



PREGUNTAS Y RESPUESTAS

IPoM marzo 2021

1. ¿Qué explica la corrección al alza de la proyección para el 2021?

Las perspectivas de actividad para este año son superiores a las previstas en el IPoM de diciembre, dado el mejor punto de partida dejado por la economía entre fines del 2020 y comienzos del 2021, el favorable panorama internacional y el rápido avance del proceso de vacunación.

En el cuarto trimestre del 2020 y los primeros meses del 2021 la economía tuvo un crecimiento mayor al previsto. Ello se debió principalmente a varios factores. Por un lado, el menor efecto que tuvieron las restricciones sanitarias en la economía, en lo que incide la adaptación de las empresas y hogares para operar en un contexto de pandemia; y los propios ajustes que se fueron realizando a las fases del plan Paso a Paso. Por otro, el impulso que recibió la demanda en la última parte del 2020, ya fuera por la propia recuperación de la economía, el empleo y los ingresos, como por la liquidez que inyectó el retiro parcial de los ahorros previsionales. A esto se sumó la mayor demanda externa debido a la recuperación que mostraron los socios comerciales, y el impacto que ello tuvo sobre el volumen y el precio de las exportaciones, en particular el valor de la libra de cobre. Todos estos factores llevaron a que el punto de partida para las proyecciones sea más alto de lo contemplado en el IPoM de diciembre.

Hacia adelante, más allá de las semanas difíciles que estamos enfrentando en materia sanitaria, hay dos elementos que apoyan mejores cifras. Por una parte, una nueva evaluación sobre el efecto que el proceso de vacunación tendrá sobre la apertura de la economía. Desde diciembre a la fecha se han podido recopilar más antecedentes sobre esta materia, principalmente por la experiencia de países que van más adelantados que Chile en el proceso de inoculación de su población, como por ejemplo Israel. Así, la evaluación actual es que este proceso permitirá una apertura avanzada de la economía en la segunda mitad del 2021, antes que lo contemplado en el IPoM de diciembre. En todo caso, debe resaltarse la velocidad del programa de vacunación chileno, una de la más elevadas a nivel global, y que destaca en un contexto en que otros países han tenido dificultades para desarrollarlos junto a inconvenientes respecto de la disposición de vacunas. Por último, el impulso externo que recibirá la economía chilena será mayor, dando cuenta de los ya mencionados avances en la recuperación de los socios comerciales y la mejora de los términos de intercambio.

2. ¿Qué efectos tendrán las nuevas cuarentenas en la actividad? ¿Están consideradas en las proyecciones del Banco?

Las proyecciones del IPoM fueron cerradas en la última semana de marzo, cuando las autoridades sanitarias ya habían decretado cuarentena para una fracción muy significativa de la población. Por lo tanto, están consideradas en las proyecciones.

Las proyecciones suponen que las cuarentenas impactarán negativamente la actividad, con un efecto que será importante en abril. Comparado con comienzos de la pandemia, el efecto será menor, pues muchas empresas y hogares se han ido adaptando para poder operar bajo estas condiciones, las restricciones son distintas a las de comienzo de la pandemia y las políticas públicas ya tienen mecanismos funcionando para apoyar los más vulnerables.

Las cuarentenas decretadas durante marzo han llevado a que, a la publicación de este IPoM, cerca del 85% de la población nacional se encuentre en la fase más estricta del plan Paso a Paso. Esto tiene implicancias negativas para la actividad, pues hay un número muy significativo de sectores que ven afectado su desempeño en cuarentena. Sin embargo, el proceso de adaptación que se ha ido produciendo a lo largo de los últimos trimestres provoca que los efectos sean menores que al inicio de la pandemia, tanto porque las empresas y hogares han tenido un proceso de aprendizaje importante, como porque el plan Paso a Paso se ha ido modificando para permitir la operación de ciertos sectores aun en cuarentena. Casos como el de la educación a través de plataformas online, el desarrollo del comercio electrónico, los servicios logísticos y la construcción privada son ejemplos de este conjunto de cambios.

