



**PRESENTACIÓN DE LA CUENTA ANUAL DEL BANCO  
CENTRAL DE CHILE ANTE EL HONORABLE SENADO DE LA  
REPÚBLICA\***

Mario Marcel

Presidente

Banco Central de Chile

1 de septiembre de 2021

## **INTRODUCCIÓN**

Señora Presidenta del Senado, senadora Ximena Rincón, honorables senadoras y senadores, a nombre del Consejo del Banco Central de Chile agradezco la invitación para presentar el informe que, de acuerdo con la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, debemos entregar anualmente al Senado. En cumplimiento de esta obligación, la presentación que sigue incluye nuestra visión de los hechos macroeconómicos y financieros recientes de la economía chilena e internacional, así como sus perspectivas e implicancias para la conducción de la política monetaria, según el contenido del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre de 2021. A continuación, presentaremos algunos avances en el mejoramiento de la información económica regional y concluiremos con un balance de los logros y desafíos de la política macroeconómica ante la crisis provocada por la pandemia del Covid-19. El documento del IPoM de septiembre también contiene una revisión más detallada del balance institucional, un recuento de las proyecciones económicas de los informes del último año, una reseña de las principales decisiones adoptadas por el Consejo en lo que va de 2021 e información sobre la administración de las reservas internacionales, cuestiones que sólo citaremos parcialmente en esta presentación en atención a las limitaciones de tiempo.

## **INFORME DE POLÍTICA MONETARIA**

En el Informe de Política Monetaria que presentamos hoy constatamos que la economía chilena ha experimentado una rápida recuperación de la recesión provocada por el Covid-19, recuperación que ha superado ampliamente las expectativas. Los datos del segundo trimestre y el Imacec que conocimos esta mañana ratifican que la actividad ha recuperado e incluso superado su nivel previo al inicio de la crisis social y la pandemia con una rapidez inédita respecto de recesiones anteriores.

Esta recuperación ha sido posible por la capacidad de adaptación de empresas y personas y el avance del plan de vacunación, que ha permitido dar paso a un importante proceso de apertura. Todo esto ha sido apuntalado por el mayor despliegue de medidas de política que se haya conocido en Chile frente a un shock exógeno, así como por un entorno internacional marcado por la acción simultánea de contención de la crisis, liderada por los bancos centrales y otras autoridades de las mayores economías del mundo.

No obstante, la ampliación y persistencia de algunas de estas medidas, combinada con una alta propensión de los hogares a consumir los recursos aportados por diversas vías, ha tenido un impacto en el gasto privado que ha superado todas las previsiones. Ello, en un contexto en que la oferta aún no logra recuperarse completamente, ha modificado significativamente la evaluación de las presiones inflacionarias que enfrenta la economía.

A ello también contribuye la depreciación del peso, causada en parte por la percepción de un empeoramiento de los fundamentos de la economía producto de los sucesivos retiros masivos de fondos previsionales, y el deterioro de las cuentas fiscales. Todo ello en un entorno de alta incertidumbre local. De hecho, las tasas de interés, las primas por riesgo y la bolsa, muestran un desempeño desfavorable cuando se les compara con sus símiles externos.

La necesidad de evitar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que, entre otras consecuencias, podría provocar un aumento más persistente de la inflación, excediendo la meta de 3% a 24 meses, ha llevado al Consejo a alterar la orientación de la política monetaria. Es así como en nuestra Reunión de Política Monetaria efectuada ayer, decidimos aumentar la TPM hasta 1,5% y hoy comunicamos que la convergencia de la inflación a la meta requerirá continuar retirando el impulso monetario. Por ello, llevaremos la TPM a niveles en torno a su valor neutral —entre 3,25 y 3,75%— hacia mediados del primer semestre de 2022.

Permítanme pasar ahora a dar cuenta de los detalles del escenario macroeconómico que sustenta esta orientación de la política monetaria.

### **Escenario macroeconómico**

La economía chilena superó el nivel de actividad que exhibía previo al inicio de la crisis social, en octubre de 2019. En el segundo trimestre de 2021, el PIB anotó un crecimiento anual de 18,1%, cifra donde se combinaron la capacidad de adaptación de los agentes económicos al contexto de la pandemia, el impacto de las políticas de apoyo a los ingresos de los hogares y una muy baja base de comparación. Esta tendencia se ratificó con el Imacec de julio, que anotó un crecimiento anual de 18,1%, con una velocidad de expansión mensual desestacionalizada de 1,4% (gráfico 1).

Los datos del segundo trimestre y comienzos del tercero están mostrando un aumento del dinamismo del consumo que supera lo anticipado en junio, sugiriendo que el efecto de las políticas de apoyo a los hogares está siendo mayor que lo esperado. Destaca el comportamiento del consumo durable, que anotó un aumento de 130% anual en el segundo trimestre, ubicándose en un nivel cercano a 50% superior al del mismo trimestre de 2019. Los datos disponibles del tercer trimestre también dan cuenta de que este dinamismo ha proseguido. En julio, la parte minorista del Índice de Actividad del Comercio (INE) —incluidas las ventas de automóviles— aumentó 62% anual. El consumo de bienes no durables y de servicios del segundo trimestre anota un crecimiento algo más moderado —entre 20 y 30% anual—, con estos últimos aún afectados por las restricciones de oferta asociadas a la pandemia, pero que, por la misma razón, podría responder con mayor dinamismo dado los avances en el Plan Paso a Paso (gráfico 2).

En línea con la mayor apertura de la economía, las vacantes disponibles y el empleo han ido aumentando, aunque persisten brechas que afectan especialmente al empleo por cuenta propia y las mujeres. La información de las encuestas y los datos administrativos muestran una recuperación importante del empleo asalariado formal, aunque con diferencias entre sectores. Las categorías de empleo menos formales —cuenta propia entre ellos— siguen rezagados, aunque los datos más recientes sugieren una mejoría coherente con la reducción de las restricciones de movilidad (gráfico 3).

La apertura de la economía también ha cooperado en el comportamiento de las vacantes, que muestran un aumento importante en los últimos meses. Los datos de avisos laborales en internet muestran un alza relevante, situándose en niveles superiores al promedio de 2019. Al mismo tiempo, las expectativas de contratación de las empresas también han mejorado, tal como lo muestra el índice mensual de confianza empresarial (IMCE) y se da cuenta en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto. En este contexto, las expectativas de los consumidores respecto de la situación futura del empleo también han mejorado (gráfico 4).

Por el contrario, a diferencia de otros episodios de recuperación económica, la oferta de trabajo ha mostrado una contención poco habitual. Datos del observatorio laboral del SENCE muestran que, desde fines del primer trimestre, el número de vacantes disponibles en su sitio web ha crecido fuertemente, mientras que el número de postulaciones a dichos puestos laborales tuvo un retroceso que no se ha revertido (gráfico 5).

De acuerdo con los datos del INE, la tasa de participación laboral sigue en niveles por debajo de 60% de la población económicamente activa, cifras inferiores al promedio del último quinquenio, aunque algo más elevadas que hace un año. Al mismo tiempo, la encuesta del INE muestra un importante descenso en la disposición a trabajar más horas. El IPN de agosto reportó que un porcentaje importante de las empresas que han realizado búsqueda de trabajadores durante 2021 no han podido llenar satisfactoriamente las vacantes disponibles, llegando incluso a la situación en que no se presentaron postulantes. Hechos de este tipo también se han visto en otros países, lo que sugiere que existen elementos comunes derivados de los temores al contagio, disrupciones en la oferta de servicios que dificultan el trabajo fuera del hogar cuando hay dependientes, así como la presencia de ayudas estatales.

Por su lado, la recuperación de la inversión está fuertemente asociada a su componente de maquinaria y equipos, muy concentrado en bienes importados. En el segundo trimestre, la formación bruta de capital fijo creció casi 25% anual, con un aumento del componente de maquinaria y equipos que rozó el 50%. El favorable comportamiento de proyectos ligados a energías renovables y la muy baja base de comparación cooperaron en este resultado, lo mismo que la renovación de maquinarias y equipos de distinta índole en un contexto de aceleración de la

actividad. Por su parte, el componente de construcción y otras obras tuvo un crecimiento menor — 13% anual—, con niveles que persisten por debajo de los observados previo a la pandemia.

El aumento del gasto en bienes transables —especialmente bienes de consumo durable y maquinarias y equipos— se reflejó en el incremento de las importaciones y en que la cuenta corriente volviera a mostrar un saldo negativo. Durante el segundo trimestre, el volumen de las importaciones de bienes subió cerca de 44% anual —90% las de bienes de consumo— reflejando el crecimiento del gasto y una baja base de comparación. A su vez, el volumen de las exportaciones se redujo algo más de 3% en ese período.

El fuerte dinamismo del consumo, en un contexto en que la oferta aún no logra reestablecerse completamente, ha presionado al alza la inflación. Los datos de los últimos meses han mostrado un aumento importante del precio de diversos productos, especialmente en rubros donde la demanda ha crecido con fuerza, como el vestuario y calzado, la electrónica, línea blanca y automóviles (gráfico 6). Esto ha ocurrido en un escenario en que las restricciones en las cadenas de comercio globales impuestas por la pandemia aún permanecen. De hecho, la disponibilidad de existencias, los tiempos de despacho y los costos de transporte son factores que siguen afectando el desempeño de varias industrias a nivel global, incluido Chile.

La acumulación de masivos retiros de ahorros previsionales y las transferencias fiscales han aumentado significativamente la liquidez. A pesar del fuerte dinamismo que ha mostrado el consumo —incluida una sorpresa importante al alza en los últimos meses— los datos del sistema financiero muestran que la liquidez de los hogares sigue siendo elevada. Así, a fines de julio el saldo acumulado en cuentas corrientes de personas y de ahorro a la vista había subido 23 mil millones de dólares (aproximadamente 9% del PIB) respecto del saldo en julio del año pasado. Por otra parte, el aumento de fondos depositados en cuentas de ahorro a plazo y cuenta 2 de AFP fue de 9 mil millones de dólares en el mismo periodo. Estos antecedentes apuntan a una mantención del dinamismo del gasto en los trimestres venideros.

De hecho, las inyecciones de liquidez que recibieron los hogares en el segundo trimestre de este año fueron las más altas del último año, y las que se esperan para la segunda mitad de 2021 —incluida la extensión del IFE universal— superan ampliamente lo recibido durante todo el 2020 (gráfico 7).

Con la extensión del IFE universal y la implementación del IFE laboral y otros programas, el crecimiento del gasto fiscal durante este año superará lo considerado en el IPoM de junio. La información del último Informe de Finanzas Públicas y los anuncios hechos por el Gobierno llevan a estimar que, en términos nominales, el gasto fiscal aumentará más de 35% anual durante este año, con un déficit efectivo superior a 7% del PIB. Este incremento del gasto no alcanza a cubrirse con los

ingresos fiscales generados por el mayor crecimiento económico, aumentando las necesidades de financiamiento fiscal. Esto ha llevado a la autoridad a nuevas colocaciones de bonos de la Tesorería y a liquidar fondos soberanos.

La liquidación de ahorro de largo plazo tras los sucesivos retiros masivos de fondos previsionales, el deterioro de las cuentas fiscales y la incertidumbre sobre la capacidad de recomponerlo ha llevado a una adversa evolución de las variables financieras locales.

Es así como el mercado financiero nacional se ha desacoplado de los movimientos globales, situación que se ha hecho especialmente evidente desde inicios del segundo trimestre. Desde entonces, las tasas de interés de largo plazo han aumentado del orden de 135 puntos base (pb), el riesgo soberano ha subido algo más de 10 puntos base, la bolsa ha caído cerca de 11% y el peso se ha depreciado 10% (gráfico 8).

Esto se ha dado en un contexto en que, superada la parte más álgida de la pandemia, los indicadores que miden incertidumbre no han descendido en Chile con la misma velocidad que en otras economías, manteniéndose en niveles por sobre los anotados antes del inicio de la crisis social (gráfico 9).

En este contexto, el peso chileno se ha convertido en una de las monedas que más se ha debilitado a nivel global durante los últimos meses. Esto contrasta visiblemente con el hecho de que, habitualmente, episodios de mayor crecimiento económico y elevados precios del cobre se han asociado con una apreciación de la moneda.

### **Proyecciones del escenario central**

El escenario central asume que, tras crecer entre 10,5 y 11,5% este año, la economía se desacelerará de forma significativa, para crecer entre 1,5 y 2,5% en 2022 y entre 1 y 2% en 2023.

El rango de crecimiento previsto para este año aumenta en respuesta a datos efectivos superiores a lo esperado en el segundo trimestre y a una importante revisión al alza de la trayectoria del consumo. Pese a que se anticipa también un mayor nivel de gasto para el próximo año, la mayor base de comparación resulta en un rango de crecimiento estimado para 2022 que es más bajo. Hacia 2023, la paulatina desaparición de los efectos de la política fiscal y la acción de la política monetaria reducen el rango de crecimiento estimado para dicho año (tabla 1). En este escenario, se estima que la brecha de la actividad ya se cerró producto del mayor dinamismo de la demanda, volviéndose significativamente positiva durante el segundo semestre del año y por buena parte de 2022. Hacia 2023, la brecha retornará al equilibrio (gráfico 10).

