



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE
SENADO DE LA REPÚBLICA***

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
9 de junio de 2021

*El *Informe de Política Monetaria* de junio de 2021 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señora Presidenta de la Comisión de Hacienda del Senado, Senadora Ximena Rincón. Senadores miembros de esta Comisión, senadoras y senadores.

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco Central de Chile sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria. Esta visión está contenida en detalle en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2021, publicado con el inicio de esta reunión. Estos antecedentes aportan el trasfondo para la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria de ayer martes.

Los últimos meses nos han confirmado que la economía chilena ha ido avanzando en su proceso de recuperación. Las cifras de actividad han sorprendido positivamente en los primeros meses del 2021, reflejando el fuerte impulso macroeconómico y la mejor adaptación de la economía a las restricciones sanitarias. De hecho, el impacto de las cuarentenas, pese a involucrar a casi el 90% de la población nacional durante abril, fue bastante menor que lo esperado y que lo observado al inicio de la pandemia.

El consumo privado ha aumentado con fuerza, alimentado por las masivas transferencias fiscales que se han ejecutado en los últimos meses y los retiros de los ahorros previsionales. De hecho, el consumo privado es el componente del gasto que más crece, con algunas de sus categorías, como el consumo durable, aumentando a tasas de 50 por ciento anual en el primer trimestre. Las medidas recién aprobadas por el Congreso harán que el impulso al consumo se intensifique, al mismo tiempo que la expansión fiscal será significativamente superior a la que preveíamos en el IPoM de marzo.

En las proyecciones que les presentaremos dentro de unos minutos consideramos una importante corrección al alza del crecimiento para este año, elevándolo a una cifra entre 8,5 y 9,5 por ciento. Esto responde a la suma del mejor desempeño reciente y el aumento del impulso al gasto, en un contexto de condiciones externas más favorables. Además, esto lleva a adelantar el cierre previsto de la amplia brecha de actividad provocada por la crisis del Covid-19.

Aún con estos avances y perspectivas más positivas de recuperación, la percepción general se mantiene marcada por la evolución de los contagios y las cuarentenas, el importante rezago de algunos sectores, las fragilidades en el mercado del trabajo y la persistencia de una alta incertidumbre. En el mercado financiero se observa un aumento de las tasas largas mayor que la de sus símiles externos, una caída de la bolsa y aumentos moderados del riesgo soberano.

En lo venidero, la mayor expansividad fiscal y el alto dinamismo del consumo harán menos necesario que el impulso monetario apoye la recuperación de la economía, por lo que este debería comenzar a moderarse antes de lo previsto en el IPoM anterior. Esto permitirá evitar que un aumento de la inflación —actualmente en torno a 3,5 por ciento— eleve el costo de la vida y erosione el poder de

compra de los hogares más afectados por la crisis. Aun así, se estima que, en el escenario central, la TPM permanecerá por debajo de su nivel neutral durante todo el horizonte de política, apuntalando un proceso de recuperación que seguirá enfrentando importantes desafíos.

Ahora pasaré a describir nuestra evaluación del panorama económico y sus riesgos.

Escenario macroeconómico

En lo que va de 2021, la economía chilena ha tenido un desempeño superior al previsto, destacando que el impacto de las cuarentenas en la actividad fue notoriamente menor que lo anticipado. De hecho, aunque la actividad retrocedió durante marzo y abril, el efecto del aumento de las restricciones sanitarias fue alrededor de una quinta parte de lo observado al comienzo de la pandemia. Varios factores han contribuido a este resultado: la mayor adaptación de las empresas a las exigencias del distanciamiento social; el apoyo de las favorables condiciones financieras; los ajustes al plan Paso a Paso; y el impulso a la demanda de las políticas públicas (gráfico 1).

Los retiros de los ahorros previsionales y las masivas transferencias fiscales han sido un determinante fundamental del dinamismo del consumo privado, que ha liderado el alza de la economía. En el primer trimestre el consumo privado ya creció casi 5 por ciento anual, con un aumento del gasto en durables cercano a 50 por ciento, en el que destacó el incremento de la compra de artículos tecnológicos y automóviles. Información del comercio minorista, ventas de supermercados y boletas electrónicas muestra que el consumo de bienes continuó dinámico durante abril y mayo. El gasto en servicios, aunque ha recuperado parte de su caída del año pasado, sigue mostrando tasas de variación anual negativas, reflejando la persistencia de las restricciones sobre su oferta.

En el primer trimestre, la formación bruta de capital fijo tuvo un leve crecimiento anual, determinado por la recuperación del componente de maquinaria y equipos —que creció 21,5 por ciento anual. El ítem de construcción y obras, en cambio, tuvo una caída del orden de 10 por ciento anual, ante la mayor lentitud y el aplazamiento de obras en el contexto de la pandemia (gráfico 2).

El mercado laboral ha tenido un mejoramiento notorio, aunque heterogéneo, respecto de sus peores niveles del año pasado. La magnitud de esta mejora varía según la fuente de información: mientras los datos del INE muestran la recuperación de más de la mitad de los empleos perdidos tras el inicio de la pandemia, el número de cotizantes de las AFP y del seguro de cesantía —que puede asociarse con empleo asalariado formal— ha retornado a los niveles prepandemia (gráfico 3). A su vez, la inactividad ha descendido, aunque se mantiene elevada para sus patrones históricos, y las vacantes han aumentado, con lo que la tasa de desempleo permanece en torno a 10 por ciento.

En todo caso, hay distintos indicadores que dan cuenta de la fragilidad y heterogeneidad en la recuperación del mercado laboral, cuando ésta tiene todavía bastante por avanzar. Por un lado, la ampliación reciente de las cuarentenas impactó más al empleo por cuenta propia y asalariado

informal, observándose también un aumento de las solicitudes del seguro de cesantía, aunque se mantienen bajo sus niveles de 2020. Los trabajadores de más baja calificación y las mujeres se mantienen como los segmentos más rezagados en la recuperación del empleo (gráfico 4). De hecho, la tasa de participación femenina está aún muy lejos de los niveles prepandemia, afectada por las responsabilidades adicionales sobre el cuidado del hogar que han debido asumir muchas mujeres. Estos antecedentes se recogen en uno de los Recuadros de este IPoM, y más adelante me referiré a ellos con más detalle (gráfico 5).

