es el bioestadístico que se observa en una población cuando una parte de ella se ha hecho inmune a una enfermedad previniendo que individuos no inmunizados se contagien.

**Tabla V.1**Crecimiento mundial (\*)  
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 00-07	Prom. 10-18	2019 (e)	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
Mundo a PPC	4,5	3,8	2,9	-4,0	5,4	4,5
Mundo a TC de mercado	3,3	3,2	2,5	-4,1	4,9	4,3
Socios comerciales	3,7	4,0	2,9	-2,7	5,5	4,2
Estados Unidos	2,7	2,3	2,2	-3,5	3,8	4,1
Eurozona	2,2	1,4	1,3	-7,4	4,8	5,1
Japón	1,5	1,4	0,7	-5,3	2,1	1,7
China	10,6	7,9	6,1	1,9	8,3	5,1
India	7,1	7,4	4,2	-8,7	7,0	5,6
Resto de Asia	5,3	4,6	3,4	-3,4	5,5	4,5
América Latina (excl. Chile)	3,4	2,0	-0,8	-8,0	3,2	3,1
Exp. de prod. básicos	3,1	2,4	1,5	-5,6	4,3	3,5

(\*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

Se estima que, en promedio, el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será algo mayor que lo considerado en septiembre. Ello, principalmente por las mejores cifras efectivas de los socios comerciales del tercer trimestre de este año y términos de intercambio más favorables. En particular, ha resaltado la resiliencia que ha mostrado el comercio de bienes a nivel global (Recuadro I.2). El escenario central contempla un crecimiento de los socios comerciales de 4,9% en promedio en el periodo 2021-2022 (4,6% en el IPoM de septiembre) (Tabla V.1). Sin embargo, la recuperación continuará siendo heterogénea entre países y sectores económicos, siendo más lenta en los servicios. Además, las perspectivas para la actividad mundial continúan determinadas por la evolución de la pandemia, contraponiéndose los rebotes, como en Estados Unidos y parte de Europa, con los avances en el proceso de desarrollo y aplicación de las diversas vacunas. De todos modos, aunque el aumento de los contagios ha sido importante, el impacto en la actividad se estima será menor que en las etapas iniciales de la pandemia (Recuadro I.1). Ello, en parte por la mejor preparación de los sistemas de salud y la mayor focalización de las medidas restrictivas. De hecho, si bien la movilidad se ha visto disminuida en los países que han reimpuesto restricciones (gráfico I.1), su deterioro no ha sido tan significativo como al inicio de la pandemia.

**Gráfico V.4**Términos de intercambio  
(índice 2013=100)

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

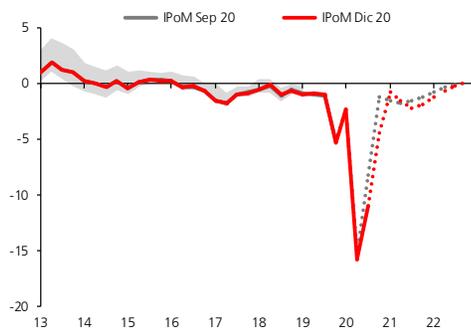
La economía china seguirá liderando la recuperación mundial, impulsada por la inversión pública y una mayor demanda externa por sus productos, la que continuará permeando al resto del mundo a través del comercio exterior. Ello, también explica el ajuste al alza de la proyección del precio del cobre respecto del IPoM anterior, pasando de US\$2,8 a 3,15 la libra en el periodo 2021-2022. Para el precio del petróleo, las proyecciones no muestran mayores cambios, ubicándose en torno a US\$48 dólares el barril (promedio Brent-WTI). Con ello, durante todo el horizonte de proyección, los términos de intercambio tendrán una trayectoria más favorable que la considerada en septiembre (gráfico V.4).