En la medida que la situación sanitaria mejore, en especial porque el proceso de vacunación continúe su avance, estas restricciones debieran ir reduciéndose, tal como ha sucedido en países más avanzados en dicho proceso.

3. ¿Cuál es el efecto de la vacunación en la economía? ¿Cuánto impacta?

La vacunación es fundamental para evitar que las personas se enfermen gravemente. De esta forma, si se logra inocular a una alta proporción de la población, las estrictas medidas de confinamiento por la que estamos atravesando en Chile se reducirán fuertemente, y las empresas y hogares podrán retomar sus actividades habituales manteniendo el autocuidado sanitario.

En el escenario central de este IPoM, se estima que el proceso de apertura de la economía podría iniciarse hacia mediados de año, para alcanzar una etapa avanzada en la segunda mitad del 2021. Ello supone un adelantamiento respecto de lo que se previó en el IPoM de diciembre, cuando la apertura avanzada solo se alcanzaba entre fines de este año y comienzos del próximo. El cambio recoge la experiencia de Israel, país más avanzado que Chile en el proceso de vacunación. En todo caso, al igual que en Chile, el programa se dio casi a la par de un fuerte aumento de los contagios, pero pasadas unas semanas críticas los contagios fueron cediendo, y actualmente ya se han podido retomar actividades como los espectáculos culturales con público, entre otras. Este factor es clave —aunque no el único— para justificar el ajuste al alza del rango de crecimiento que se proyecta para este año, que pasó del rango 5,5-6,5% a uno de 6,0-7,0%.

También debe destacarse la capacidad que ha tenido el país para cumplir con el calendario de vacunación previsto, lo que ha significado un rápido desarrollo del proceso y resalta cuando un grupo importante de países han tenido problemas para implementar un proceso efectivo. Asimismo, la disponibilidad de vacunas que posee el país también es un punto relevante, especialmente en momentos en que se observan algunos conflictos al respecto en algunos países de Europa y la producción de algunos laboratorios ha tenido complicaciones.

4. ¿Por qué la inversión se ha recuperado más lento que el consumo? ¿Qué pasará hacia adelante con la inversión? ¿y con el consumo?

La inversión ha mostrado una recuperación más lenta que el consumo, afectada por la alta incertidumbre sobre el desarrollo de la pandemia, sus efectos sobre la actividad y la carga financiera de las empresas.

En el segundo semestre del 2020, se reactivaron varios de los grandes proyectos que se habían detenido y los datos en el margen muestran mayor dinamismo de las importaciones de bienes de capital. Sin embargo, su velocidad de recuperación ha sido lenta y no se prevé una aceleración importante de la inversión privada no minera. De hecho, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital de diciembre disminuyó inversión prevista para este año, por la salida de proyectos inmobiliarios y la reprogramación de proyectos mineros e industriales. Se suma que las restricciones sanitarias afectaron la ejecución de la inversión pública durante el 2020.

En el Informe de Percepciones de Negocios de febrero, los entrevistados señalaron que las inversiones estaban focalizadas en la renovación de maquinaria e infraestructura existente y la automatización de procesos. De hecho, la encuesta que forma parte del IPN mostraba que los proyectos de inversión estaban afectados por la incertidumbre respecto de la evolución de la situación económica, la percepción de una demanda insuficiente, la incertidumbre política y factores relacionados al endeudamiento de las empresas.

5. ¿Qué proyectan para el mercado laboral? ¿Cuándo veremos una tasa de desempleo bajo 10%?

El mercado laboral también se ha ido recuperando de los efectos que provocó el *shock* del Covid-19. Sin embargo, este proceso ha sido más lento que lo observado para la actividad, por lo que aún persisten brechas respecto de los niveles de empleo previos a la pandemia. En el escenario central de proyecciones del IPoM se asume que el empleo siga recuperándose en los próximos trimestres, pero existen riesgos importantes.