Desde el IPoM anterior se han ampliado los beneficios para los hogares y pequeñas empresas, los que aumentarán significativamente con las medidas recién aprobadas por el Congreso en el marco de la Agenda de “Mínimos Comunes”. En la segunda mitad de abril, el Gobierno anunció el fortalecimiento del bono a la clase media y del Ingreso Familiar de Emergencia, junto con un bono complementario para quienes no tenían fondos disponibles en sus cuentas de AFP. Por su lado, el Congreso aprobó un tercer retiro de ahorros previsionales, que incluye un anticipo de beneficios para los pensionados con rentas vitalicias. En el contexto de la Agenda de Mínimos Comunes, se acaba de aprobar una sustancial extensión y ampliación de las transferencias, incluyendo un Ingreso Familiar de Emergencia ampliado en su valor y cobertura, y que llegará a más de 15 millones de personas durante los próximos cuatro meses. Además, está en discusión la entrega de subsidios y beneficios tributarios para micro y pequeñas empresas.

La suma de estas iniciativas hará que el crecimiento del gasto fiscal llegue a cifras en torno a 25 por ciento nominal en 2021, lo que se compara con el 5 por ciento considerado en el IPoM de marzo. Esto llevará a exceder significativamente el déficit estructural programado para el año, lo que el Gobierno formalizaría invocando una “cláusula de escape” de las metas fiscales comprometidas. Aunque aún no se cuenta con nuevas proyecciones oficiales, parece evidente que, pese a las mejores perspectivas para la actividad, este año el impulso fiscal no solo superará lo previsto, sino que será significativamente mayor que el de 2020.

Pese a la recuperación de la actividad y la ampliación de los estímulos fiscales, la percepción económica general empeoró en meses pasados, con expectativas de los consumidores que siguen en niveles pesimistas. Esto podría explicarse por factores como la evolución de los contagios, las cuarentenas y la heterogeneidad que se observa en la recuperación. Sobre esto último, destaca que el desempeño de parte de los servicios, la construcción y el transporte de personas continúa sin alcanzar sus niveles previos a la pandemia, hito que el comercio y la industria lograron hace seis meses o más. Se suma la mencionada heterogeneidad en el mercado laboral (gráfico 6).

En el caso de las expectativas empresariales se observan diferencias, con una mayor afectación en empresas de menor tamaño y sectores más rezagados en la recuperación. El Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de mayo dio cuenta que las empresas más pequeñas fueron las más afectadas por las cuarentenas de marzo y abril. Además, dicho Informe resaltó que un porcentaje no menor de empresas había puesto en duda sus planes de inversión para este año o simplemente había decidido no realizarlos.

Los indicadores de incertidumbre siguen elevados, muy por encima de los previos a la crisis social.

De hecho, en el último año los indicadores de incertidumbre local han mostrado constantemente niveles por sobre lo que se observa en economías como Estados Unidos o el Reino Unido, con un descenso a sus niveles prepandemia que ha tardado más. Esta trayectoria difiere claramente de lo que se observaba previo al inicio de la crisis social, cuando el nivel de incertidumbre no solo era mucho menor, sino que también estaba más en línea con los comparativos externos (gráfico 7).

El mercado financiero chileno ha reaccionado al conjunto de desarrollos locales desacoplándose de las tendencias globales.

Así, las tasas de interés de largo plazo han aumentado 30 puntos base desde mediados de abril a la fecha (BCP10), mientras que sus referentes externos no han tenido grandes cambios. Esto ha ido acompañado de una caída de la bolsa de algo más de 10 por ciento, una depreciación del peso de 2 por ciento y un aumento del premio soberano (CDS) de 15 puntos base, todo ello pese a la significativa alza del precio del cobre. Esto ha coincidido con un período de mayores tensiones políticas en torno al tercer retiro de ahorros previsionales y un amplio abanico de iniciativas legislativas en materias fiscales y regulatorias (gráfico 8).

En el ámbito externo, el crecimiento mundial ha ido consolidando las favorables perspectivas para este año y el próximo, lo que ha sido recogido por los mercados financieros globales.

La evolución del escenario externo se liga estrechamente al avance de la vacunación y la reapertura en las economías desarrolladas, lo que ha redundado en el repunte y afianzamiento de la confianza de los consumidores, de las empresas y de la actividad en los sectores más rezagados (gráfico 9). Respecto de la composición del gasto, mientras la recuperación de la actividad en las principales economías estuvo inicialmente liderada por el consumo, entre fines de 2020 y comienzos de 2021 la inversión muestra un comportamiento más dinámico (gráfico 10).

Los mercados financieros globales han recogido este panorama, incentivando una mayor toma de riesgos, aumentos de las bolsas de valores y apreciaciones generalizadas de los precios de los activos.

Así es como las condiciones financieras se han mantenido favorables, en particular por una mayor estabilidad de las tasas de largo plazo, el descenso de los *spreads* corporativos y los premios por riesgo, y una entrada de capitales hacia los mercados emergentes. De todos modos, este panorama no es común a todas las economías, observándose rezagos importantes en aquellas donde el control de la pandemia sigue siendo complejo, no existe un plan de vacunación significativo en el corto plazo, el espacio de política es reducido y/o han aumentado las tensiones internas. Varios países de América Latina se encuentran en esta situación.

Los precios internacionales de las materias primas y los alimentos también se han visto impulsados por el panorama de recuperación global, a lo que se añaden dificultades por el lado de la oferta y un dólar que se ha depreciado.

El precio del cobre llegó hasta un valor récord de US\$4,86 la libra a principios de mayo, ubicándose al cierre estadístico en niveles en torno a US\$4,5, lo que representa un incremento de 11 por ciento respecto de marzo. El precio del petróleo también ha aumentado, y se ubica por sobre US\$65 el barril.

Esto, junto con los mayores precios del transporte, ha incrementado las presiones de costos que enfrentan las empresas a nivel global. De hecho, el costo de los fletes marítimos ha llegado a triplicarse, mientras los precios de otros insumos y productos básicos, como los materiales para la construcción, alimentos y productos agrícolas también han tenido aumentos significativos (gráfico 11). Todo esto se ha reflejado en mayores precios al productor y expectativas de inflación de corto plazo en diversas economías.

Aunque los mercados globales consideran que el efecto en la inflación será mayoritariamente transitorio, ha aumentado la preocupación en aquellas economías donde los estímulos a la demanda han sido más significativos. En EE.UU., la inflación sorprendió al alza en marzo y abril, al mismo tiempo que se está implementando un cuantioso paquete de ayuda fiscal y que la política monetaria se mantiene altamente expansiva. Las medidas de expectativas de inflación han aumentado, mientras los mercados financieros han sufrido episodios de volatilidad asociados a dicha variable.

En Chile, la inflación ha evolucionado acorde con lo esperado, con una variación anual del IPC que se elevó a 3,6 por ciento en mayo. Las expectativas están alineadas con la meta de política a dos años plazo. La variación anual del IPC ha seguido mayormente determinada por la evolución de los precios de los bienes y la energía. Los primeros continúan presionados por inventarios acotados en un contexto de alta demanda. En los segundos, han incidido el alza del precio del petróleo y la baja base de comparación. El IPC subyacente se ubica en 3,4 por ciento (gráfico 12).