En Chile, los envíos de bienes al exterior también han sido más dinámicos que lo anticipado, lo que junto con la revisión de los datos de [Cuentas Nacionales](#) para el segundo trimestre del 2020, la corrección al alza del precio del cobre y una mayor debilidad de las importaciones, llevan estimar que la cuenta corriente tendrá un superávit de 0,9% del PIB este año (-1,5% en septiembre). Así, la proyección del déficit de la cuenta corriente medida a precios de tendencia<sup>2/</sup> se reduce de 3,5 a 1,6% del PIB el 2020. Para el 2021, la

<sup>2/</sup> Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustible considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos de los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio de largo plazo del cobre de US\$2,7 la libra y del petróleo de US\$70 el barril ([Recuadros V.2 IPoM septiembre 2012](#) y [V.1 diciembre 2015](#)).

### Gráfico V.5

Brecha de actividad (1) (2)  
(porcentaje)



(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver [Fornero y Zúñiga \(2017\)](#). (2) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. Fuente: Banco Central de Chile.

estimación del déficit de la cuenta corriente disminuye de 2,5 a 1,5% del PIB, también influenciado por el precio del cobre, que más que compensa la revisión al alza de las importaciones producto del retiro de los ahorros previsionales. Esto mismo lleva a que la estimación del déficit de la cuenta corriente medido a precios de tendencia aumente de 4,6 a 4,9% del PIB para el año 2021.

### Holguras de capacidad

Tras el abrupto y significativo aumento de la brecha de actividad en el segundo trimestre ésta comenzó a cerrarse. En el escenario central, dicho cierre culminará solo hacia el 2022. Esto considera una variación del PIB potencial de en torno a -1,2 y 0,2% en el 2020 y 2021, respectivamente (gráfico V.5).

Como se ha mencionado en otras ocasiones, la medición de la brecha de actividad está sujeta a un alto grado de incertidumbre, que en esta oportunidad sigue siendo mayor que lo habitual. Por ello, para evaluar sus implicancias para la trayectoria de inflación, es necesario analizar las holguras en los mercados de bienes y factores. En este sentido, distintos indicadores apuntan a que estas siguen siendo importantes en algunos mercados. Por un lado, la generación eléctrica se ha mantenido por debajo de su tendencia (gráfico V.6). Por otro, si bien el mercado laboral muestra una mejoría, como se observa en la creación de empleo, sus holguras siguen siendo relevantes. Todavía queda por recuperar una cantidad significativa de puestos de trabajos perdidos tras el inicio de la crisis social y la pandemia, y aún permanece un número relevante de trabajadores con sus contratos suspendidos. Una parte importante de estas pérdidas y suspensiones de empleo corresponde a las actividades de servicios, cuya recuperación ha sido más lenta. En este contexto, si bien la inactividad ha disminuido algo comparado con el último IPoM, sigue muy por sobre los valores habituales (en torno a 7 millones de personas en octubre versus 5,7 millones promedio en el 2019). Resalta que, en el caso de las mujeres, los datos reflejan que un porcentaje importante justifica su inactividad por responsabilidades familiares. Ello, en un contexto que el [Informe de Percepciones de Negocios de noviembre](#) también da cuenta de una mayor estabilidad en dicho mercado, con menos despidos y una mayor reincorporación de trabajadores suspendidos. Al mismo tiempo, informa de dificultades para cubrir vacantes en algunos rubros, lo que, entre otros, estaría relacionado con los temores al contagio y a las mencionadas dificultades para incorporarse a la fuerza laboral de las mujeres.

### Gráfico V.6

Generación eléctrica Sistema Eléctrico Nacional (SEN)  
(desviación respecto de su tendencial)

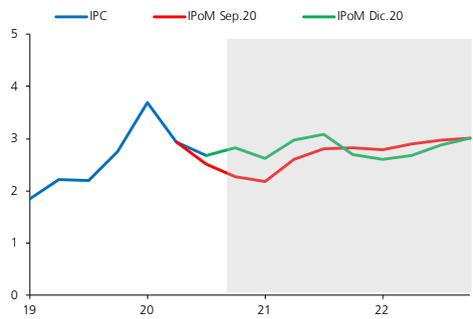


(\*) Componente cíclico se obtiene a partir de un band pass filter (Ver [Christiano y Fitzgerald 2003](#)).