La revisión al alza del consumo privado es el principal factor tras la corrección de crecimiento de 2021. Los datos del segundo trimestre mostraron un aumento del gasto privado que superó lo previsto en junio, por lo que el punto de partida para las proyecciones es más elevado. Se suma que este comportamiento del gasto, junto con los datos en el margen, dio cuenta de que la porción que se está consumiendo de los recursos disponibles —ingresos habituales, IFE y retiros previsionales— superó significativamente lo previsto en junio, lo que lleva a reevaluar dicho supuesto (gráfico 11). Además, se incorpora a la proyección que los recursos disponibles para el consumo de los hogares serán mayores, dada la ampliación anunciada de las transferencias fiscales —extensión del IFE universal e IFE laboral.

Hacia 2022 y 2023, coherente con una economía que va dejando atrás los efectos de la pandemia y donde el impulso de las políticas económicas se reduce, el consumo reducirá sus tasas de expansión. El escenario central contempla que, tras alcanzar cifras del orden de 20% promedio en la segunda parte de 2021, la tasa de variación anual del consumo privado se reducirá hasta un promedio en torno a 0,5% en el período 2022-2023. En este resultado interactúan la muy elevada base de comparación, la extinción del IFE universal, el agotamiento de la liquidez acumulada por los retiros de ahorros previsionales y la mayor estrechez de las condiciones financieras.

En cuanto a la inversión, el escenario central prevé que, luego de crecer cerca de 16% anual este año, se manifestará una serie de factores restrictivos que atenuarán su expansión a 0,3 y 0,6% en 2022 y 2023, respectivamente. En este caso, a la exigente base de comparación de 2021 se suman la lentitud que sigue mostrando la aparición de nuevos proyectos de envergadura —con la excepción de aquellos de energías renovables—, la significativa alza de las tasas de interés de largo plazo, el impacto de la depreciación del peso, el deterioro de la bolsa y una incertidumbre que sigue elevada en perspectiva histórica. Tal como se muestra en uno de los recuadros de este IPoM (Recuadro I.1), el comportamiento esperado de la inversión en Chile difiere de lo que se prevé en otras economías, donde la recuperación posterior a la pandemia está mostrando una tracción mucho mayor de esta parte de la demanda interna.

En el escenario central, se supone que la política fiscal iniciará una trayectoria de convergencia hacia cifras de gasto y déficit acordes con la regla de balance estructural, según lo estipulado en el Informe de Finanzas Públicas y lo recomendado por el Consejo Fiscal Autónomo. Esta trayectoria, cobra relevancia no solo por los impactos de la política fiscal en el gasto privado, sino también por sus implicancias sobre las variables del mercado financiero, en particular la evolución de las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio.

En el escenario central, las proyecciones de inflación de corto plazo se revisan al alza de manera importante por el fuerte dinamismo del consumo, la depreciación idiosincrática del peso, los mayores precios internacionales de los combustibles y una oferta global y local que aún no logra reponerse del todo (gráfico 12).

Con ello, la inflación anual del IPC culminará el año en 5,7% (4,4% en junio), manteniéndose en cifras por sobre 5% durante la primera mitad de 2022. La desaceleración de la demanda generada por el retiro de las políticas de estímulo fiscal y monetario llevará la inflación a iniciar su convergencia a la meta el próximo año, para ubicarse en valores por debajo de 4% a fines de 2022 y en 3% hacia fines de 2023. La inflación subyacente —IPC sin volátiles— también se revisa al alza respecto de junio, proyectándose que se ubicará en 4,7% a fin de año y que alcanzará su máximo hacia mediados de 2022, cuando su variación anual se acerque a 5,5% (gráfico 13).

El carácter idiosincrático de la depreciación del peso lleva a que su traspaso a la inflación sea mayor. En los últimos meses, el peso ha perdido valor tanto respecto del dólar como de canastas multilaterales de monedas. Así, comparando el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, la paridad peso/dólar ha aumentado del orden de 8%, cifra que es solo algo menor cuando se comparan los niveles para el tipo de cambio multilateral (TCM). La depreciación del peso en términos reales también ha sido significativa, con un TCR que ha aumentado algo más de 11% en lo que va del año.

Como ya se ha documentado en ocasiones anteriores<sup>1/</sup>, el tamaño del coeficiente de traspaso promedio del tipo de cambio nominal a la inflación es mayor cuando el movimiento de la paridad proviene de *shocks* idiosincráticos a Chile —como el actual— versus uno relacionado con factores globales. Como referencia, las estimaciones muestran que un aumento de 10% del tipo de cambio nominal se asocia, un año después, a un incremento de la inflación del orden de 2,5% cuando responde a un *shock* idiosincrático, versus un 0,5% cuando responde a un *shock* global.

El escenario externo que sustenta esta proyección no tiene mayores variaciones respecto de junio, suponiéndose que la economía mundial sigue dejando atrás los efectos de la pandemia y que el precio del cobre convergerá lentamente a su nivel de largo plazo.

En el agregado, los datos económicos globales no han mostrado mayores novedades en los últimos meses, lo que es coherente con proyecciones de crecimiento mundial que, aunque con algunos cambios en composición, tampoco muestran variaciones significativas. Esto no resta que los temas en torno al desarrollo de la pandemia —contagios, variantes y vacunación, entre otros— sigan impactando en las cifras de corto plazo y, especialmente, en el comportamiento de los mercados financieros.

Los precios de las materias primas, con algunas excepciones, han tenido descensos en los últimos meses. De hecho, coherente con lo previsto en junio, el precio del cobre dejó atrás los máximos históricos de mediados de mayo, y el promedio de los últimos diez días se ubica más cerca de 4,2 dólares la libra. En nuestro escenario central proyectamos que este año el precio del cobre

---

<sup>1/</sup> Recuadro IV.1 del IPoM de marzo de 2018.



promediará 4,15 dólares la libra, valor que descenderá a 4 dólares en 2022 y 3,7 dólares la libra en 2023 (tabla 2).

### **Escenarios de sensibilidad**

El escenario central que acabo de describirles se basa en un conjunto de supuestos respecto del entorno económico, el comportamiento de los agentes y la orientación de políticas. Sobre dichos supuestos, pueden realizarse ejercicios de sensibilidad que, manteniendo el crecimiento del PIB en torno a los rangos previstos, requieren de una acción de política monetaria algo distinta. Estos escenarios forman el corredor para la Tasa de Política Monetaria que presentamos en el IPoM y que sirve como guía para entender la orientación futura de la política monetaria y cómo el Banco actuaría ante ciertos cambios en el entorno macroeconómico.

En lo externo, consideramos una sensibilidad donde la fortaleza de la recuperación y las presiones de costos pueden llevar a que la inflación supere lo previsto en las economías desarrolladas, haciendo necesario un alza más pronta de sus tasas de interés. Un escenario de este tipo provocaría un deterioro de las condiciones financieras para las economías emergentes, incluida una depreciación de sus monedas, y una reducción del crecimiento mundial. En una situación como esa operan fuerzas contrapuestas sobre la actividad y los precios, por lo que reacción de la TPM estará sujeta a cuál de estas predomine. Sin embargo, no puede descartarse que la TPM deba ubicarse por sobre lo considerado el escenario central de proyección.

En lo interno, existen escenarios en que la evolución futura del consumo podría dar paso a trayectorias que llevaran la TPM en direcciones opuestas entre sí, pero ubicándola dentro de los límites del corredor. Por un lado, es posible que la propensión a consumir los recursos provenientes de transferencias gubernamentales y retiros de ahorros previsionales sea aún mayor, lo que expandiría incluso más el consumo. Un escenario como este requeriría una respuesta más contractiva de la política monetaria para converger a la meta de inflación, ubicando la trayectoria de la TPM por encima de la definida en el escenario central. Por otro lado, también podría darse un escenario en que el consumo sea menos dinámico que lo previsto, ya sea porque su actual dinamismo corresponde a un adelantamiento de decisiones de gasto o porque factores del entorno, como un recrudecimiento de la pandemia, lleven a los hogares a contenerlo. Un escenario de este tipo reduciría las presiones inflacionarias de corto plazo, permitiendo un ritmo de normalización monetaria más pausado.

El límite inferior del corredor está determinado por un escenario donde la reducción de la incertidumbre disminuye las presiones inflacionarias. Una situación de este tipo podría suceder si amaina la incertidumbre referida a la continuación de los retiros masivos de ahorros previsionales y a la capacidad de la política fiscal de retomar una senda creíble de convergencia. Esto tendría un

impacto en las condiciones financieras y la trayectoria del consumo, dando más espacio de maniobra a la política monetaria. Ello permitiría una normalización del impulso monetario significativamente más pausada.

El límite superior del corredor está determinado por un escenario donde se dilata el inicio de la consolidación fiscal. Una situación como esta podría provocar efectos importantes en la economía, requiriendo una reacción aún más enérgica de la política para ajustar los desbalances macroeconómicos. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de realizar un aumento más acelerado de la TPM (gráfico 14).

### **Escenarios de riesgo**

Además de los ejercicios de sensibilidad que acabo de describir, en el Informe se analizan escenarios de riesgo en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la reacción de la política monetaria sobrepasaría los límites del corredor para la TPM.

Al igual que en el IPoM de junio, uno de los riesgos identificados es que la evolución de las finanzas públicas no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo. En ese caso, sería posible observar no solo mayores presiones de gasto que las previstas en el escenario central, sino también la amplificación de los impactos en el mercado financiero. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de un aumento más acelerado de la TPM, pese a lo cual la inflación no alcanzaría a converger a la meta de política dentro del horizonte de dos años.

Otro escenario de riesgo es uno donde la persistente discusión respecto de la estabilidad de los ahorros previsionales termina por alterar significativamente el funcionamiento de los mercados financieros. Inicialmente, el retiro de ahorros previsionales fue una medida de carácter excepcional, por una única vez, en medio de una emergencia económica. Pese a ello, se ha continuado aprobando y proponiendo nuevos retiros, lo que ha provocado efectos significativos en la economía, como se deduce del comportamiento de las tasas de largo plazo y del tipo de cambio (gráfico 15). Es muy probable que nuevos retiros de ahorros previsionales, más aún la probabilidad de retirar el 100% de ellos, lleven a los distintos agentes a considerar que está ocurriendo un cambio estructural en la base de ahorro de la economía, la que ha sido clave para el desarrollo del país, la dinámica de la inversión y el acceso del fisco a financiamiento a un costo adecuado. Un cambio en esta dirección provocaría múltiples efectos negativos difíciles de cuantificar, pero cuyo impacto sin duda será grande y muy persistente.

En lo más inmediato, un nuevo retiro aumentará la liquidez de los hogares impulsando el ya fuerte dinamismo del consumo, presionando aún más los precios y la trayectoria de la inflación. A esto se suma el hecho de que mantener abierta esta discusión está aumentando significativamente los

costos de endeudamiento, generando salidas de capitales y una mayor acumulación de fondos en dólares. Todos fenómenos que se verían significativamente amplificados por la aprobación de un nuevo retiro que genere desconfianza respecto de las estructuras fundamentales que sostiene el mercado financiero. Ningún banco central cuenta con facultades, instrumentos o recursos para neutralizar riesgos de esta envergadura y restaurar los equilibrios macroeconómicos.

### **Orientación de la política monetaria**

La economía ya superó los impactos inmediatos de la pandemia en la actividad, y es necesario que las políticas públicas vayan adaptándose para evitar que los desequilibrios entre producción y gasto se prolonguen en el tiempo y generen costos elevados para el país. El PIB ya recuperó los niveles previos al inicio de la crisis social, reflejo del significativo esfuerzo de personas y empresas, que ha estado apoyado por un conjunto de medidas donde la política monetaria ha cumplido un rol significativo. No obstante, la magnitud de las políticas de estímulo a la demanda ha llevado a que el consumo exhiba un dinamismo muy superior al de otros componentes del gasto privado.

La política monetaria buscará evitar desequilibrios macroeconómicos dañinos para el bienestar de las personas. Es importante recordar que la inflación perjudica especialmente a los hogares de ingresos medios y bajos, que no poseen los mecanismos de protección de su poder adquisitivo y sus activos con que cuentan los más acomodados.

Las proyecciones de corto plazo apuntan a que la inflación alcanzará niveles sobre 5% en los próximos meses y las expectativas a plazos mayores se han ido elevando. La importancia de mantener las expectativas de inflación ancladas a la meta del Banco Central y evitar un deterioro adicional muy costoso para la economía es evidente. Un escenario en que ello no ocurriera requeriría de respuestas incluso más drásticas de la política monetaria. El Banco Central actuará en concordancia con su mandato de controlar la inflación, tarea que será menos costosa para la economía en la medida en que otros actores contribuyan a restaurar los equilibrios macroeconómicos que se han perdido durante la pandemia.