El *shock* del Covid-19 provocó una significativa destrucción de empleos y la suspensión de un número importante de trabajadores. El punto más álgido se dio hacia mediados del 2020. Desde entonces, el empleo se ha recuperado tanto en su componente asalariado como por cuenta propia. No obstante, aún no se ha logrado recomponer el total de trabajos que existía previo a la pandemia. La suspensión de contratos también se ha reducido respecto de mitad del 2020, con algunas oscilaciones relacionadas a la evolución

de las restricciones sanitarias. En adelante, el escenario de proyecciones prevé que el empleo continuará su proceso de recuperación, lo que será apoyado por la evolución de la actividad y el proceso de apertura de la economía. Esto beneficiará especialmente a los sectores de servicios, los más intensivos en la contratación de personas. De todos modos, existen riesgos importantes respecto de la evolución del empleo, en particular si la situación sanitaria es más compleja o se extiende por más tiempo que lo previsto.

Respecto de la tasa de desempleo, una singularidad de la crisis del Covid-19 ha sido el fuerte aumento de la inactividad —personas que no están buscando trabajo—, la que se relaciona tanto con la situación económica como con la necesidad de dejar el empleo para dedicarse a las responsabilidades familiares. Este último factor ha afectado de forma importante a las mujeres. **Qué ocurra con la tasa de desempleo en los próximos meses es difícil de anticipar dado que su comportamiento no solo dependerá de lo que suceda con el empleo, sino que también de cómo se comporte la inactividad y cómo se reincorporarán al mercado laboral las personas que hoy están en esta situación.** Este también es un desafío importante para la economía, que en los últimos años había mostrado un importante avance en la participación femenina y que debe generar las condiciones para retomar esa senda.

6. ¿Cuánto tiempo se quedará sobre US\$4 la libra el precio del cobre?

Existen varios elementos detrás del alza que ha tenido el precio del cobre, algunos de los cuales se prevén temporales y otros, más permanentes. Eso lleva a que en el escenario base de este IPoM se prevea una leve baja de su precio, que lo llevarán a promediar US\$3,95 la libra este año y 3,75 el próximo.

Dentro de los factores más temporales está, por ejemplo, la detención de las operaciones en algunos yacimientos derivadas por motivos propios de la pandemia, elemento que debiera ir cediendo en la medida que avance el proceso de vacunación. También afecta la depreciación que el dólar ha tenido en el último tiempo y que probablemente se revierta, considerando el mejor desempeño relativo esperado para EE.UU. respecto del resto de las economías, esto impulsado por el significativo paquete fiscal anunciado recientemente. Si bien se trata de un tema en desarrollo, dentro de los factores más permanentes que podrían afectar el precio del metal está la expectativa de mayor utilización de energías verdes en los años venideros.

7. El Banco proyecta que la inflación se acercará a 4% a mediados de año, ¿por qué sucede eso? ¿qué hará que vuelva a la meta?

En el escenario central de proyecciones, la inflación se acercará a 4% entre el segundo y tercer trimestre, impulsada por el comportamiento de algunos precios volátiles, en especial el precio de los combustibles. En la medida que este efecto transitorio vaya desapareciendo, la inflación retomará niveles en torno a 3%. De hecho, la inflación subyacente —que no considera los volátiles— se reducirá hasta cerca de 2,5% a fines de este año, para luego retornar a 3% en el 2022.

En el escenario central de proyección se espera que los problemas de oferta, escasez de inventarios y las presiones de demanda asociadas a los retiros de las AFP, vayan perdiendo relevancia como determinantes de la inflación. Las brechas de actividad y del mercado laboral que aún persisten en nuestra economía serán el principal determinante a mediano plazo.

Así, se proyecta que los registros mensuales de inflación se mantengan acotados, con una inflación subyacente que incluso se reducirá levemente, especialmente en el componente de servicios y con menores presiones en bienes en la medida que se materialice el efecto en precios de la apreciación cambiaria de los últimos meses.