Proyecciones

El crecimiento esperado para este año aumenta de forma importante en el escenario central, a un rango entre 8,5 y 9,5 por ciento. Cerca de dos tercios de la diferencia con la proyección de marzo se explica por la acumulación de medidas de impulso al gasto, y el tercio restante, principalmente por el mejor inicio del año y la adaptación que ha tenido la economía (gráfico 13). Es importante notar que si, tras los retrocesos de marzo y abril, la economía retorna al nivel de febrero y se queda ahí el resto del año, el crecimiento del PIB en 2021 se acercaría a 7,5 por ciento aún antes de considerar ningún efecto a raíz del tercer retiro de fondos ni las fuertes transferencias fiscales (gráfico 14).

Las masivas transferencias fiscales y la aprobación del tercer retiro de ahorros previsionales llevan a proyectar un crecimiento anual del consumo privado en torno a 15 por ciento (en torno a 12 por ciento en marzo). A su vez, la formación bruta de capital fijo aumentará 11,4 por ciento en el año, mientras las exportaciones totales crecerán algo más de 1 por ciento.

Para 2022 y el 2023, los rangos de crecimiento se corrigen a la baja, dada la mayor base de comparación, el paulatino descenso del impulso al consumo y un dinamismo acotado de la inversión. En el escenario central, el PIB aumentará entre 2 y 3 por ciento en 2022, y entre 1,75 y 2,75 por ciento en 2023. El incremento anual del consumo privado se moderará significativamente

en los próximos dos años, reflejando en buena parte la transitoriedad con que se han definido las actuales medidas de apoyo a los ingresos (tabla 1).

En la inversión, para el bienio 2022–2023 se prevén tasas de expansión significativamente menores que en 2021. Más allá del mayor registro efectivo del primer trimestre y la recuperación cíclica esperada para este año, las perspectivas apuntan a un acotado dinamismo. Por un lado, la última versión disponible del catastro de grandes proyectos de inversión de la CBC muestra escasos cambios en el número y monto de los proyectos comprometidos para los próximos cinco años y una baja entrada de nuevos proyectos en perspectiva histórica, tendencia que se ha mantenido ya por algunos trimestres. Por otro lado, si bien las importaciones de bienes de capital tuvieron un aumento importante en la primera parte del año, la evolución de la bolsa de valores sugiere una visión menos optimista en lo venidero para la parte transable de la inversión (gráfico 15).

Un elemento central de estas proyecciones es la política fiscal, que este año agregará un impulso significativamente superior al contemplado en marzo, considerando los anuncios ya concretados y el gasto adicional que significarán, entre otras, las nuevas medidas de apoyo a hogares recientemente aprobadas. Para 2022 y 2023, se asume que no se mantendrá un impulso fiscal masivo como este, dando paso a políticas concentradas en los segmentos más rezagados y una estabilización de las finanzas públicas. Así, después de alcanzar una expansividad récord en 2021, el escenario central asume que las cuentas fiscales se insertarán en una trayectoria de convergencia a las metas estructurales y hacia una relación sostenible de deuda pública a PIB, en línea con las recomendaciones del Consejo Fiscal Autónomo. Ello podría reforzarse con aumentos permanentes de los ingresos fiscales, derivados de las reformas que han sido recientemente anunciadas por el Gobierno.

El déficit de la cuenta corriente de este año será similar a lo proyectado en marzo, pues el mayor precio del cobre compensa la expansión del gasto interno. Con todo, entre 2020 y 2021, el saldo de la cuenta corriente se volverá negativo, reflejando el aumento de la demanda interna. Comparado con marzo, durante el trienio 2021-2023, la economía mundial tendrá tasas de crecimiento levemente superiores y el precio promedio anual del cobre estará entre 20 a 30 centavos de dólar sobre la tendencia declinante proyectada en marzo. Además del alza reciente, esta corrección responde al mayor precio de largo plazo del cobre, que aumenta a US\$3,3 la libra, desde el US\$2,7 considerado antes. Pese al incremento del precio del petróleo en el horizonte de proyección, los términos de intercambio son, en promedio, 4 por ciento superiores a lo estimado en marzo (tabla 2).

El mejor desempeño efectivo y esperado del PIB para este año, lleva a que, en el escenario central, el cierre de la brecha de actividad se produzca más temprano que lo anticipado en marzo. Esto considera que el fuerte crecimiento de la demanda interna, asociado al consumo, impulsará el PIB efectivo en el corto plazo. Debido a ello, y pese al retroceso del segundo trimestre y la corrección al alza del PIB potencial que comentaré en unos momentos, la brecha se cerrará durante el tercer trimestre de este año, volviéndose positiva durante algunos trimestres. Luego, en 2022 descenderá

en línea con la disminución del impulso al gasto privado, oscilando en torno a cero hasta fines de 2023 (gráfico 16).

El mayor impulso al consumo, en un contexto de cierre más temprano de la brecha de actividad y aumentos de las presiones de costos, eleva las proyecciones de inflación. La inflación subyacente cerrará el año algo por debajo de 4 por ciento anual. El alza de los precios de la energía seguirá dominando el componente volátil. Así, tras alcanzar valores superiores en el segundo semestre, en diciembre de 2021 la inflación anual del IPC total será 4,4 por ciento. En 2022 y 2023, en la medida que el impulso fiscal y monetario vaya normalizándose, la inflación convergerá hacia 3 por ciento, para permanecer en ese valor hasta el fin del horizonte de política, el segundo trimestre de 2023 (gráfico 17).

En síntesis, la mayor proyección de actividad para este año se explica en gran medida por el aumento del consumo privado, respondiendo a la acumulación de medidas de estímulo adoptadas desde el IPoM anterior. Parte importante de estas medidas dan cuenta de una política fiscal considerablemente más expansiva que lo previsto anteriormente. Las perspectivas para la inversión y las exportaciones, en cambio, son más acotadas, con tendencia a desacelerarse en el primer caso. Así, se perfila un escenario de recuperación notoriamente sesgado hacia el consumo, que, de mantenerse o profundizarse con políticas más procíclicas, podría ir incubando desequilibrios macroeconómicos de mayor envergadura, riesgo que debe ser debidamente anticipado.