En el escenario central, estimamos que la convergencia de la inflación a la meta requerirá continuar retirando el impulso monetario, por lo que llevaremos la TPM a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre de 2022. De ahí en adelante, la evolución de la TPM dependerá de la concreción de los escenarios de sensibilidad que describe el corredor de tasas. El juicio del Consejo es que los escenarios de sensibilidad asociados a mayores presiones sobre los precios tienen una probabilidad algo mayor de ocurrir, lo que podría llevar a una trayectoria de la TPM más cercana al borde superior del corredor de tasas. Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación.

## IMPACTO TERRITORIAL DE LA PANDEMIA Y MEJORA DE LA INFORMACION ECONOMICA REGIONAL

En presentaciones anteriores, tanto a esta instancia, como a la Comisión de Hacienda, he ido mostrando productos generados al amparo del Plan Estratégico 2018-2022 del Banco Central. Es así como en la presentación del IPoM de marzo me referí a los esfuerzos del Banco por usar mayor granularidad en sus análisis, mientras que en la del IPoM de junio lo hice respecto de las evaluaciones recientes sobre el desempeño de la institución en diversos ámbitos, el más reciente en materia de transparencia fiscal. Una expresión concreta de estos esfuerzos ha sido el avanzar en la generación de nuevos datos, cuantitativos y cualitativos, que permitan conocer dimensiones de la economía que van más allá de lo tradicionalmente hecho por el Banco Central.

En esta oportunidad quisiera presentar los avances que estamos logrando en el análisis del comportamiento de la economía en el territorio. Como sabemos —y muchas veces nos lo han recordado ustedes mismos— Chile es un país heterogéneo, con distintas vocaciones productivas a lo largo de su geografía, lo que hace que los grandes agregados económicos escondan realidades muy diferentes. Hasta ahora, el principal producto estadístico que podía reflejar estas realidades eran las Cuentas Regionales, pero estas se elaboraban sólo sobre una base anual y se publicaban con un rezago de más de un año respecto de las Cuentas Nacionales. La dificultad para contar con información económica más actualizada se acentuó cuando el INE dejó de publicar el Índice de Actividad Regional (INACER) debido a sus debilidades metodológicas.

A partir de la necesidad de contar con información económica desagregada más actualizada, hemos cruzado información entre registros administrativos para generar indicadores de actividad de alta frecuencia a nivel territorial. El principal desafío a este respecto ha sido la distribución de información, dada la tendencia a concentrar el domicilio tributario de las empresas en la Región Metropolitana, independientemente de dónde se genere la producción o se efectúen las transacciones. Para subsanar esta dificultad, se ha aproximado la distribución del PIB regional anual usando información del lugar de residencia de los trabajadores de una unidad económica. Así, la distribución territorial que resulta de asignar las ventas de las firmas en proporción a la ubicación de sus trabajadores, entrega una distribución geográfica similar a la del PIB regional.

Esto da lugar a series de ventas en el territorio para el período 2019-2021, que agrupamos en seis macrozonas<sup>2/</sup>. Estas series permiten así observar el comportamiento de cada uno de los territorios en el período que abarca la crisis social y la crisis del Covid-19, lo que se reporta en el recuadro III.1 del IPoM (gráfico 16).

---

<sup>2/</sup> Macrozona norte: Arica y Parinacota, Tarapacá, Antofagasta y Atacama. Macrozona Centro: Coquimbo y Valparaíso. Macrozona Metropolitana: Metropolitana. Macrozona Centro-sur: O'Higgins, Maule, Ñuble y Biobío. Macrozona Sur: Araucanía, Los Ríos y Los Lagos. Macrozona Austral: Aysén y Magallanes.

Como se puede observar, si bien existe un fuerte movimiento conjunto de la actividad territorial previo al inicio de la pandemia, desde entonces se observa una marcada heterogeneidad en la evolución y recuperación de la actividad en las distintas zonas geográficas. Así, es notorio el mejor desempeño de la macrozona Norte ante el impacto inicial de la pandemia y también en el proceso de recuperación, logrando niveles superiores a los prepandemia en junio del 2020. Particularmente importante en esta macrozona es el hecho que, más allá de algunos ajustes para adaptarse a protocolos de operación, la minería ha seguido operando durante la pandemia. En cambio, la macrozona más afectada por el impacto inicial de la pandemia fue la Metropolitana, seguida muy de cerca por la Austral. Sin embargo, en la recuperación, la macrozona Metropolitana mostró mayor dinamismo, quedando la Austral rezagada en su recuperación hasta el término del verano, lo que, como se ha levantado en el IPN, puede responder en parte a la temporalidad y extensión de las cuarentenas. Las series más estables corresponden a las macrozonas Sur y Centro-Sur, las que exhibieron caídas moderadas en un inicio y una recuperación con un ritmo lento —aunque algo mayor en la segunda. En la zona sur, la distinta temporalidad de las cuarentenas ha sido levantado en el IPN como causal del rezago en la recuperación.

Lo que aquí reportamos es solo un primer paso concreto en la dirección de mejorar la oportunidad y calidad de las estadísticas territoriales elaboradas por el Banco Central. En paralelo estamos desarrollando un proyecto para aumentar la frecuencia, cobertura, desagregación y oportunidad de las Cuentas Nacionales Regionales. Para lograr este objetivo, se está trabajando principalmente en: (i) la utilización más intensiva de registros administrativos de alta frecuencia, que complementan la información de encuestas y estudios actualmente disponibles y (ii) el desarrollo de métodos estadísticos de distribución territorial de los agregados nacionales, en línea con lo aquí expuesto. Los resultados de este proyecto serán publicados durante el 2022 e incluirán series trimestrales que cubrirán algunas variables de la actividad regional desde la perspectiva del origen y del gasto.

## **LOGROS Y DESAFÍOS DE LA POLÍTICA ECONOMICA EN RESPUESTA AL *SHOCK* DEL COVID-19**

Hace dos años, en esta misma sala, presenté el último Informe de Política Monetaria antes que la crisis social y el Covid-19 cambiaran radicalmente el escenario en que se desenvuelve nuestra economía. Dos *shocks* inusuales, sin un origen económico y con características muy distintas a un ciclo tradicional, impactaron transversalmente al país. Frente a este escenario, los responsables de la política económica hemos debido desplegar toda la capacidad analítica, recursos, instrumentos y credibilidad acumulada a lo largo de los años, para mitigar su impacto sobre las condiciones de vida de la población y la solvencia de las empresas.

Como indiqué al comienzo, los datos del segundo trimestre de este año nos muestran que la economía chilena ha podido superar los niveles de actividad que exhibía previo al inicio de la crisis social y a la pandemia. Según las proyecciones que les presentamos hoy, este año el país acumulará un crecimiento inédito, por encima del límite superior del rango —ya elevado—que proyectamos

en junio. Decenas de miles de empresas, que debieron cerrar sus puertas durante varios meses, han reanudado sus actividades y en sectores como el comercio y la industria, incluso las empresas más pequeñas, las más afectadas durante el *peak* de la crisis sanitaria, han superado sus niveles de ventas previos a la pandemia (gráfico 17). A esta altura, se han recuperado prácticamente todos los empleos formales perdidos en 2020, proceso que debe ampliarse a otros segmentos del mercado laboral.

Aunque las repercusiones de esta crisis están muy lejos de desaparecer y el curso de la economía ha tenido un cambio considerable, podemos decir que los peores presagios sobre el impacto económico del Covid-19 se lograron evitar y que, al menos de acuerdo con las definiciones técnicas, la recesión iniciada en marzo de 2020 ha concluido. Si comparamos este episodio con otras recesiones que Chile sufrió en el pasado, podemos constatar que, pese al enorme *shock* inicial sobre la actividad y el empleo, este episodio ha durado entre la mitad y una quinta parte de lo que se observó en 1983, 1999 y 2009 (gráfico 18).

Asimismo, si la comparación la hacemos respecto de otros países, observamos que Chile no solo sufrió una contracción de la actividad menor a la mediana, sino que su recuperación ha sido considerablemente más robusta (gráfico 19), todo ello a pesar de partir de una posición inicial debilitada por la crisis social.

### **Impacto de las medidas de política en la contención de la crisis en el corto plazo**

¿Cuánto de este mejor desempeño se explica por las políticas económicas aplicadas en esta oportunidad? ¿Cuál ha sido la contribución de las distintas medidas aplicadas? La evidencia preliminar presentada en uno de los recuadros del IPoM de septiembre (Recuadro V.1) permite afirmar que éstas han cumplido un rol fundamental.

Específicamente, si en un escenario de *shock* externo y medidas sanitarias como las adoptadas en este período, la política fiscal y monetaria hubieran mantenido la trayectoria previa, la actividad habría caído del orden de cinco a ocho puntos porcentuales adicionales en 2020, con un gasto que se habría contraído en cifras aún mayores, algo que probablemente habría significado una pérdida muy superior de empleos. En este resultado, la política monetaria tuvo un rol importante, pero mucho mayor fue el impacto de las medidas de apoyo al crédito, que integraron aportes del Banco Central, el Gobierno y el regulador financiero. Por su parte, las transferencias fiscales tuvieron un impacto mayor en 2021, lo mismo que los retiros de ahorros previsionales.

En el caso de la política fiscal, se adoptaron diversas medidas de apoyo a los hogares cuya temporalidad y magnitud varió, intensificándose especialmente en 2021. Considerado esto, las estimaciones arrojan que el efecto de la mayor expansión fiscal habría ayudado a que la caída del

PIB en 2020 fuese 0,8 puntos porcentuales (pp) menor y la recuperación 1,7pp mayor a mediados de 2021.

En el caso de los retiros masivos de ahorros previsionales, el primero de ellos tuvo un efecto importante para paliar el impacto de la crisis. A partir de entonces, el impacto marginal de cada nuevo retiro sobre la actividad ha sido aproximadamente la mitad del precedente, producto de su creciente concentración en trabajadores de mayores ingresos. Así, durante 2020, el retiro de ahorros previsionales implicó una amortiguación de algo más de 1 punto porcentual en la caída del PIB, impacto que se acentuó hasta 2,9pp a mediados de 2021 con el efecto acumulativo de tres retiros.

La política monetaria convencional, consistente en la reducción de la TPM a su mínimo técnico, aportó entre 0,2 y 0,8pp del PIB en 2020 y entre 0,6 y 2,1pp del PIB en el primer semestre de 2021. A su vez, las políticas de estímulo al crédito aportaron entre 2,2 y 4,8pp del crecimiento del PIB en 2020 y entre 2,7 y 4,4pp del PIB en la primera mitad de este año. Estas últimas, que requirieron el concurso del Banco Central, a través de las tres etapas de la FCIC, del Gobierno, a través de las garantías de Fogape-Covid y Fogape-reactiva, y de la CMF, a través de la flexibilización regulatoria, realizaron, de acuerdo con este análisis, el mayor aporte a la contención de la crisis. Esto se explica por el hecho de haber logrado un comportamiento contracíclico del crédito que evitó la quiebra de cientos de miles de empresas, con la consiguiente pérdida permanente de empleos (tabla 3).

Este orden de importancia de las diversas medidas de política se acentúa al considerar la oportunidad y el costo de ellas. Es así como las medidas de política monetaria fueron las primeras en aplicarse, a pocas semanas de la llegada de la pandemia a Chile, seguidas de las medidas de apoyo al crédito. Las transferencias fiscales a los hogares recién comenzaron a implementarse, a escala limitada, en mayo de 2020 y el primer retiro de ahorros previsionales se produjo en agosto de ese año. En cuanto a los costos, el mayor corresponde a la liquidación de ahorros previsionales, alcanzando a 19% del PIB, mientras que las transferencias fiscales a los hogares completarán el orden de 34 mil millones de dólares a fines de 2021. Los costos de las medidas de impulso al crédito, en cambio, son considerablemente más limitadas, dado que la FCIC es un crédito recuperable y las garantías Fogape solo tendrán un costo por la fracción que se ejecute de ellas.

Es importante notar que, si bien el impacto de las políticas públicas es muy relevante, estas se insertaron en un escenario global en que todos los países se vieron enfrentados a un mismo *shock* y donde las autoridades de otras economías también reaccionaron ante esta situación. Es así como en 2020 y 2021 las condiciones económicas globales se vieron fuertemente influidas por las medidas de respuesta a la crisis del Covid-19 adoptadas por muchos países, incluyendo las mayores economías del mundo. Mientras la irrupción del Covid-19 y las restricciones sanitarias destinadas a contener la propagación del virus y sus manifestaciones más críticas tuvieron un fuerte impacto en todos ellos, generando una recesión global de profundidad y simultaneidad sin precedentes, las

autoridades de la mayoría de esos países respondieron con políticas a una escala y simultaneidad igualmente excepcional (gráfico 20).