No obstante, los reducidos registros de inflación que tuvieron lugar entre abril y julio del año pasado dejan una base inusualmente baja para la comparación interanual. Ello, junto a mayores precios internacionales de combustibles respecto a diciembre, explica que se proyecte una variación interanual elevada (próxima al 4%) a mediados del 2021. A medida que avance el año, los efectos base irán desapareciendo de la variación anual y la inflación ira convergiendo a la meta.

8.¿Cuándo comenzarán a aumentar la TPM? ¿Hay un cambio en la orientación de la política monetaria?

Como siempre, la decisión de realizar o no cambios en la TPM se analiza en cada Reunión de Política Monetaria, a la luz de los antecedentes que se van recopilando y cómo afectan el escenario macroeconómico y la convergencia de la inflación a la meta.

El Consejo considera que, si bien las perspectivas para la economía han mejorado, la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política requiere que la política monetaria siga siendo altamente expansiva.

Con esto, la TPM se mantendrá en su mínimo de 0,5% hasta que la recuperación de la economía se afiance y se vaya propagando a los componentes del gasto más rezagados, lo que aún tomará varios trimestres. El Consejo reitera que futuros cambios en la política monetaria dependerán de la evolución del panorama macroeconómico y sus implicancias para la evolución de la inflación. Respecto de las medidas no convencionales, estas seguirán operando en las condiciones vigentes, complementando la orientación de la política monetaria definida por la TPM, y sus eventuales modificaciones serán anunciadas con suficiente anticipación.

Esto implica que no existe una fecha predeterminada sobre cuándo comenzará a revisarse el impulso monetario, pues ello dependerá de la evolución que vaya teniendo la economía, sus perspectivas y las consecuencias de ello sobre la trayectoria de convergencia de la inflación. De hecho, el IPoM analiza escenarios de sensibilidad donde ciertos aspectos pueden comportarse de forma distinta a lo supuesto y llevar a una trayectoria de política monetaria distinta. Así, existen escenarios donde la expansividad de la política monetaria podría extenderse por más tiempo, por ejemplo, si la situación sanitaria no mejora según lo previsto o si el empleo y la inversión tardan más en recuperarse. También existen escenarios donde el retiro podría acelerarse, lo que se daría si el consumo aumentara por sobre lo previsto ante la acumulación de liquidez que se observa en la economía.

Preguntas frecuentes sobre el IPoM

9. ¿Qué es el IPoM?

El Informe de Política Monetaria (el IPoM), es un documento oficial del Consejo del Banco Central que tiene como propósitos principales: (i) Informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general su visión 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. El IPoM responde además a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central 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.

El IPoM incluye también una sección (Capítulo 5) donde se presentan las consideraciones detrás de la estrategia de política monetaria para los próximos trimestres, y se describe cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria ante determinadas modificaciones al escenario central. Estos escenarios son los llamados escenarios de sensibilidad, que implican situaciones donde la economía se comportaría dentro de los rangos previstos en la proyección de crecimiento, pero el logro de la meta de inflación requeriría de una trayectoria de política monetaria distinta.

En el IPoM también se discuten escenarios más extremos, los llamados escenarios de riesgo. En este tipo de situaciones, la economía saldría de los límites que considera el rango de crecimiento y la política monetaria, sin duda, sería distinta. Tanto los escenarios de sensibilidad como los de riesgo juegan un rol importante para la toma de decisiones del Consejo, pues le permiten prevenir el curso de acción ante eventos que modifiquen el panorama económico previsto. De hecho, el impacto de estos escenarios de sensibilidad sobre la política monetaria es recogido en el llamado “Corredor de la TPM”, gráfico que se publica en el Capítulo 5 del Informe, y que da cuenta de los márgenes en que se movería la TPM en los próximos dos años si alguna de estos escenarios de sensibilidad se cumpliera.

10. ¿Qué significa que el BC tenga un esquema de metas de inflación y tipo de cambio flotante? ¿Cuál es la meta de inflación?