Fuentes: Banco Central de Chile y Coordinador Eléctrico Nacional.

### Gráfico V.7

Proyección de inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2020, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

### Convergencia de la inflación

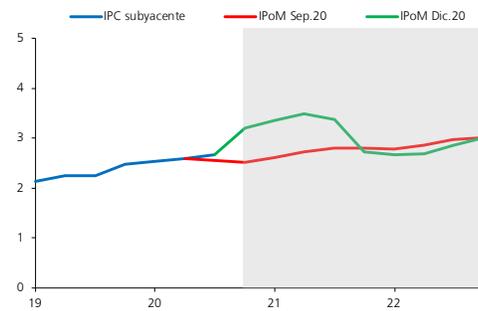
La inflación se ubica por sobre lo estimado en el IPoM anterior, respondiendo a las sorpresas al alza que se registraron en septiembre y octubre, y que fueron parcialmente compensadas en noviembre. En este período varios precios tuvieron movimientos importantes, destacando los bienes que fueron altamente demandados tras el *shock* al consumo que provocó el retiro de ahorros previsionales. Esto se dio en un contexto en que la respuesta de la oferta está limitada en el corto plazo. Aunque es una hipótesis aún en evaluación, la destrucción de relaciones productivas entre empresas, producto de la fuerte caída de la actividad económica tras el inicio de la pandemia, también puede haber generado cuellos de botella que redundan en presiones sobre ciertos precios, factor que podría seguir presente en los próximos meses (Recuadro IV.1).

Más allá de los vaivenes de corto plazo en la inflación, la amplia brecha de actividad abierta por la pandemia hace que las presiones inflacionarias de mediano plazo sigan acotadas. En lo principal, la economía continúa enfrentando importantes desafíos en la recuperación de los impactos que ha recibido en el último año, esperándose que tarde varios trimestres más en retomar los niveles de actividad vigentes al tercer trimestre del 2019 y en cerrar las holguras que se han creado en el mercado laboral. Así, la consolidación del proceso de convergencia de la inflación a la meta se dará solo durante el 2022.

En ese contexto, el escenario de proyección considera que el IPC oscilará en torno a 3,0% anual por varios trimestres, consolidándose su convergencia a la meta solo hacia el 2022. Esto contempla que los efectos del retiro de los ahorros previsionales sobre la inflación se irán diluyendo en la medida que la reposición de stocks normalice la oferta de bienes y en que la oferta de servicios aumente de forma gradual, prevaleciendo en su evolución el estado de las holguras de la economía y su cierre paulatino. Esto será más evidente en la inflación subyacente, que se ubicará por sobre 3% anual durante buena parte del 2021. Luego, descenderá a cifras inferiores a esa, convergiendo a 3% el último trimestre del 2022 (gráficos V.7 y V.8).

### Gráfico V.8

Proyección de inflación IPC subyacente (\*)  
(variación anual, porcentaje)



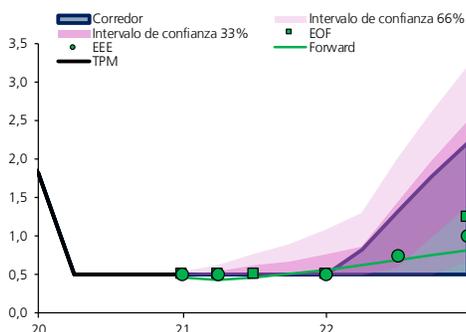
(\*) Medida por el IPC sin volátiles. El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2020, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