Lo anterior ha llevado al FMI a argumentar que la recesión global provocada por el Covid-19 podría haber sido tres veces superior a lo ocurrido, de no ser por esta excepcional respuesta de política. Dicho efecto es mayor que la suma de las situaciones individuales, porque la similitud en su intensidad, temporalidad y orientación se tradujo en condiciones financieras globales particularmente favorables, que permitieron que las políticas locales se implementaran con un menor efecto sobre los precios financieros, los movimientos de capitales y el tipo de cambio. En el caso de Chile, por ejemplo, esto permitió reducir drásticamente la TPM en 2020, con una mínima depreciación cambiaria, evitando presiones sobre la inflación local que habrían dificultado este esfuerzo.

Lo que se esconde en esta relación de 3 a 1 en la intensidad de la crisis en el mundo fue la capacidad de evitar que el *shock* del Covid-19 sobre la economía real se tradujera en una crisis financiera. En efecto, pese a que en esta oportunidad las instituciones financieras se encontraban más capitalizadas y mejor reguladas que en 2008-2009, el riesgo de desembocar en una crisis financiera global fue real. Esto, porque la súbita detención de las ventas producto de las restricciones sanitarias podría haberse traducido en una pérdida de solvencia de las empresas, hogares y gobiernos, con un dramático deterioro de la calidad de los activos financieros y la consiguiente amenaza sobre la solvencia de las propias instituciones financieras.

Si el *shock* del Covid-19 hubiera precipitado una crisis financiera, ésta no solo habría profundizado la caída de la actividad, sino que habría extendido significativamente su duración. La literatura económica ha documentado, teórica y empíricamente, que las recesiones provocadas por crisis financieras tienden a ser más intensas y prolongadas que las que se originan en otros factores. Un celebrado estudio que reunió información sobre cerca de 100 crisis asociadas al sistema bancario en distintas economías concluyó que, en promedio, un país tarda cerca de 8 años en recuperar sus niveles de ingreso previos a una crisis financiera<sup>3/</sup>. De esta manera, no es difícil suponer que si el *shock* del Covid-19 hubiera precipitado una crisis financiera a nivel global y/o en Chile, ésta se habría prolongado de dos a cinco veces más.

De esta manera, el conjunto de factores en operación —la excepcional respuesta de política local, el mejor entorno externo creado por las políticas expansivas en todo el mundo, sumado al manejo sanitario y la capacidad de adaptación de los agentes económicos— logró evitar una crisis que podría haber superado a la de 1982-83 en intensidad y duración.

---

<sup>3/</sup> Reinhard y Rogoff (2014).



## Desafíos inmediatos

Para consolidar estos avances, sin embargo, es necesario que la recuperación de la economía sea ordenada y sostenible, generando el espacio y los recursos para resolver los significativos problemas sociales, institucionales y productivos que ha generado. En efecto, aun cuando la recesión haya concluido técnicamente, una crisis de esta magnitud deja importantes secuelas, cicatrices y desafíos que no podemos ignorar, y que deben ser enfrentados con urgencia.

Como ya hemos señalado en otras oportunidades, aún con una recuperación tan importante de la actividad agregada, persisten rezagos significativos para algunos sectores, con una debilidad particularmente preocupante en los segmentos no asalariados del mercado laboral. Hogares, empresas y gobierno saldrán de este episodio significativamente descapitalizados, producto del endeudamiento y/o el uso de los ahorros para amortiguar el deterioro de los ingresos en el curso de la crisis. En tanto no se revierta este fenómeno, la capacidad de generación de ingresos será más limitada, el país dependerá más del financiamiento externo y los actores económicos quedarán más vulnerables a nuevos *shocks*.

El tema del deterioro patrimonial de los agentes económicos es especialmente ilustrativo. En el caso del gobierno, entre fines de 2019 y fines de 2021, su patrimonio financiero neto habrá sufrido una merma del orden de 54 mil millones de dólares, equivalente a 21% del PIB. Por su parte, los activos previsionales de los trabajadores se han reducido en 49 mil millones de dólares, equivalente a aproximadamente la mitad de los activos financieros de los hogares y a un 19% del PIB, como consecuencia de los tres retiros de fondos autorizados hasta ahora.

Por su parte, la dinámica de la economía en esta fase también es importante. El dinamismo sin precedentes del consumo privado, apoyado en masivas inyecciones de liquidez y subsidios públicos, combinado con una elevada incertidumbre, puede generar importantes desequilibrios entre consumo e inversión que limiten su sostenibilidad futura. Del mismo modo, la pérdida de sincronía entre la demanda y la oferta ya está afectando a la inflación, lo que se refleja en la importante corrección de nuestras proyecciones de corto plazo en el IPoM. Estos desequilibrios también imponen un techo al crecimiento futuro que se refleja en las proyecciones de actividad para 2022 y 2023.

Todo esto llama la atención sobre el hecho de que la evolución de las variables macroeconómicas, al estar fuertemente intervenida por las políticas públicas, oculta una economía que ha perdido fortaleza en su base. Esto ya se manifiesta en los mercados: a lo largo de los últimos dos años se ha ido produciendo un deterioro gradual, pero sostenido, en los niveles y volatilidad de los precios de los activos que da cuenta de una economía que ha ido cediendo ventajas comparativas que le permitían resolver con mayor autonomía y menor riesgo sus necesidades de financiamiento.

Debe llamar especialmente la atención que algunas variables financieras están teniendo una evolución más adversa no solo respecto de los países desarrollados, sino también respecto de las economías emergentes y las basadas en recursos naturales.

Esta debilidad subyacente puede transformarse en pérdidas adicionales de capacidad de crecimiento en el largo plazo, más allá de la corrección a la baja que ya efectuó el Banco en el IPoM de junio recién pasado. En esa ocasión, revisamos a la baja el crecimiento de mediano plazo de la economía, dada la persistente caída del crecimiento de la productividad durante la última década. Pero esas estimaciones no incluyeron los potenciales efectos —al alza o a la baja— originados por los cambios estructurales inducidos por la pandemia o por el proceso político-institucional en marcha.

Particularmente negativo se ha vuelto el retiro masivo, gratuito e incondicional de ahorros previsionales a partir del tercer retiro. Desde la aprobación de dicha medida en primer trámite hasta ahora, las tasas soberanas de largo plazo se han incrementado en 125 puntos base, el valor del dólar ha subido en algo más de 70 pesos y la bolsa ha caído 12%. En otras palabras, al paso que esta medida, concebida originalmente como de carácter excepcional, se ha ido reiterando a pesar de los cambios en el entorno, la respuesta de la economía se ha ido haciendo más rápida y adversa, amenazando con afectar seriamente —a través de una mayor inflación, un mayor costo del crédito hipotecario y un aumento costo del financiamiento fiscal— a las mismas personas que se buscaba ayudar. Como hemos señalado en días recientes, una nueva medida en este sentido representa un riesgo desproporcionado para la economía y las personas en relación con la magnitud decreciente y concentrada de sus beneficios.

De este modo, la economía chilena se enfrenta actualmente a una encrucijada. Por un lado, puede aprovechar lo ya avanzado para concentrar el apoyo público en los sectores y grupos de la población más rezagados, asegurando una base más equitativa y sostenible para el desarrollo futuro. Puede asimismo identificar oportunidades para elevar la productividad, apoyando el desarrollo de habilidades e inversiones en áreas que se van abriendo para la nueva economía, así como recuperar holguras que aseguren la capacidad para enfrentar nuevas contingencias, que sin duda ocurrirán. Esto proveerá una base económica sólida para cualquier proyecto que busque responder a las necesidades y aspiraciones de los chilenos.

Alternativamente, el país puede continuar repitiendo y extendiendo las medidas de emergencia, con la esperanza de entregar mayores alivios a grupos afectados cada vez más pequeños. Este camino, aparentemente fácil, terminará sin embargo por agotar los ahorros disponibles, pero mucho antes de ello se acentuarán las presiones inflacionarias y los desequilibrios financieros. Nuestra propia historia y la de otros países demuestra que este tipo de escenarios fácilmente desemboca en una infructuosa carrera por compensar la pérdida de poder adquisitivo y medidas improvisadas que van agregando distorsiones y nuevos riesgos a la economía.

La opción entre una salida ordenada o tumultuosa de la crisis del Covid-19 no depende de factores externos sino de decisiones que deberán adoptarse en los próximos meses. Mientras más estancados nos quedemos en las medidas de mitigación de la recesión que ya pasó, más difícil se va a hacer el enfrentar las necesidades del futuro. La inercia es un enorme riesgo: así como los ejercicios contrafactuales contenidos en el IPOM de septiembre dan una idea del enorme costo que habría significado no reaccionar en el contexto de un importante *shock*, la economía también sufriría un enorme costo si los desafíos de la recuperación se enfrentaran con las mismas herramientas que se hizo cuando la crisis estaba aún en desarrollo.

### **Desafíos para el Banco Central**

El Banco Central estará disponible, como lo estuvo durante la crisis, para aportar con evidencia, ideas e iniciativas dentro de su competencia para apoyar la recuperación del país. Para ello lo primero será articular su propia transición, retirando las diversas medidas implementadas durante la emergencia. Esto significará ir ajustando, gradual y prudentemente, el tamaño y composición de su balance, que a mediados de 2021 alcanzó su máxima extensión, con activos que aumentaron del orden de 150% respecto de 2018 (gráfico 21).

Ajustar los activos incrementados durante la crisis requerirá de movimientos complementarios de otros activos, así como de pasivos. Con una evolución natural del balance, en que no se consideran acciones de política más allá de las ya anunciadas, se espera que entre junio de 2021 y junio de 2024 —fecha de término de la FCIC— el tamaño del balance disminuya prácticamente a la mitad, desde 35,8 a 18,6% del PIB. La disminución de los activos tendría como contraparte una disminución de los pasivos en una magnitud similar, principalmente la base monetaria y los PDDB que en conjunto deberían disminuir desde el nivel equivalente a 31,7% del PIB en junio de 2021 a 15,5% del PIB en junio de 2024.

A fin de cuentas, y siempre dependiendo del tipo de cambio, dado el descalce natural de monedas que tiene el Banco, el conjunto de operaciones motivadas por la crisis aún tendrá un efecto positivo sobre el resultado y el patrimonio de la institución. Es así como, comparado con las proyecciones presentadas en esta instancia en septiembre de 2019, la recuperación del patrimonio se adelanta en 3,5 años (septiembre de 2025) y la distribución de utilidades al Fisco en 5 años (diciembre de 2027). Lo anterior, se debe principalmente al aumento en las posiciones de activos nacionales e internacionales, contrarrestado con pasivos con menor costo (base monetaria y deuda de corto plazo). Todo esto resulta en una recuperación más acelerada del patrimonio.

## Una tarea compartida

Estimada Presidenta, Senadoras y Senadores, Como Banco Central tenemos claras nuestras responsabilidades y hemos dispuesto nuestros instrumentos para contribuir a una salida ordenada, sostenible y equitativa de esta crisis; pero no podemos generar solos ese escenario. La estabilidad es un compromiso de todos y no puede aislarse del entorno general.

No faltará quien nos encare que orden y sostenibilidad pasaron de moda y que un poco de inflación es un precio que bien se podría pagar a cambio de un poco más de demanda y actividad. Frente a ello, quisiera citar las palabras de un gran economista chileno, Felipe Herrera, que enfrentó estas disyuntivas en el pasado, concluyendo: *“La inflación, por naturaleza, es acumulativa; crea situaciones reflejas y concomitantes, que escapan a los más hábiles planteadores: la cuantificación de ese “poco de inflación” de que se habla, es imposible de efectuar. Alguna realidad habrá en estos razonamientos, si se considera que no hay (...) opinión de economista o de experto en que se afirme la conveniencia de “inflar”, como un arbitrio para estimular los progresos de una comunidad”*.

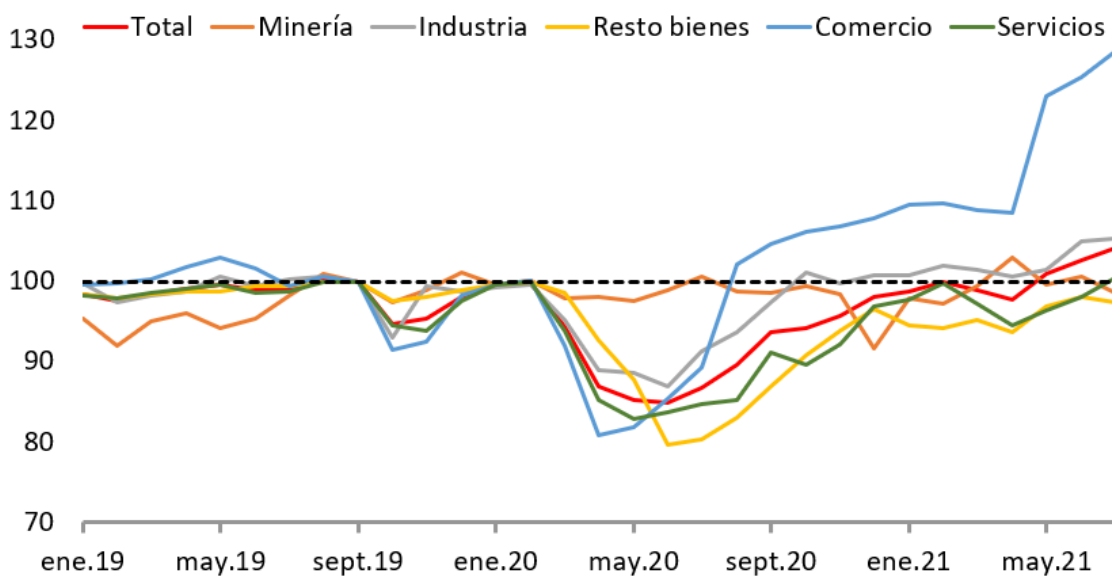
Concluyo entonces que este es el momento clave para trabajar juntos, sin vacilaciones ni disputas, para llevar a esta economía a buen puerto, para que desde allí puedan zarpar nuevos proyectos para el país, que puedan responder efectiva y sostenidamente a las legítimas aspiraciones de millones de chilenas y chilenos que ya sufrieron bastante con una crisis que, afortunadamente, ya se va extinguiendo.