Reestimación de los parámetros estructurales de la economía chilena

Los parámetros estructurales corresponden a estimaciones de más de largo plazo de diferentes variables de la economía: el crecimiento del PIB, la tasa de interés de política monetaria y los precios de algunas materias primas, que enmarcan las proyecciones de largo plazo y la formulación de la política monetaria. Estas corresponden a lo que se conoce como variables inobservables, que significa que no pueden ser medidas directamente (como sí lo es la actividad de un mes o un año, por ejemplo) y por lo tanto deben ser estimadas utilizando distintas metodologías. La estimación de los parámetros estructurales es relevante para las decisiones de política monetaria, pues otorga una referencia de dónde debieran estar sus valores en plazos más largos y por tanto sirven como una guía para evaluar la macroeconomía y calibrar la política monetaria acorde con ello. En 2020, el Banco pospuso la revisión de estos parámetros debido a que la incertidumbre en torno a lo inusual de los *shocks* que estaban afectando a la economía —la crisis social y la pandemia— hacía preferible recabar más información para aquilatar los efectos de mediano plazo en la economía. Los resultados de estas estimaciones se detallan en tres recuadros de este IPoM.

Respecto del crecimiento tendencial, su estimación se revisa a la baja dada la persistente caída del crecimiento de la productividad durante la última década. La estimación del crecimiento del PIB tendencial no minero se reduce a un rango entre 2,4 y 3,4 por ciento para el período 2021-2030, que se compara con el rango entre 3,25 y 3,75 por ciento estimado para el decenio 2019-2028. Esta revisión es explicada, principalmente, por una proyección del crecimiento de la productividad total

de factores (PTF) más baja^{1/}. Este supuesto se sustenta en la consolidación de una tendencia decreciente desde comienzos de los noventa, que solo fue revertida de forma transitoria en el periodo de boom de los precios de las materias primas de la segunda mitad de los dos mil (gráfico 18). En todo caso, es importante señalar que existe un elevado grado de incertidumbre sobre este supuesto, que se refleja en un rango de estimación de crecimiento tendencial más ancho, el que pasa de medio a un punto porcentual entre la estimación de 2019 y la actual. Esto da cuenta, en parte, de que estos cálculos no incluyen 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.

El PIB potencial —que mide la capacidad de crecimiento en plazos más cortos, donde no se alcanza una plena reasignación de recursos— se revisa al alza, pese a la corrección a la baja del crecimiento tendencial. Para el período 2021-2023 se estima un crecimiento potencial en torno a 2,1 por ciento (alrededor de 1,7 por ciento en marzo). Esto refleja la mayor capacidad de adaptación de la economía y las menores cicatrices que estaría dejando la pandemia, lo que reduce la persistencia de sus efectos negativos sobre la productividad y la disponibilidad de factores. Con todo, hacia el mediano plazo, el PIB potencial convergería a cifras comparables con las del tendencial.

Para la TPM neutral, el conjunto de estimaciones arroja cifras del orden de 0,5 por ciento en términos reales. Acorde con el rango de estimaciones y la incertidumbre en torno a este cálculo, el Consejo considera que la TPM neutral se ubica en un rango entre 3,25 y 3,75 por ciento en términos nominales, una rebaja de 50 puntos base en los límites del rango estimado hasta marzo. Esto refleja en parte la tendencia global a menores tasas de interés neutrales observada en los últimos años y es coherente con la reducción del crecimiento tendencial estimado para Chile.

El mínimo técnico de la tasa de política monetaria se mantiene en 0,5 por ciento. Al igual que en marzo de 2020, esto consideró que el mercado monetario es gestionado por diversos administradores que compiten entre sí y con la banca. Entre otros, ofrecen instrumentos de inversión de rápida salida que permiten satisfacer las necesidades inmediatas de caja de hogares y empresas, pudiendo retirar sus fondos al día siguiente. Al vender estos instrumentos, podría haber diferencias de precio que es necesario cubrir. Por lo anterior, a medida que la TPM se acerca a cero, la probabilidad que empresas y hogares tengan pérdidas se acrecienta. Para mantener en funcionamiento este mecanismo, el Consejo estima que el mínimo técnico de la TPM es 0,5 por ciento. En todo caso, es importante notar que este mínimo técnico no es limitante para una política monetaria expansiva, gracias a que estamos lejos de un escenario de deflación. Además, la tasa interbancaria se puede mover en un corredor de más/menos 25 puntos base en torno a la TPM y, de hecho, en periodos de alta expansividad monetaria, se ha ubicado por debajo del mínimo técnico.

^{1/} Cabe notar que en el ejercicio actual se ha incorporado información de los últimos cuatro años para la productividad total de factores (PTF). La anterior actualización del crecimiento tendencial (2019), solo consideró los cambios en el factor trabajo asociados a la inmigración al país, sin modificar el supuesto de crecimiento de la PTF realizado en la estimación anterior (2017).

Así ha ocurrido en el último año y así ocurrió también en 2009, cuando la TPM también llegó a 0,5 por ciento y el Banco utilizó la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP).

En el caso de los precios de largo plazo del cobre y el petróleo, estos se corrigen en direcciones opuestas. El primero aumenta desde US\$2,7 a 3,3 la libra y el segundo baja desde US\$70 a 60 el barril. Es importante notar que estos precios corresponden a los niveles en los que se espera se ubiquen el valor del cobre y el petróleo dentro de diez años. En el caso del cobre, esto difiere de lo que se considera en el cálculo de la regla estructural, que corresponde al promedio de los próximos diez años y no a su punto de llegada.

La corrección al alza del precio del cobre se relaciona con la expectativa de un crecimiento exponencial de su demanda asociado a la “ola verde”. Esta se da en un contexto en que, si bien la demanda convencional va a la baja, el aumento previsto de la producción no alcanzará a compensar la citada mayor demanda por la citada “ola verde” hacia 2030. Para que esto ocurriera, sería necesario que ingresaran nuevos proyectos de inversión en el sector, los que aún no han sido comprometidos. Se agrega que en el último año distintos organismos internacionales e instituciones especializadas han elevado el precio de cobre esperado dentro de cinco o diez años más, ubicándose hoy en torno a US\$3,3.

En el caso del petróleo, las estimaciones de su precio de largo plazo han caído en los últimos años, impulsadas tanto por el ingreso de nuevas tecnologías para la extracción y producción, como por la caída proyectada en la demanda. En este mercado, el ingreso del *shale oil* abarató los costos promedios de extracción de petróleo a nivel global. Se suma que la “ola verde” desincentivaría la demanda por petróleo respecto de lo proyectado hace algunos años atrás. Con todo, se prevé que un precio en torno a US\$60 el barril será suficiente para equilibrar el mercado en el largo plazo (tabla 3).

Escenarios de sensibilidad y riesgos

El escenario central se basa en un conjunto de supuestos, como los descritos en los párrafos precedentes, que dan forma a las proyecciones presentadas. Sobre dichos supuestos, pueden realizarse ejercicios de sensibilidad que, manteniendo el crecimiento del PIB en los rangos previstos, requieran de una acción de política monetaria algo distinta. Estos escenarios forman el corredor de TPM (gráfico 19).