### Estrategia de política monetaria

El Consejo ha señalado que mantendrá un elevado impulso monetario por un periodo prolongado de tiempo, de modo de asegurar la consolidación de la recuperación económica y el cumplimiento de los objetivos del Banco. En particular, prevé que la TPM seguirá en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años. Las medidas no convencionales continuarán en aplicación. Esto considera que el stock total de bonos bancarios adquiridos en virtud de distintos programas —alrededor de US\$8 mil

### Gráfico V.9

Corredor de TPM (\*)  
(porcentaje)



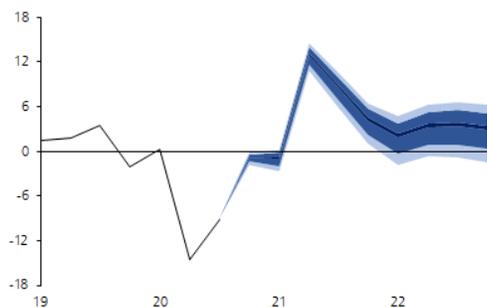
(\*) El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#). Incluye la EOF publicada el 2 de diciembre, la EEE publicada el 9 de noviembre y la curva *forward* que se deriva de los precios de los activos financieros cierre estadístico.  
Fuente: Banco Central de Chile.

millones— se mantendrá por los próximos seis meses, reinvertiendo los cupones que vayan venciendo. Esto excluye las compras realizadas bajo el programa CC-VP. En relación con la FCIC, el Consejo decidió no introducir cambios en el total de recursos disponibles y las condiciones para su utilización. No obstante, evaluará su posible extensión y cambios en los parámetros de acceso que faciliten su uso para responder a las necesidades de la economía en esta etapa.

Como siempre, existen escenarios de sensibilidad, donde la evolución de la situación macroeconómica podría significar ajustes al impulso monetario, tal como se deriva del [corredor de la TPM](#) (gráfico V.9). Al igual que trimestres anteriores, la incertidumbre sigue siendo mayor que la habitual, con proyecciones muy condicionadas a la evolución de la pandemia y sus implicancias en los ingresos de empresas y personas. Por un lado, el riesgo que un aumento significativo de los contagios haga necesario reimponer cuarentenas en forma simultánea a un porcentaje importante de la población sigue plenamente vigente. Una situación como esta podría tener efectos económicos relevantes, haciendo necesario evaluar acciones que aumenten el impulso monetario. A mediano plazo, sin embargo, los avances en el desarrollo de vacunas, reducen la probabilidad de que este escenario tenga un impacto tan significativo en la economía como el observado al inicio de la pandemia. De hecho, si el proceso de vacunación comienza antes en Chile, la inmunidad de grupo podría alcanzarse en un plazo más breve. Ello permitiría liberar algunas restricciones de oferta, con lo que las expectativas y la demanda tendrían una recuperación más rápida y profunda. En la medida que domine la recuperación de la oferta en dicho escenario, es posible que la trayectoria de política monetaria no se vea alterada mayormente respecto del escenario central.

### Gráfico V.10

Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (\*)  
(variación anual, porcentaje)



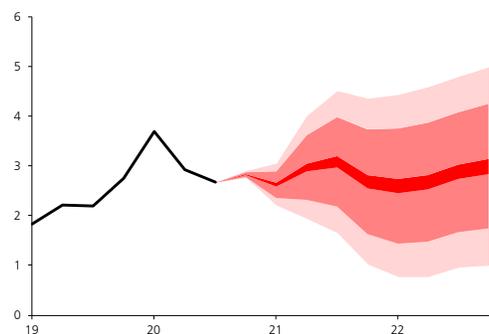
(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo.

Fuente: Banco Central de Chile.