Muchas gracias.

Gráfico 1

**Imacec sectorial**

(nivel desestacionalizado, sept. 2019=100)

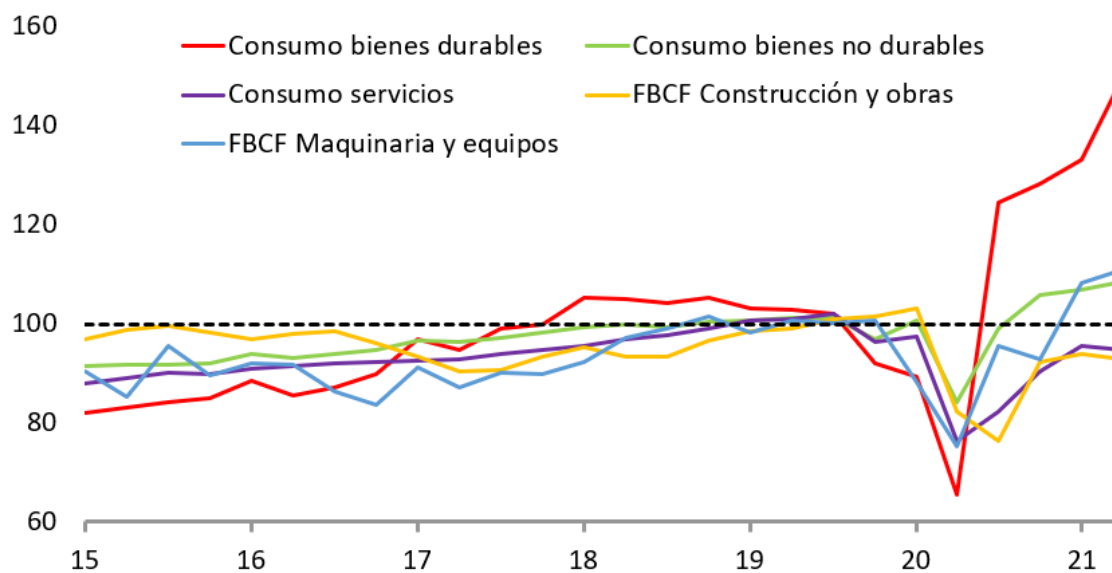


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

**Demanda interna**

(series desestacionalizadas, índice promedio 2019=100)

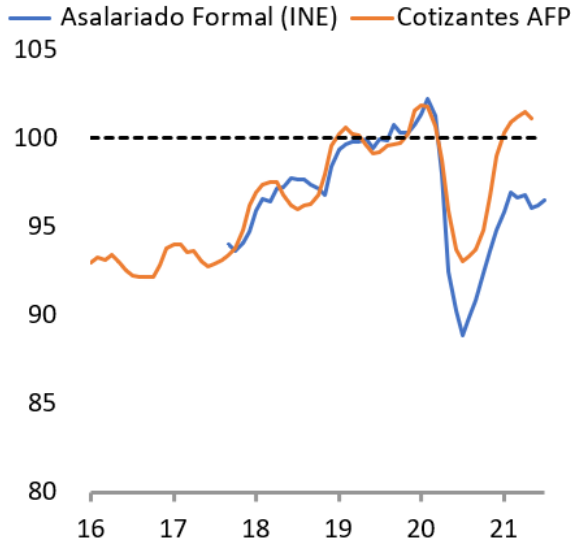


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3

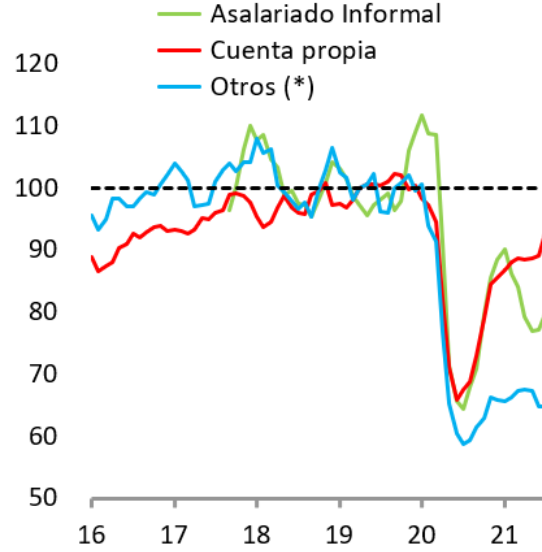
**Empleo asalariado formal**

(índice, promedio 2019=100)



**Empleo informal**

(índice, promedio 2019=100)



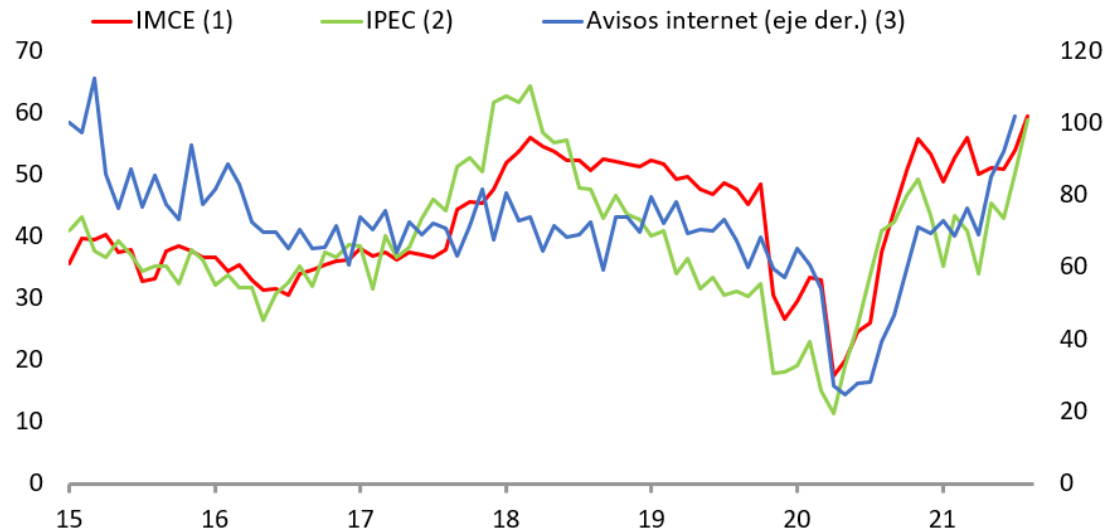
(\*) Corresponde a la suma de servicio doméstico, empleadores y familiar no remunerado.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

Gráfico 4

**Vacantes y expectativas**

(índices)



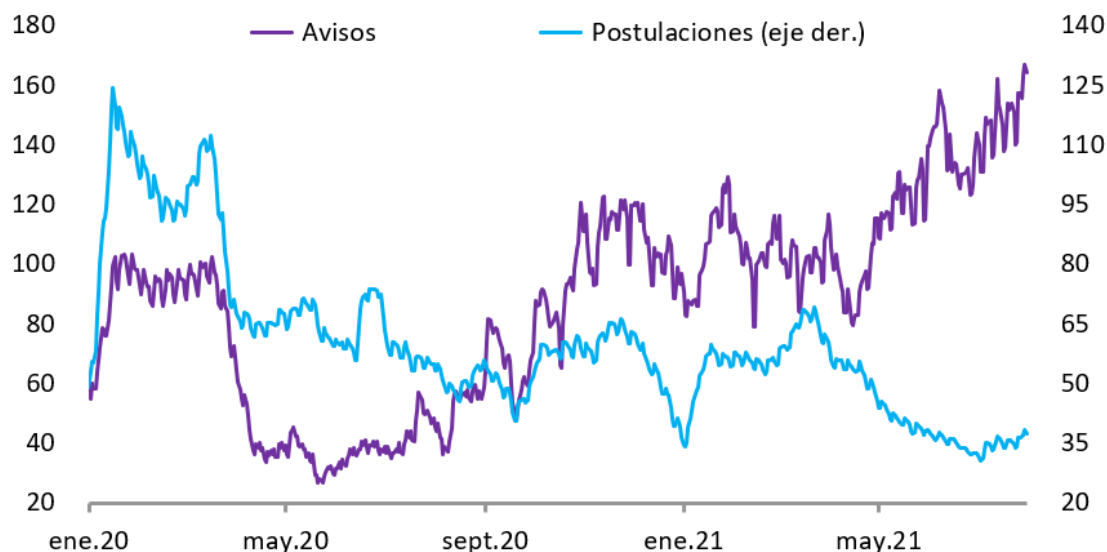
(1) Corresponde al promedio simple de las expectativas de empleo en los sectores de comercio, construcción e industria. (2) Corresponde a las expectativas sobre el nivel de empleo. (3) Corresponde al índice de avisos laborales en internet publicado por el Banco Central (índice, promedio enero 2015=100).

Fuentes: Banco Central de Chile, GfK/Adimark y UAI/ICARE.

Gráfico 5

**Avisos laborales y postulaciones en internet**

(índice 03.mar.2020=100, promedio móvil de 15 días)

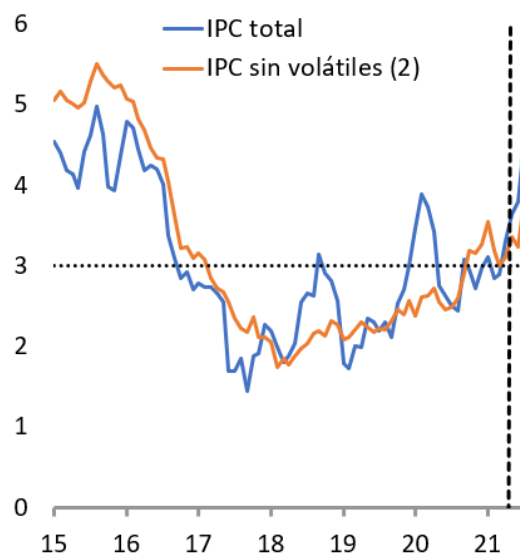


Fuentes: Proyecto SABE del Observatorio Laboral SENCE e ISCI-WIC, Universidad de Chile, en base a información de portales trabajando.com y laborum.com.

Gráfico 6

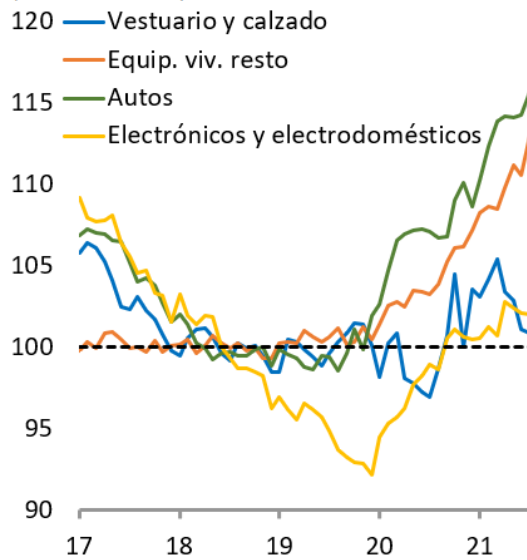
**Indicadores de inflación (1)**

(variación anual, porcentaje)



**Bienes afectados por alta demanda (3)**

(índice 2018=100)



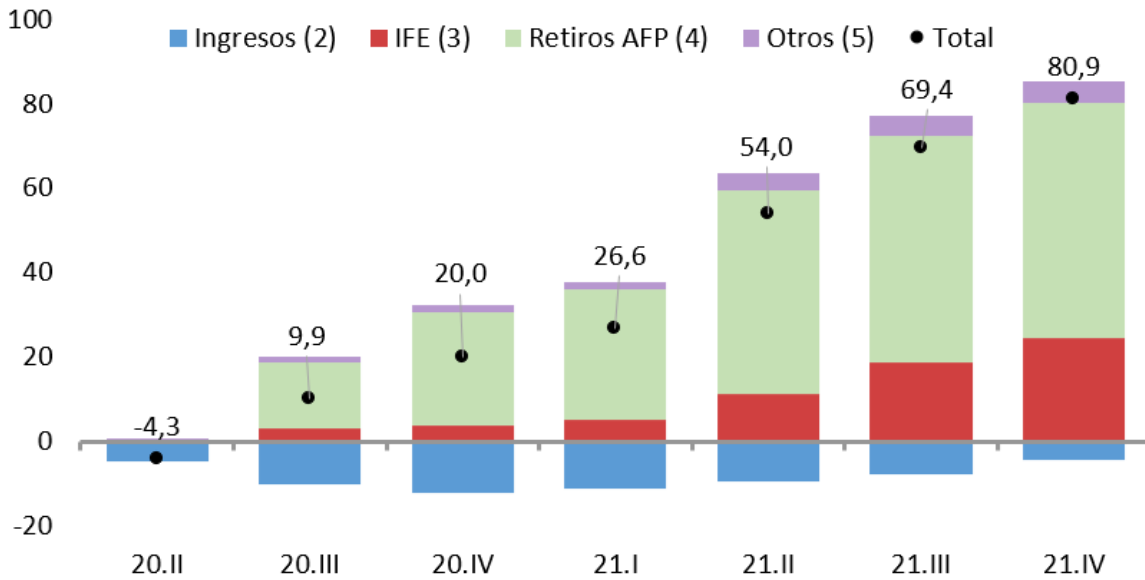
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2021. (2) IPC sin volátiles tiene una participación de 65,1% en la canasta del IPC total. Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019). (3) Muestra la evolución de los índices de precios del IPC de las agrupaciones de bienes seleccionadas.