Por un lado, es posible que la demanda se expanda más allá de lo previsto, ya sea por una mayor disposición de los hogares a consumir —en un contexto de desconfinamiento de la economía— o por transferencias fiscales superiores a las ya consideradas. En este último caso podrían agregarse medidas tributarias, de liquidez o de inversión pública, configurando un comportamiento aún más procíclico de la política fiscal. En esa situación, las mayores presiones inflacionarias llevarían a la necesidad de un retiro más pronto del estímulo monetario, lo que se refleja en el límite superior del corredor para la TPM.

Por otro lado, la inversión sigue siendo el componente más rezagado del gasto, y no puede descartarse una evolución menos favorable que lo previsto. Los datos muestran que en el primer trimestre la inversión en construcción y obras no logró recuperarse, que no han ingresado grandes proyectos de inversión a los catastros y que los eventos político-legislativos locales han afectado a la bolsa, usualmente correlacionada con la evolución futura de la inversión. Si esta situación se acentuara hasta un estancamiento o un retroceso de la inversión, la política monetaria debería mantener una instancia altamente expansiva por un período más largo, lo que se refleja en el límite inferior del corredor para la TPM.

Pese a que la economía ha mostrado una importante recuperación, la pandemia es un fenómeno aún presente y podrían darse eventos inesperados. El escenario central considera que durante el segundo semestre se dará un desconfinamiento creciente de la población y se relajarán las medidas de distanciamiento social, de la mano del logro de las metas del proceso de vacunación. Sin embargo, es posible que se den escenarios de una apertura más lenta. Sin ir más lejos, los contagios han aumentado nuevamente y se ha reimpuesto cuarentenas en varias comunas. Si ello se intensifica, el cierre de la brecha de actividad podría retrasarse, requiriendo que la actual expansividad monetaria se mantenga por algún tiempo más.

En lo externo, no puede descartarse que las presiones de costos que enfrentan las empresas a nivel global tengan efectos más persistentes en la inflación. La recuperación global, en un contexto en que se mantienen algunos problemas logísticos para la producción, ha llevado a un aumento generalizado de los costos. Por ahora, se estima que esto es un fenómeno transitorio, pues la creciente apertura de las economías y la mayor adaptación normalizará el suministro de muchos bienes y servicios. En todo caso, puede darse que, considerando además la elevada demanda interna, la inflación local sea algo mayor que lo previsto en el corto plazo. La transitoriedad de un evento como este no requiere una reacción de la política monetaria. Sin embargo, el escenario sería distinto, si estas presiones inflacionarias globales tuvieran un impacto más persistente en la inflación local. En ese caso, se haría necesario un retiro más pronto del estímulo monetario.

Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios de riesgos en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la reacción de la política monetaria debería ser más intensa. En lo interno, destacan los riesgos asociados a una evolución de las finanzas públicas que no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo, lo que podría afectar las condiciones financieras internas, la inversión y la percepción de riesgo país. En lo externo, el principal riesgo sigue siendo un cambio abrupto de las condiciones financieras internacionales, evento que ha tomado más preponderancia por las dudas sobre la evolución de la inflación en EE.UU. La intensidad de estos escenarios puede poner en riesgo la convergencia de la inflación en el horizonte de política, ubicar a la actividad por debajo de los rangos previstos y/o comprometer el buen funcionamiento de los mercados financieros.

Orientación de la política monetaria

El mejor desempeño reciente de la economía, el significativo impulso a la demanda interna, los desbalances en la dinámica del gasto y la producción, y las presiones de costos, incidirán sobre el comportamiento de los precios. Cuánto corresponda a efectos temporales y cuánto a efectos más persistentes será clave para determinar la correcta expansividad de la política monetaria, de forma de cautelar que la recuperación de la economía sea sostenible y continúe dándose en un entorno de estabilidad de precios.

En lo inmediato, el Consejo estima que la economía aún está afectada por el impacto de la pandemia y el rezago del mercado laboral en la recuperación. Sin embargo, el alto dinamismo que ya exhibe el consumo y el impulso adicional al gasto privado representan un cambio relevante para el escenario macroeconómico de los próximos meses, lo que hace necesario recalibrar la expansividad de la política monetaria en lo venidero.

En particular, el mayor crecimiento previsto para el gasto y la actividad harán menos necesario que el impulso monetario apoye la recuperación de la economía con la intensidad actual, por lo que debería comenzar a moderarse gradualmente antes de lo previsto en el IPoM anterior. Esto permitirá evitar la acumulación de presiones inflacionarias en un momento particularmente sensible de la recuperación. 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. Por esto, un escenario de mayor inflación solo potenciaría el impacto regresivo de la pérdida de empleos que estos sectores han tenido durante la crisis.

En todo caso, aún en un contexto de gradual normalización, la política monetaria continuará acompañando la recuperación de la economía. Es así como, partiendo de uno de los niveles más expansivos entre economías comparables (gráfico 20), en el escenario central se anticipa que la TPM estará por debajo de su valor neutral durante todo el horizonte de política de dos años. Esto dará espacio para que otras políticas públicas puedan apoyar a los sectores más rezagados o que requieran adecuarse a las nuevas condiciones de funcionamiento.

En cuanto a las medidas no convencionales, estas culminaron recientemente y no se prevén cambios en sus condiciones y plazos actuales. Esto incluye concluir la etapa de reinversión de los cupones de los bonos bancarios a su vencimiento, dejando que el stock que está en manos del Banco Central se reduzca paulatinamente.

Más allá de la conducción de la política monetaria, la profunda crisis de los últimos diecinueve meses dejará importantes desafíos para la economía chilena. Destaca la necesidad de configurar una trayectoria sostenible para las finanzas públicas, disminuir la incertidumbre económica y revertir la reducción del crecimiento tendencial reportada en este Informe. Cómo se enfrenten estos desafíos no solo incidirá sobre la evolución futura de la política monetaria, sino especialmente sobre las condiciones de vida y las perspectivas futuras del país.

Otras materias de interés

Para concluir esta presentación, quisiera referirme a tres temas ligados al trabajo del Banco en el seguimiento de la economía y el ejercicio de sus facultades. Estos son (a) el impacto de la crisis económica sobre las mujeres en Chile; (b) la distinción entre incertidumbre y riesgo en el comportamiento de los agentes económicos, y (c) la transparencia del Banco Central de Chile en la formulación y ejecución de sus decisiones de política.

Impacto de la crisis económica sobre las mujeres en Chile

El primer tema, señora Presidenta, sin duda le resultará familiar, dado que fue planteado por usted misma durante la presentación del IPoM de marzo, hace poco más de dos meses atrás. El impacto de la crisis del Covid-19 sobre las mujeres resulta de gran relevancia no solo para entender la experiencia concreta de la crisis social, sanitaria y económica en la población, sino para identificar uno de los desafíos importantes para el propio proceso de recuperación en el que nos encontramos.