El Banco conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Esto es parecido a lo que se hace en otros países del mundo que, como Chile, tienen flotación cambiaria, y se denomina ‘Esquema de Metas de Inflación’. En este marco de políticas, el Banco se compromete a que la inflación proyectada a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Este compromiso guía las expectativas de las personas y empresas, y para su cumplimiento es fundamental informar a la ciudadanía sobre el diagnóstico que el Consejo del Banco tiene del estado de

la economía, así como las acciones de política que podría tomar en diferentes coyunturas. Para conseguir esto, y con ello mantener la credibilidad en el logro de la meta de inflación, el Banco ha implementado una política de transparencia activa, que considera la publicación del IPoM y otros informes, el acceso libre a la información contenida en la página web institucional, la presentación en espacios públicos de sus informes y el contacto permanente con la ciudadanía, entre otros.

La meta de inflación de 3% se define respecto de la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), a partir de la evolución mensual de los precios de una canasta representativa de consumo de bienes y servicios. Se considera un horizonte de dos años para la meta de inflación, entre otros elementos, porque los efectos de las medidas que adopta el Banco demoran en reflejarse en la economía.

La existencia de un régimen de flotación cambiaria (que el tipo de cambio se determine libremente por las fuerzas del mercado) ayuda a la política monetaria, porque permite que el tipo de cambio haga los ajustes de precios para adaptarse a eventos externos que puedan afectar a la economía chilena.

11. A qué se refieren con el horizonte de política, ¿cómo se diferencia con el de proyección?

El Consejo del Banco Central conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Por ello, el horizonte de política se refiere a este plazo de dos años. En cambio, el horizonte al cual el Banco realiza sus proyecciones es algo diferente. En particular, en cada IPoM se incluyen proyecciones para distintas variables para el año en curso y dos años completos adicionales.

12. ¿Qué es el sesgo de política?, ¿cómo leer el corredor?

El Consejo decide el nivel de la tasa de interés de política monetaria (TPM) en la Reunión de Política Monetaria que se realiza ocho veces al año. En esa reunión, el Consejo revisa la evolución de la economía, sus perspectivas y las implicancias para la convergencia de la inflación a la meta de 3%. Acorde con esto, determina si es necesario modificar la orientación de la política monetaria, ya sea decidiendo un cambio inmediato de la TPM o comunicando que lo habrá en algún futuro cercano, o si la orientación permanecerá sin cambios. Esta orientación prospectiva de la política es lo que comunica el sesgo.

El corredor de tasas envuelve las trayectorias probables en torno al escenario central descrito en el IPoM, y las trayectorias asociadas a los escenarios de sensibilidad en torno a éste. Se trata así de un corredor dentro del cual es más probable se mueva la TPM dada la información actual. Igualmente, existen escenarios de riesgos que podrían llevar a que la tasa se mueva fuera de dicho corredor. El corredor de la TPM se publica en el Capítulo 5 del IPoM, y el Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020 presenta su metodología de construcción.

13. ¿Qué material adicional se publica junto con el IPoM?

La publicación del IPoM es complementada con un set de información dirigido a distintos tipos de público, y que tiene por objetivo mejorar el entendimiento de las decisiones del Consejo y la orientación futura de la política monetaria. Así, para el público especialista, el Informe es complementado con minutas sobre investigación que se ha realizado en el Banco, archivos que recolectan información histórica sobre las proyecciones y presentaciones técnicas a cargo del Consejo y miembros del staff del Banco. Para el público general, el IPoM se complementa con infografías que resumen de manera más sencilla los contenidos del Informe, presentaciones que recogen los principales temas incluidos en él, un set de preguntas y respuestas para relevar los principales temas del IPoM y un video que presenta de forma simple la información incluida en el Informe. Además, el Consejo y miembros del staff del Banco realizan presentaciones en diversas instancias para que el público general pueda acceder a estos contenidos de primera fuente.