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

Gráfico 7

**Acumulación de ingresos e inyecciones de liquidez a los hogares (1)**

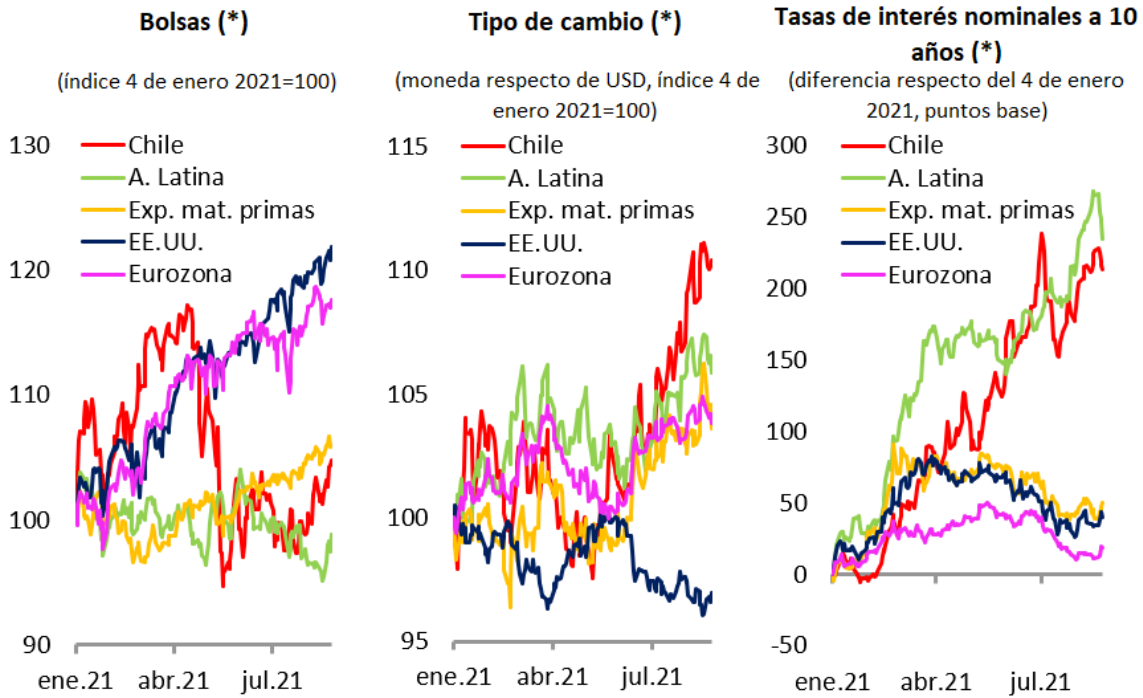
(miles de millones de dólares)



(1) Las estimaciones del aumento de liquidez de los hogares y medidas de apoyo del 21.II al 21.IV se basan en proyecciones coherentes con el escenario central. (2) Suma de los ingresos del trabajo y otros ingresos (rentas). Los valores trimestrales son la diferencias respecto de los mismos trimestres del 2019. (3) IFE ha crecido en montos y cobertura, desde más de 6 mill. de beneficiarios promedio entre may-20 a mar-21, hasta más de 15 mill. en jul-21. También, montos per cápita han subido de US\$70 en un inicio hasta US\$200 en jul-21. Para ago-21 y sept-21, cifras en base a Informe de Finanzas Públicas N°79, DIPRES (02-06-2021). Para oct-21 y nov-21 se agrega expansión de IFE Universal por US\$3.200 millones en cada mes. (4) Corresponde a montos pagados en base a fichas estadísticas de la SP al 30-07-2021. Para 21.III y 21.IV se pondera diferencia entre montos totales estimados a retirar y lo efectivamente pagado al 30-07-2021. (5) Considera Bono Covid-19, Bono Clase Media, Bono 3er Retiro de AFP y Uso Adicional Seguro de Cesantía e IFE laboral. Fuentes: Ministerio de Hacienda, Superintendencia de Pensiones (SP) y Banco Central de Chile.

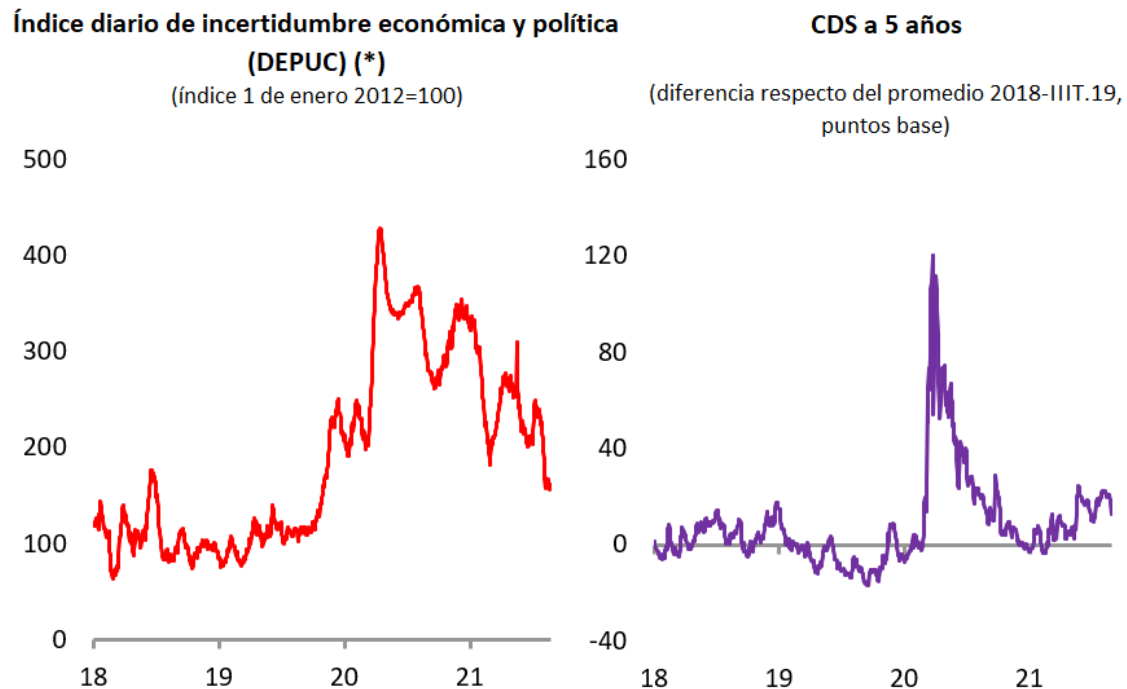


Gráfico 8



(\*) Para América Latina considera el promedio simple entre los índices de Brasil, Colombia, México y Perú, mientras que, para exportadores de materias primas, el promedio simple entre los índices de Australia y Nueva Zelanda. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 9



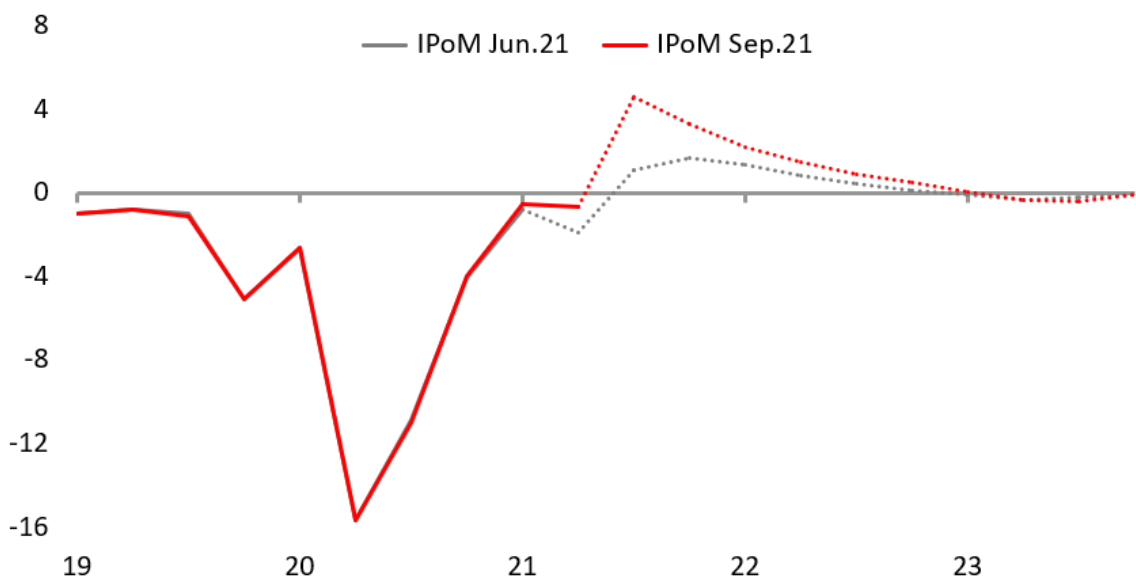
(\*) Media móvil de 30 días.  
 Fuentes: Becerra y Sagner (2020), y Bloomberg.

Tabla 1  
Escenario interno

	2020	2021 (f)		2022 (f)		2023 (f)	
		IPoM Jun.21	IPoM Sep.21	IPoM Jun.21	IPoM Sep.21	IPoM Jun.21	IPoM Sep.21
	(variación anual, porcentaje)						
PIB	-5,8	8,5-9,5	10,5-11,5	2,0-3,0	1,5-2,5	1,75-2,75	1,0-2,0
Demanda interna	-9,1	15,5	18,5	1,5	0,9	1,6	0,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	-7,9	13,3	16,7	1,7	0,5	1,4	0,2
Formación bruta de capital fijo	-11,5	11,4	15,9	3,2	0,3	2,0	0,6
Consumo total	-6,8	13,8	16,9	1,3	0,5	1,2	0,1
Consumo privado	-7,5	15,1	18,1	1,3	1,1	1,0	-0,4
Exportaciones de bienes y servicios	-1,0	1,1	0,1	5,4	5,7	4,2	5,0
Importaciones de bienes y servicios	-12,7	23,2	24,6	2,7	2,3	2,5	1,8
Cuenta corriente (% del PIB)	1,4	-0,8	-2,2	-1,1	-2,1	-1,9	-2,3
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	21,2	20,0	19,1	20,1	19,4	19,8	19,7
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	20,9	19,9	20,8	20,4	20,6	20,8	20,9

(f) Proyección.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10  
Brecha de actividad (1) (2)  
(nivel, puntos porcentuales)



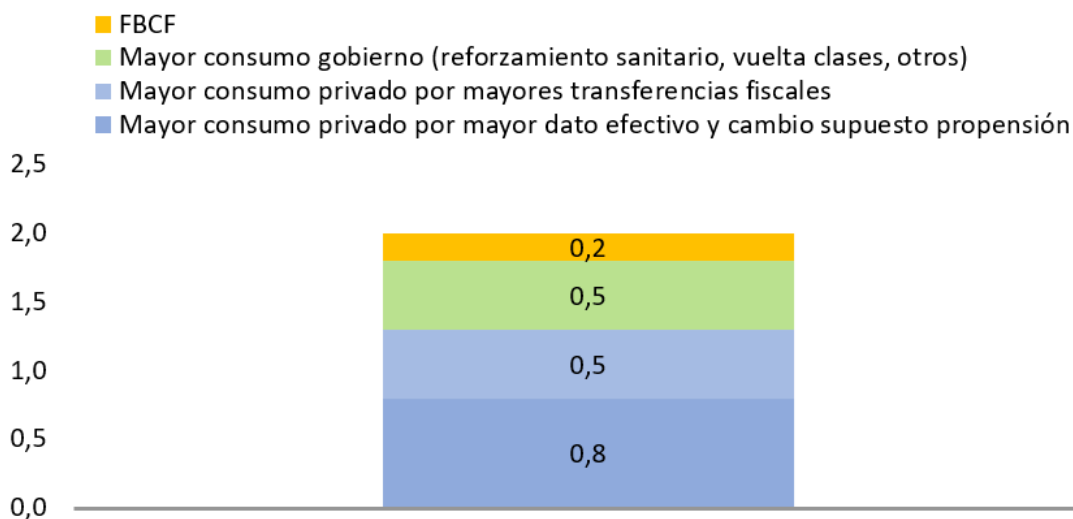
(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Junio 2021.

Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico 11

#### Incidenias en la revisión del crecimiento del PIB 2021 (\*)

(puntos porcentuales)

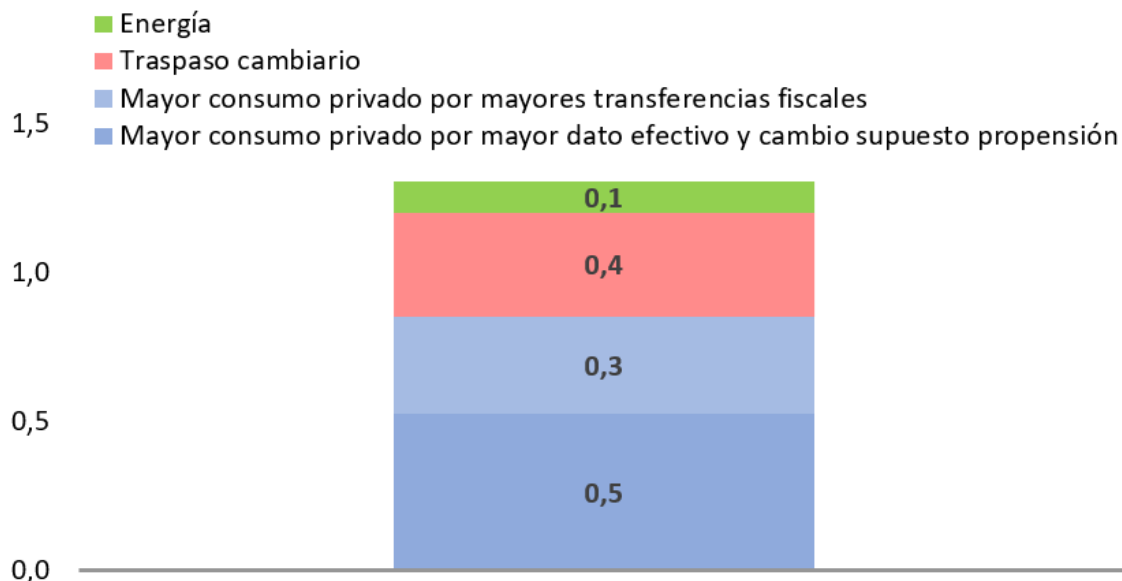


(\*) Construido considerando el punto medio del rango de proyección del IPoM de junio y de septiembre del 2021.  
Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico 12

#### Incidenias en la revisión de la proyección de inflación a diciembre 2021 (\*)

(puntos porcentuales)

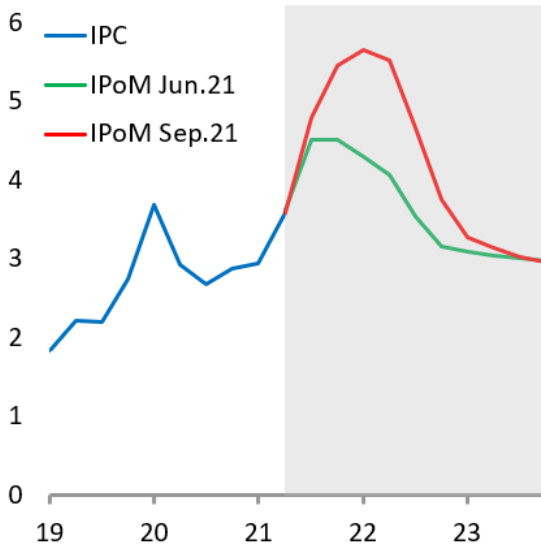


(\*) Construido considerando la proyección para la inflación del IPC total de junio y de septiembre del 2021.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 13

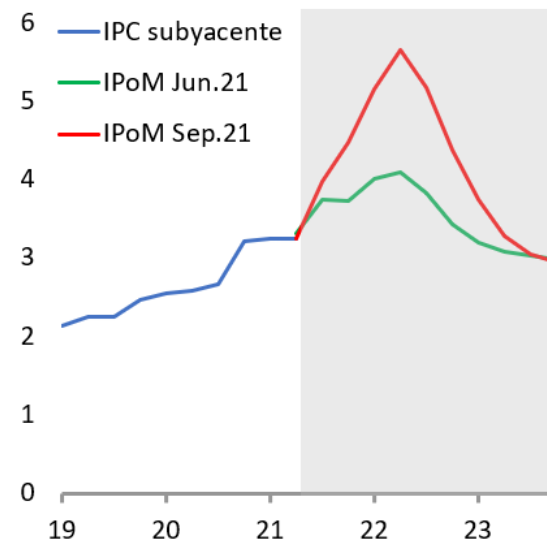
**Proyección de inflación (1)**

(variación anual, porcentaje)



**Proyección de inflación subyacente (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)



(1) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2021, corresponde a la proyección. (2) Medida por el IPC sin volátiles. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Tabla 2

**Supuestos del escenario base internacional**

	2020		2021 (f)		2022 (f)		2023 (f)	
	IPoM Jun.21	IPoM Sep.21	IPoM Jun.21	IPoM Sep.21	IPoM Jun.21	IPoM Sep.21	IPoM Jun.21	IPoM Sep.21
	(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	8,9	8,9	17,4	14,1	-4,1	-3,0	-5,4	-4,7
PIB socios comerciales	-2,1	-2,0	6,7	6,4	4,3	4,6	3,5	3,4
PIB mundial PPC	-3,2	-3,2	6,5	6,2	4,4	4,8	3,5	3,5
PIB desarrolladas PPC	-5,0	-4,9	5,2	5,2	4,0	4,4	2,1	2,2
PIB emergentes PPC	-2,1	-2,1	7,3	6,8	4,7	5,0	4,4	4,3
(nivel)								
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	280	280	425	415	400	400	370	370
Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US\$/baril)	41	41	64	66	62	65	59	61

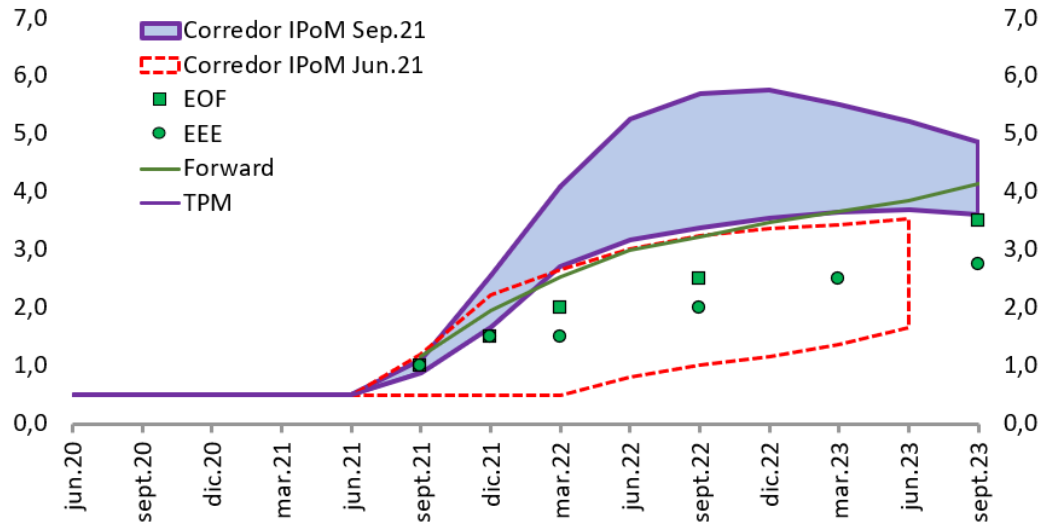
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14

**Corredor de TPM (\*)**

(porcentaje)

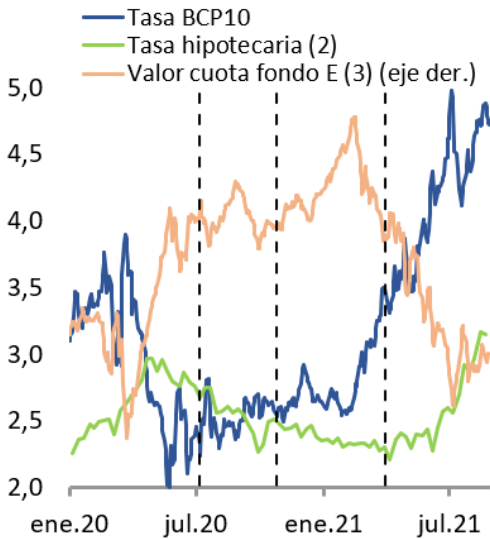


(\*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020. Incluye la EOF publicada el 26 de agosto, la EEE publicada el 10 de agosto y la curva forward suavizada promedio del trimestre (cierre estadístico). Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva forward sobre la curva swap promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 15

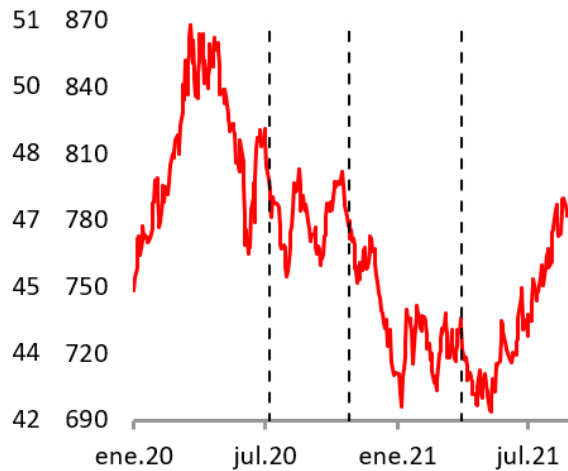
**Tasas de interés y valor cuota del fondo E (1)**

(porcentaje; miles de pesos)



**Tipo de cambio nominal (1)**

(pesos por dólar)

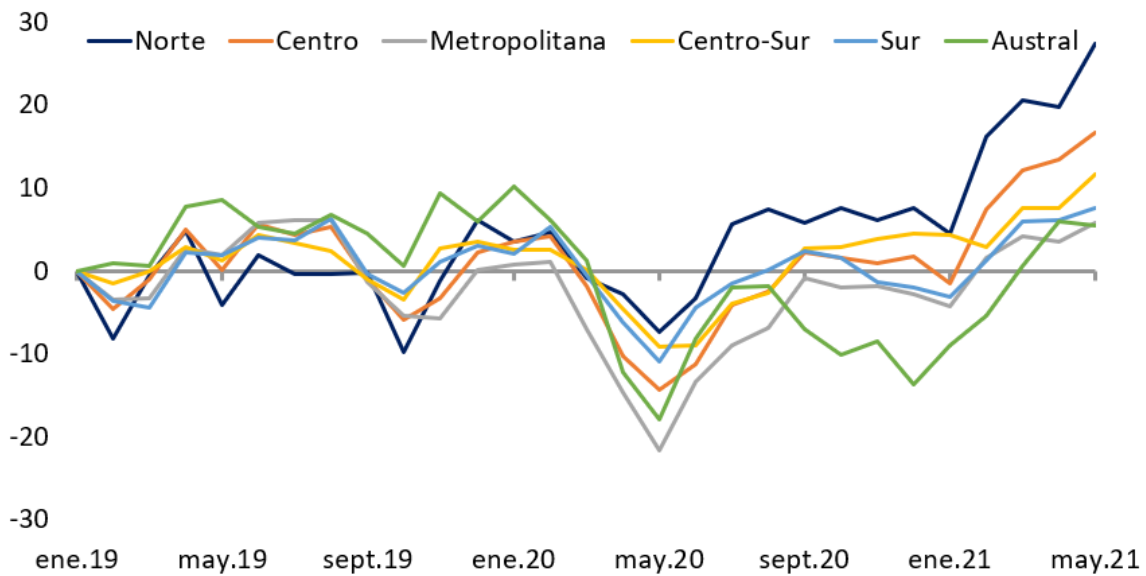


(1) Líneas verticales corresponden al inicio de la discusión en la Cámara de Diputados (aprobación de la idea de legislar) de los tres retiros de fondos previsionales. (2) Datos semanales. (3) Promedio ponderado del valor cuota de las AFP según los respectivos valores de patrimonios. Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Pensiones.