Más allá de la evolución de la pandemia, siguen estando presentes las dudas en torno a las cicatrices que esta dejará en la economía y que pueden afectar la convergencia de la inflación a la meta en direcciones opuestas, dependiendo de sus impactos relativos en la demanda y oferta. Así, futuros ajustes en la política monetaria en torno a estas fuerzas dependerán en buena medida de cuál de ellas predomine. La alta incertidumbre y el elevado endeudamiento corporativo podría disminuir la capacidad de las empresas de invertir y contratar por más tiempo que lo considerado en el escenario central. Además, como se ha mencionado en otras ocasiones, la pandemia puede generar cambios más permanentes en la forma de operar de los distintos sectores económicos, fomentando la reasignación de recursos entre los mismos y afectando el crecimiento de largo plazo. Ello, entre otras razones, porque el mercado laboral puede tardar algún tiempo en adaptarse, especialmente si las competencias de las personas que quedaron sin empleo en este ciclo puedan ir quedando obsoletas en el tiempo y se producen desajustes entre las competencias requeridas y ofrecidas.

### Gráfico V.11

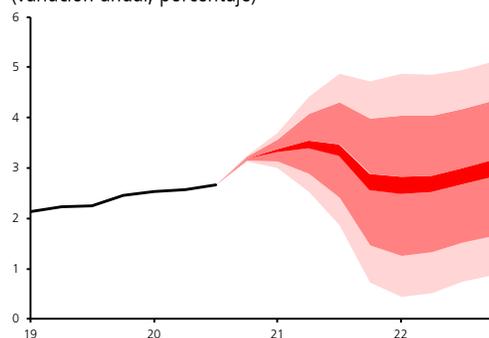
Proyección de inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

### Gráfico V.12

Proyección de IPC subyacente (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Medida por el IPC sin volátiles. El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Aunque los riesgos sanitarios parecen más equilibrados, en particular en el mediano plazo, las secuelas de la crisis sugieren un panorama económico con riesgos balanceados para la inflación, pero sesgados a la baja para la actividad (gráficos V.10, V.11 y V.12). La economía transita por un proceso de recuperación que enfrenta tanto los desafíos de la pandemia como de la evolución de la situación política del país tras el inicio de la crisis social iniciada hace poco más de un año. El escenario central asume que este proceso seguirá encauzado por la vía institucional aprobada por el Congreso. Debe considerarse que el gobierno, las empresas, los hogares y las instituciones financieras han sobrellevado las presiones de los últimos quince meses usando extensamente las holguras acumuladas en años anteriores, lo que ha deteriorado su posición patrimonial. Esto, como se ha señalado en Informes previos, aumenta la vulnerabilidad ante la materialización de escenarios negativos, los que podrían comprometer de forma significativa la recuperación de la economía y tener consecuencias severas sobre el bienestar de las familias y la viabilidad de muchas empresas. La política monetaria seguirá apoyando la recuperación económica con condiciones financieras adecuadas para hogares y empresas, manteniendo la inflación bajo control y preservando la estabilidad financiera.

# GLOSARIO

**América Latina:** Comprende a Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, México y Perú, ponderados a PPC según cifras del World Economic Outlook (WEO, Octubre 2020).

**Brecha de actividad:** Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Minería (PIB no minero).

**Crecimiento mundial:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI (WEO, Octubre 2020). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2020-2022 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 85% del PIB mundial. Para el 15% restante, se considera un crecimiento promedio ponderado entre las principales economías avanzadas, y emergentes.

**Crecimiento mundial a TC de mercado:** Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI (WEO, Octubre 2020). Los países considerados representan aproximadamente el 91% del PIB mundial. Para el 9% restante se considera un crecimiento promedio ponderado entre las principales economías avanzadas, y emergentes.

**Crecimiento socios comerciales:** Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino, aproximadamente, del 94% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2019.

**Escenario central de proyecciones:** Se define como aquel escenario al cual el consejo le asigna una probabilidad mayor de ocurrencia.