Para este efecto, hemos incluido en este Informe un recuadro (Recuadro III.1) dedicado específicamente a este tema, en cuya preparación hemos tratado de ir más allá de las estadísticas económicas tradicionales y que esperamos que sea el punto de partida de una agenda más larga de generación de información y análisis por parte del Banco Central sobre la materia.

Los principales mensajes de este recuadro son las siguientes:

- a. La crisis experimentada por la economía chilena desde marzo de 2020 tuvo un fuerte y rápido impacto en el mercado laboral, el que afectó desproporcionadamente a las mujeres, que perdieron más de 930 mil puestos de trabajo entre febrero y julio de 2020. Los puestos de trabajo de las mujeres fueron afectados en mayor proporción que los de los hombres, lo que señala una desigual distribución de las consecuencias de la crisis.
- b. Parte de este efecto se explica por el lado de la demanda laboral, dado que el *shock* generado por el Covid-19 y las restricciones sanitarias incidió más fuertemente sobre sectores (servicios personales, comercio, restaurantes y hoteles) y modalidades de trabajo (cuenta propia, servicio doméstico) que emplean en mayor medida a mujeres.
- c. No obstante, tan importante como lo anterior, es el lado de la oferta. Esto se refleja en buena medida en que la crisis no solo vino acompañada de un aumento del desempleo, sino especialmente de una caída de la fuerza de trabajo, fenómeno que se ha concentrado especialmente en las mujeres. Es así como entre febrero y julio la tasa de participación femenina se redujo desde 53 a 41 por ciento, ubicándose en la última medición (febrero-abril 2021) en 46 por ciento.

d. En la caída de la participación laboral de las mujeres intervienen al menos dos factores no económicos: (a) la dificultad para acceder a los servicios afectados por las restricciones sanitarias, entre las cuales destaca la suspensión por ya casi un año y medio de las clases presenciales en el sistema escolar y preescolar; y (b) la presión generada por una desigual distribución de las responsabilidades por el trabajo doméstico y el cuidado de niños, adultos mayores y enfermos, sobre las mujeres, producto de pautas culturales arraigadas en el país.

Por cierto, la menor participación de las mujeres en el empleo remunerado no significa que estas hayan reducido sus responsabilidades ni su aporte al país. La contraparte de una caída del empleo remunerado es un aumento del trabajo no remunerado en el hogar. A este respecto, cabe consignar que, en tiempos de mayor normalidad macroeconómica, su valor se estimaba cercano a 21 por ciento del PIB. De esta cifra, alrededor de dos tercios era producido por mujeres. Estimaciones preliminares indican que, en el 2020, el valor del trabajo no remunerado en el hogar se habría incrementado a 26 por ciento del PIB^{2/}. Este aumento habría recaído mayoritariamente sobre las mujeres, las que aportaron más del doble que los hombres en este incremento, con un aumento de 25 por ciento en el volumen de trabajo doméstico no remunerado a su cargo. El Banco Central se encuentra coordinando con el INE el levantamiento de información sobre el uso del tiempo que permitiría afinar estas estimaciones.

Todo lo anterior tiene implicancias relevantes tanto desde una perspectiva histórica como para la evolución futura del mercado laboral y el posicionamiento de las mujeres en él. Por lo pronto, la tasa de participación femenina ha retrocedido diez años respecto de los avances de las mujeres en el mercado del trabajo.

Es posible que este retroceso histórico y la recarga de trabajo doméstico explique en buena medida las percepciones de las mujeres sobre la situación económica, que las encuestas han revelado como más negativa que la de los hombres. Es así como en mayo de este año, el 73 por ciento de las mujeres tenían una percepción de estancamiento o deterioro, proporción que llegaba a 68 por ciento en el caso de los hombres^{3/}.

Por último, el impacto de la crisis sobre la inserción de las mujeres en el mercado del trabajo puede tener implicancias importantes no solo para la evolución de la situación social, sino para el propio proceso de recuperación de la economía.

Desde un punto de vista social, destacan tres elementos:

- Primero, la alta proporción de hogares de pobreza extrema encabezados por mujeres —52 por ciento de los hogares en situación de pobreza extrema, según la Encuesta Casen de

^{2/} “Estimación del trabajo doméstico no remunerado 2020”, División de Estadísticas, Banco Central de Chile.

^{3/} IPEC, mayo 2021. Adimark.

2017—, hace que un deterioro de la situación económica de estas últimas pueda tener un impacto importante sobre la pobreza y la desigualdad en el país.

- Segundo, el riesgo de que una situación de alejamiento prolongado del trabajo remunerado involucre pérdidas importantes de capital humano, que tienen efecto sobre la empleabilidad, productividad y remuneraciones futuras^{4/}.
- Tercero, el efecto patrimonial del uso de mecanismos de compensación de la pérdida de ingresos como el endeudamiento y el agotamiento de ahorros, con implicancias sobre el ingreso permanente de las trabajadoras afectadas. En el caso chileno, esto se manifiesta en el hecho de que un 63 por ciento de los trabajadores que quedaron con saldos cero en sus cuentas de capitalización para pensiones tras los retiros de ahorros previsionales son mujeres.

En relación con las expectativas de las mujeres para retornar a la fuerza de trabajo, el Banco realizó un estudio que recogió el testimonio de un conjunto de mujeres que abandonaron la fuerza de trabajo para dedicarse a labores de cuidado, encontrando tres grupos con distintos tipos de expectativas. Por un lado, aquellas que esperan retornar al mercado laboral una vez que se normalice la situación sanitaria. Por otro, aquellas que creen que no volverán a la fuerza de trabajo una vez que se normalice la situación sanitaria, siendo esta expectativa más recurrente en mujeres de mayor edad. Por último, aquellas que esperan retornar al mercado laboral, pero en puestos de trabajo más flexibles que les permitan compatibilizar su trabajo en la ocupación con labores de cuidado.

La actitud que adopten las mujeres respecto del retorno a la fuerza de trabajo dependerá tanto de la extensión de las medidas de confinamiento y cierre de centros educativos, como de la recuperación de las ramas de actividad económica tradicionalmente más feminizadas. Sin embargo, una mayor prevalencia de los últimos dos grupos alberga el riesgo de una recuperación más lenta de las tasas de participación, o bien que en el futuro observemos un aumento de la subutilización de la fuerza de trabajo femenina, en términos de ocupaciones de menores horas de trabajo o productividad, tales como el cuentapropismo o la informalidad.