Gráfico 16

**Ventas por macrozona (\*)**

(diferencia porcentual de ventas de cada mes respecto de enero 2019)

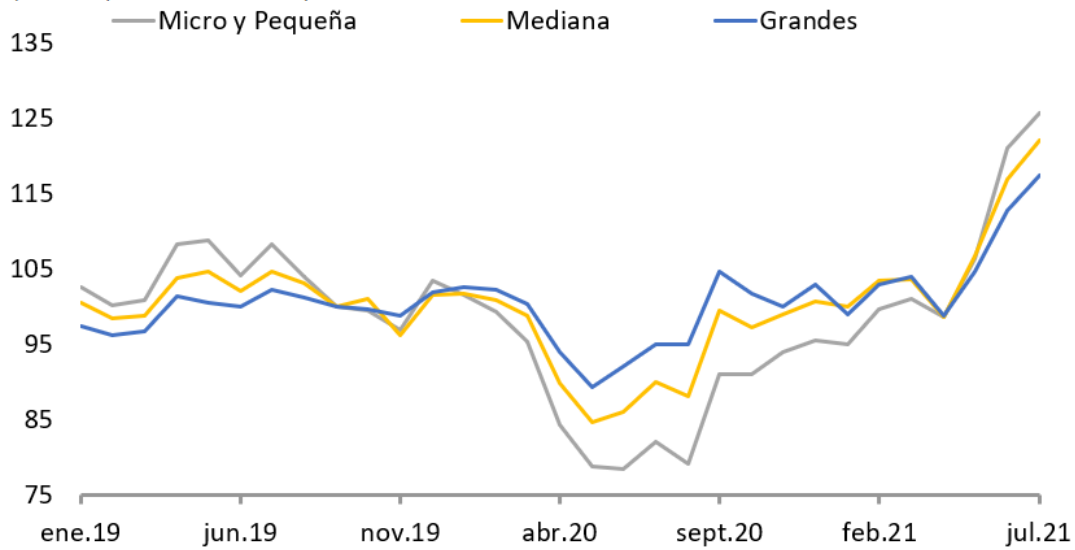


(\*) Para mayor detalle, ver Recuadro III.1 IPoM septiembre 2021. Fuente: Gonzalez y Luttini (2021) en base a información de la AFC y del SII.

Gráfico 17

**Ventas de firmas por tamaño (\*)**

(índice septiembre 2019=100)



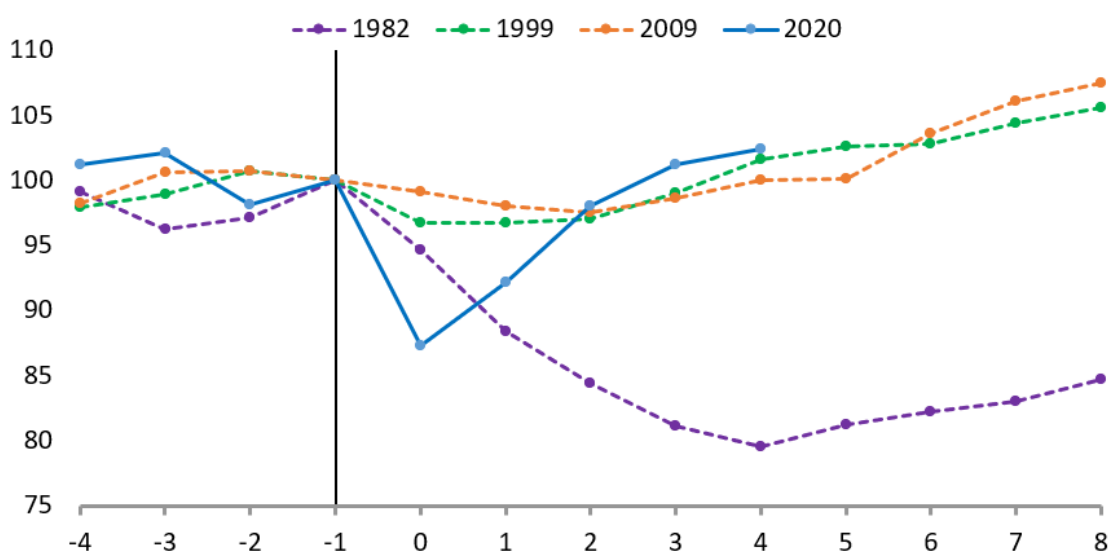
(\*) Para mayor detalle, ver Capítulo V, IPoM de septiembre 2021.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a información del SII.

Gráfico 18

**PIB total (\*)**

(serie desestacionalizada, índice período -1=100)



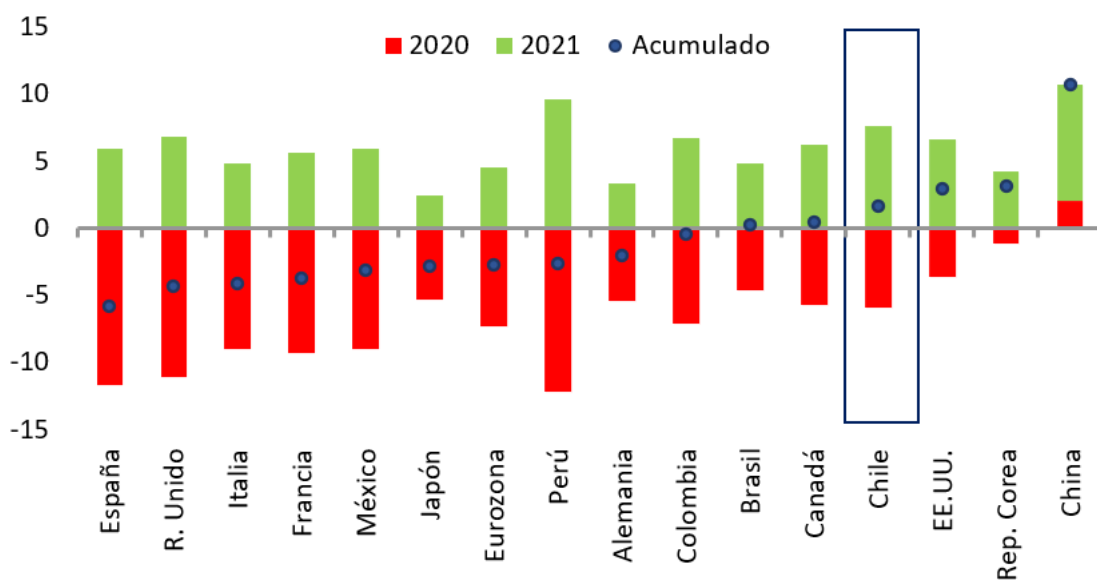
(\*) Períodos cero respectivos: 1981.4, 1998.4, 2008.4 y 2020.2

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 19

**PIB economías seleccionadas**

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

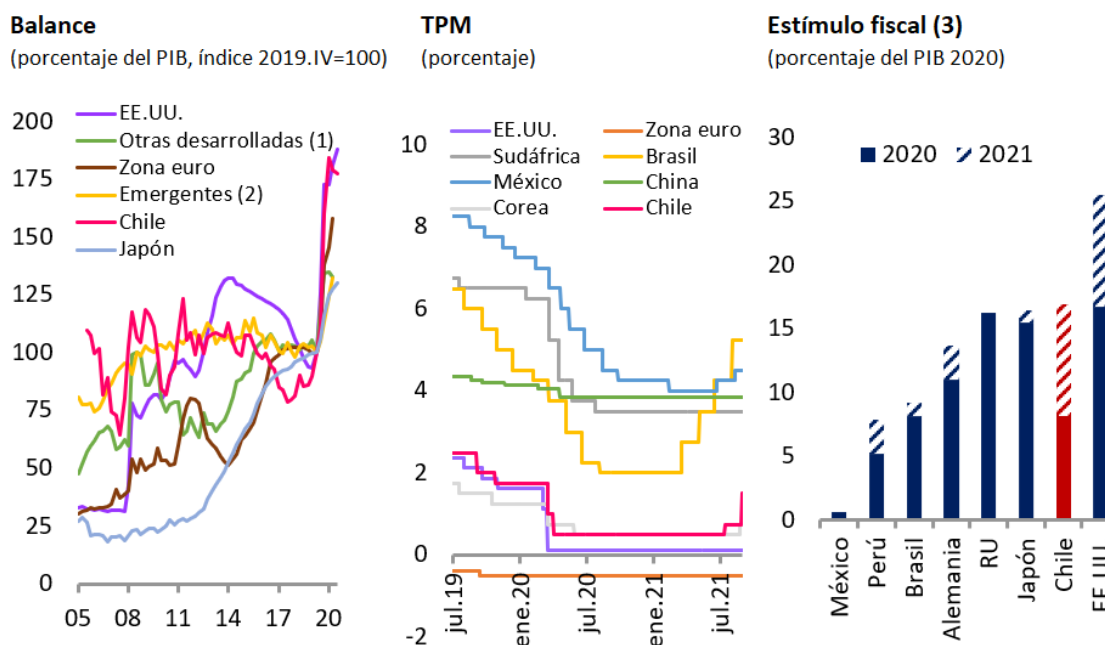
Tabla 3

Efectos en el PIB de las medidas adoptadas durante la crisis del Covid-19

Efectos de políticas en PIB (% respecto a igual período del año anterior)		
	2020	2021 S1
Política monetaria convencional (1)	[0,2 - 0,8]	[0,6 - 2,1]
Políticas no convencionales de crédito (2)	[2,2 - 4,8]	[2,7 - 4,4]
Política fiscal	0,8	1,7
Total política fiscal y monetaria	[3,2 - 6,4]	[5,0 - 8,2]
Retiros de pensiones	1,2	2,9
Total	[4,4 - 7,6]	[7,9 - 11,1]
PIB efectivo	-5,8	8,7
PIB contrafactual	[-10,2 ; -13,4]	[0,8 ; -2,4]

(1) Política monetaria convencional se asocia con la TPM. (2) Engloban políticas monetarias y de garantías soberanas que buscaron estabilizar los mercados financieros incluyendo el programa FCIC-FOGAPE, la compra de bonos, y los programas de liquidez en moneda local y extranjera. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 20



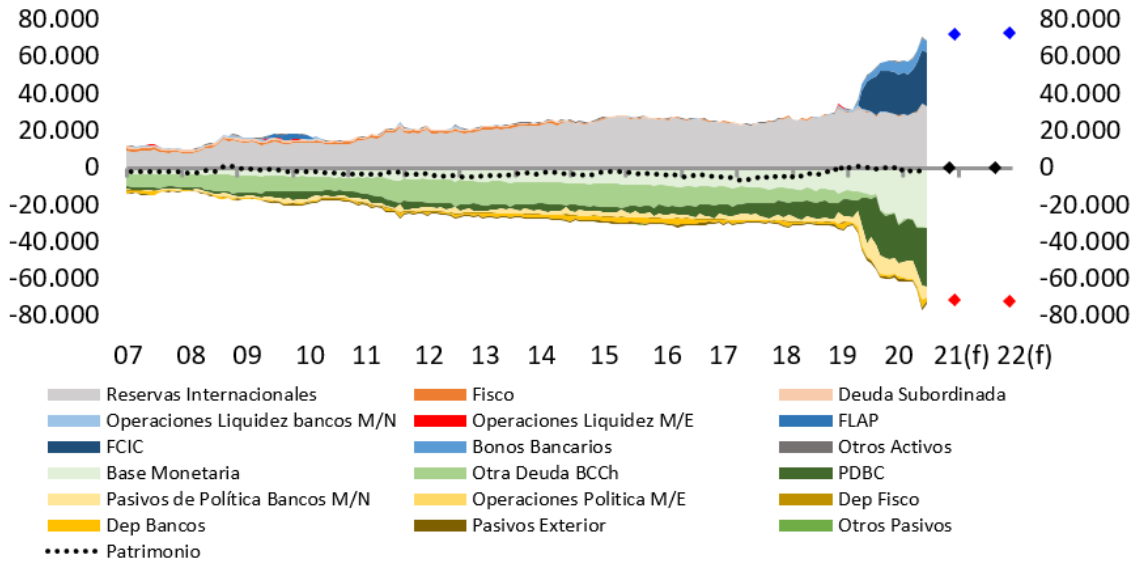
(1) Mediana simple de Australia, Canadá, Dinamarca, Inglaterra, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza. (2) Mediana simple de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, México, Malasia, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. (3) Las cifras de 2020 corresponden a los datos del Fiscal Monitor de enero. Las cifras de 2021 corresponden a la diferencia entre la entregas de julio y enero. Para Chile considera 2,8% extra correspondiente al IFE. Fuentes: BIS, FMI, FMI Covid tracker, OECD, Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Economics.



Gráfico 21

**Balance del Banco Central de Chile (\*)**

(miles de millones de pesos)



(\*) Datos mensuales efectivos hasta junio del 2021. Rombos corresponden a las proyecciones al cierre de los años 2021 y 2022 de los activos (rombos azules), pasivos (rombos rojos) y patrimonio (rombos negros). (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.