**Escenarios de sensibilidad:** Escenarios alternativos a los cuales el consejo le asigna probabilidad de ocurrencia comparable con el del escenario central.

**Escenario base:** Incluye tanto al escenario central de proyecciones, como a aquellos escenarios de sensibilidad cuyas implicancias en el crecimiento de la actividad y demanda sean coherentes con el rango de proyecciones de cada IPoM, pero que podrían requerir distintas trayectorias de PM para lograr la convergencia de la inflación en el horizonte de política.

**Escenarios de riesgo:** Considerados por el Consejo como menos probables, corresponden a los más extremos, y se explican en los capítulos correspondientes de cada IPoM.

**Exportadores de productos básicos:** Comprende a Australia, Canadá y Nueva Zelanda, ponderados a PPC (según cifras WEO, Octubre 2020).

**Holguras de capacidad:** Conjunto más amplio de indicadores para la medición de las presiones inflacionarias. Para ello, además de la brecha de actividad, se considera entre otros elementos, las condiciones en el mercado laboral, el consumo eléctrico y el uso de la capacidad instalada de las empresas.

**Horizonte de política:** De acuerdo con el marco de política monetaria del BCCh, este período es de dos años a partir del momento en que se realizan proyecciones y donde la inflación debe converger a su meta. La TPM proyectada debe ser entonces consistente con este objetivo.

**Horizonte de proyección:** Período para el cual se realiza la proyección macroeconómica con los modelos empleados por el BCCh. Normalmente este periodo es de tres años.

**IPCSAE:** IPC excluyendo los precios de alimentos y energía, permaneciendo el 73,2% de la canasta total. El índice está compuesto por el IPCSAE de bienes e IPCSAE de servicios.

**IPC sin volátiles:** IPC excluyendo los elementos volátiles de la canasta y representa el 65,1% de la canasta total. El índice está compuesto por el IPC sin volátiles de servicios y el IPC sin volátiles de bienes.

**IPC volátiles:** Representa 34,9% de la canasta del IPC. Este índice está compuesto por el IPC alimentos volátiles, energía volátiles y resto volátiles.

**IPE:** Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los Índices de Precios al por Mayor (IPM), expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales que componen el TCM.

**PIB potencial:** Constituye la capacidad productiva actual de la economía. Esta medida también se denomina PIB potencial de corto plazo.

**PIB tendencial:** Constituye el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, donde el efecto de los *shocks* que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos.

**Resto de Asia:** Comprende a Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán, ponderados a PPC (según cifras WEO, Octubre 2020).

**TCM:** Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2020 considera a Alemania, Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, EE.UU., Francia, India, Italia, Japón, México, Países Bajos, Paraguay, Perú, Reino Unido, Rep. Corea y Vietnam, ponderados según el flujo de comercio internacional.

**TCM-X:** TCM que excluye al dólar estadounidense.

**TCM-5:** Agrupa las monedas de EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la Eurozona.

**TCN:** Tipo de cambio nominal.

**TCR:** Medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

**TPM neutral:** Se define como aquella tasa que es coherente con un PIB en su nivel de equilibrio de largo plazo, una vez que los efectos de los *shocks* transitorios en la economía se han disipado, y con una inflación que se ubica en la meta de 3%. Esta tasa es uno de los parámetros estructurales que el Consejo utiliza para la evaluación del estado actual de la economía, sus perspectivas y para la calibración de la política monetaria. La política monetaria se considera expansiva (contractiva) cuando la TPM es inferior (superior) a la TPM neutral.

**TPM mínimo técnico:** El *effective lower bound*, como normalmente se le conoce en la literatura especializada, es un parámetro estructural, tal como lo son la TPM neutral, y los crecimientos tendencial y potencial de la economía chilena. Este nivel de la tasa es la que el Consejo estima es el mínimo que permite mantener un funcionamiento adecuado de los mercados monetarios.

Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales

DICIEMBRE 2020

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º 17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA** Diciembre 2020