Todo lo anterior debería dejar claro que mientras una plena normalización del mercado del trabajo requeriría revertir la pérdida de empleos y la salida de mujeres de la fuerza de trabajo, esto no necesariamente se va a producir automáticamente en la medida que se recuperen los niveles de actividad. En otras palabras, la salida abrupta, prolongada y traumática de cientos de miles de mujeres del mercado del trabajo en 2020 tiene efectos económicos, sociales y culturales que

^{4/} Edin, Per-Anders & Gustavsson, Magnus (2008). Time Out of Work and Skill Depreciation. *Industrial and Labor Relations Review*.
Hernanz, Virginia & Jimeno, Juan. (2018). Inestabilidad laboral en el empleo, duración del desempleo y depreciación del capital humano. Cuadernos Económicos de Información Comercial española ICE.

pueden extenderse mucho más allá del ciclo normal y convertirse en un cuello de botella para una recuperación robusta, sostenida y equitativa de la economía.

De este modo, analizar la evolución de la situación laboral de las mujeres, profundizar el diagnóstico y enriquecer las proyecciones al respecto no es una tarea de segundo orden, sino un tema que debería ser prioritario para quienes tienen responsabilidades en materia de política públicas. Por ello, señora Presidenta, quisiera sugerir tratar este tema en mayor profundidad en una sesión de la Comisión especialmente dedicada a ello, lo que nos permitiría profundizar en los antecedentes recopilados para el recuadro de este IPoM e identificar prioridades para su seguimiento futuro.

Naturaleza de la incertidumbre y su relevancia en el escenario actual

El segundo tema al que me quisiera referir es el de la incertidumbre. Como habrán notado, este término se cita en varias oportunidades en este Informe, al momento de caracterizar la situación actual de la economía y sus perspectivas. Profundizar sobre el significado de este concepto es oportuno por cuanto con demasiada frecuencia se utiliza o interpreta de maneras diferentes, algunas de ellas como como sinónimo de riesgo y/o amenaza para la economía.

Según la RAE, incertidumbre se refiere a la falta de certeza, esto es, el grado de aleatoriedad en variables de interés como, por ejemplo, variables económicas que afectan el bienestar. Otras definiciones apuntan a una diversidad de estados plausibles, a los cuales no es posible asignar una probabilidad de ocurrencia. Estas definiciones marcan la diferencia respecto del concepto de riesgo, ya que este último concepto se refiere a la posibilidad concreta de ocurrencia de ciertos hechos adversos. Así, incertidumbre es un concepto más amplio que no necesariamente está relacionado a hechos adversos o incluso a posibilidades concretas.

Mientras el riesgo cuenta con una larga tradición de medición, especialmente en el ámbito de las finanzas, infiriendo su magnitud a partir del comportamiento de los precios de activos; la incertidumbre, al ser un concepto más amplio, ha sido más difícil de dimensionar. No obstante, con el mayor uso de análisis cualitativos, Big Data e Inteligencia Artificial, en los últimos años se han producido avances importantes en la materia, que se han ido incorporando al trabajo estadístico y analítico del Banco Central.

Es así como el Banco viene usando dos indicadores que, siguiendo metodologías internacionales, buscan capturar el grado de incertidumbre relevante para las decisiones económicas. Estos indicadores básicamente miden el grado de atención en Twitter respecto de temas económicos, políticas económicas, coyuntura o incerteza respecto de eventos económicos. La premisa que está detrás es que, entre más discusión y más atención hay sobre un tema, mayor es la dispersión de opiniones e incertidumbre al respecto. Un análisis desde 2012 muestra que estos indicadores tienden a seguir de cerca eventos nacionales e internacionales que presumiblemente significan saltos de incertidumbre. Ejemplos son las elecciones recientes en Estados Unidos, el referéndum

del Brexit, conflictos comerciales internacionales, el inicio de la crisis social en octubre del 2019 y la crisis del Covid en evolución desde marzo 2020.

La incertidumbre, por la dificultad intrínseca para dimensionarse—especialmente a nivel micro— es un concepto difícil de operacionalizar en decisiones económicas específicas. En contraste con el riesgo en decisiones de inversión, que puede ser medido, compensado con rentabilidad o mitigado con seguros, la incertidumbre puede dificultar la propia toma de decisiones o llevar a postergarlas a la espera de mayor información.

Lo anterior no significa que la incertidumbre sea una cuestión de blanco o negro, o que sea necesario eliminarla por completo para que una economía pueda funcionar. La incertidumbre es intrínseca a un medio cambiante, expuesto a influencias exógenas o a la propia evolución de la sociedad y los mercados, especialmente en países que experimentan transformaciones como parte del proceso de desarrollo. No obstante, cualquier nivel de incertidumbre no da lo mismo y es probable que existan ciertos umbrales a partir de los cuales su costo para la economía se vuelve muy elevado.

Dicho lo anterior, la pregunta siguiente es si se puede hacer algo para reducir la incertidumbre cuando esta es muy elevada. Al respecto, la teoría y la experiencia indican que la incertidumbre no es una variable totalmente exógena y que ésta se puede acotar sobre la base de una mayor credibilidad de actores, sistemas y procesos. En particular, una diversidad de estados posibles se puede acotar en la medida que su desarrollo esté dominado por la acción predecible de actores relevantes y los procesos en los que se enmarca su acción.

En el caso de la política monetaria, por ejemplo, se asigna especial valor al anclaje de las expectativas en torno a una inflación cercana a la meta de la autoridad. Esto eleva la efectividad de las decisiones de dichas autoridades, alineando el comportamiento de los agentes al logro de dichas metas. No obstante, el anclaje de expectativas no se genera por decreto, sino por el desempeño de la inflación en el pasado, por la credibilidad ganada por la autoridad y por la generación de sus decisiones dentro de un marco de análisis y acción transparente, reconocido y predecible. Esto ha llevado a muchos bancos centrales a adoptar marcos definidos de metas de inflación y a invertir en fortalecer la comunicación de su trayectoria probable en el futuro.

La importancia de los marcos de acción y credibilidad de las instituciones también es válida, guardando las debidas proporciones, para el ámbito político. No es lo mismo desde el punto de vista de la incertidumbre la existencia de diferencias y conflictos en las decisiones de política, a que ello ocurra con mecanismos institucionalizados para procesar y resolver estas diferencias. Trasladado al actual proceso en curso en Chile, es cierto que la elaboración de una nueva Constitución puede elevar la incertidumbre al estar referida nada menos que al ámbito jurídico superior dentro del cual se desenvuelve el país. Pero, esta incertidumbre puede limitarse no solo tomando en cuenta el mayor costo que tendría no resolver un conflicto político-social, sino proveyendo y respetando las reglas del proceso dentro del cual se conducirá la elaboración de la nueva Constitución.

De esta manera, la incertidumbre no es una amenaza letal para la economía ni menos algo que se pueda suprimir del todo, especialmente en un mundo en constante cambio. Más bien se trata de un elemento de la realidad de un país que evoluciona y que se puede acotar sobre la base del cultivo sistemático de la confianza y el desarrollo de procesos predecibles para tomar decisiones, así como para encauzar las diferencias y conflictos.

Transparencia del Banco Central

Junto con contribuir a acotar la incertidumbre, la confianza es un activo fundamental para las instituciones y especialmente para un Banco Central cuyo mandato está estructurado desde la perspectiva del interés general y su efectividad depende de la respuesta de los mercados y agentes económicos. En ocasiones anteriores, hemos argumentado que este atributo se debe cultivar sistemáticamente, en especial, a través de la búsqueda de mayores grados de transparencia en dimensiones que son particularmente relevantes para la relación del Banco y el público.

La promulgación de la Ley de Transparencia ha impulsado muchos avances e iniciativas en esta materia en Chile. Pero además de cumplir con esta obligación legal, el Banco Central ha implementado, de manera voluntaria, políticas o buenas prácticas de transparencia aplicables a los distintos ámbitos de su quehacer. En esta línea se inscribe la reciente aprobación de la Política de Transparencia Institucional⁵, documento elaborado en el marco del Plan Estratégico 2018-2020, que tiene entre sus objetivos fortalecer los mecanismos en este ámbito, y que está basado en los estándares contenidos en el Código de Transparencia del Banco Central del FMI.

Sin embargo, no basta la voluntad o las buenas ideas para elevar el grado de transparencia en la adopción e implementación de las decisiones institucionales. Es necesario evaluar periódicamente los avances en la materia, e identificar nuevas oportunidades de mejora.

En esta perspectiva, hemos hecho un esfuerzo especial por encargar evaluaciones sobre diversas dimensiones de nuestro desempeño a observadores externos e independientes, que puedan contrastar nuestros esfuerzos con las experiencias de otros bancos centrales o con estándares debidamente validados. En esta oportunidad, quisiera informar a la Comisión sobre tres avances en esta materia.

El primero se refiere al seguimiento de las recomendaciones del Panel de Evaluación Independiente, cuyo informe final presentamos ante esta misma Comisión en septiembre de 2019⁶/. Dicho Panel

⁵/ El documento está disponible en este [hipervínculo](#).

⁶/ El Panel estuvo compuesto por la ex Gobernadora del Banco de Israel Karnit Flug (Presidenta del Panel), el Investigador Senior de la Institución Brookings, Miembro del Comité de Estabilidad Financiera del Banco de Inglaterra, y ex Vicepresidente de la Reserva Federal de Estados Unidos Donald Kohn, la Profesora de la Universidad de Cambridge, Inglaterra, y Evaluadora Experta en Transparencia y Comunicación de la Política Monetaria Petra Geraats, el Profesor de la Universidad de Columbia, Estados Unidos, y ex Economista Jefe del BID Guillermo Calvo, y el Profesor de la Universidad de Pensilvania, Estados Unidos, y ex Investigador del FMI Enrique Mendoza. El

efectuó una evaluación del desempeño del Banco en el cumplimiento de sus mandatos institucionales de control de la inflación y preservación de la estabilidad, concluyendo que el Banco Central de Chile es “un Banco Central de alta calidad y muy profesional,” cuyo “análisis y conducción de política cumplen altos estándares, comparable con los de los bancos centrales con metas de inflación en economías desarrolladas.” También señaló que su gestión “ha sido ejemplar para los estándares de mercados emergentes y ha sido capaz de mantener las expectativas inflacionarias de mediano plazo ancladas alrededor del 3 por ciento”.

Junto con lo anterior, el Panel formuló 40 recomendaciones de mejora en las áreas de comunicación de política monetaria, modelamiento económico, estabilidad financiera, y temas corporativos. A este respecto, quisiera informar a la Comisión que en los próximos días se suscribirá un Convenio de Colaboración con la Comisión para el Mercado Financiero, con lo que se habrá finalizado la implementación de todas las recomendaciones del Panel validadas por el Consejo y que no requieren modificaciones legales.

En particular, dicho Convenio establece protocolos de coordinación en ámbitos fundamentales para ambas instituciones como intercambio de información y coordinación de ejercicios de tensión, iniciativas regulatorias, situaciones que representen amenazas para la estabilidad financiera, seguimiento de infraestructuras de los mercados financieros, intercambio de conocimientos, y asistencia técnica. Junto con el convenio general se suscribirán anexos sobre intercambio de información y ejercicios de tensión. Otros anexos se encuentran todavía en desarrollo para ser suscritos en el curso del año.

En segundo lugar, quisiera informar a la Comisión de los resultados de una evaluación a la que el Banco se sometió voluntariamente, en el marco del plan piloto realizado por el Fondo Monetario Internacional respecto del nuevo Código de Transparencia de Bancos Centrales. Dicho Código, que fue aprobado por esa institución en julio de 2020, abarca la transparencia en la gobernanza, políticas, operaciones, resultados, y relaciones oficiales^{7/}. Esta evaluación se extendió por cinco meses, y concluyó que “el Banco Central de Chile ha implementado prácticas de transparencia ampliamente avanzadas. Esto refleja su fuerte compromiso público con la transparencia, anclado en la ley, y que ha sido designado por el Banco Central de Chile como un objetivo estratégico para cumplir con su mandato”. Además, formuló una decena de recomendaciones de mejora.

En su respuesta al Informe Final de esta evaluación, el Consejo ha comprometido acciones inmediatas en cada una de las áreas con recomendaciones. Dentro de ellas se encuentran (i) la disseminación de información en un lenguaje no técnico sobre la estructura y racionalidad del marco legal del Banco, y los fundamentos legales de sus mandatos legales de estabilidad financiera, política macroprudencial, y reglas de financiamiento monetario; (ii) disseminar los métodos, técnicas, y datos

Panel desarrolló su trabajo entre enero y septiembre de 2019. Tanto el informe final como la respuesta del Banco a cada una de las recomendaciones emanadas por el Panel se encuentran disponibles en [este hipervínculo](#).

^{7/} El *Código de Transparencia de Bancos Centrales* del Fondo Monetario Internacional se encuentra disponible en [este hipervínculo](#), mientras que el resultado de la evaluación al BCCh se encuentra en [este hipervínculo](#).

subyacentes a evaluaciones previas sobre la política monetaria; (iii) mejorar la diseminación del análisis macroprudencial publicando las evaluaciones ex post si tales políticas tuvieron los efectos esperados; y (iv) mejorar la transparencia respecto a las relaciones oficiales con el Gobierno, instituciones financieras nacionales, y organismos internacionales.

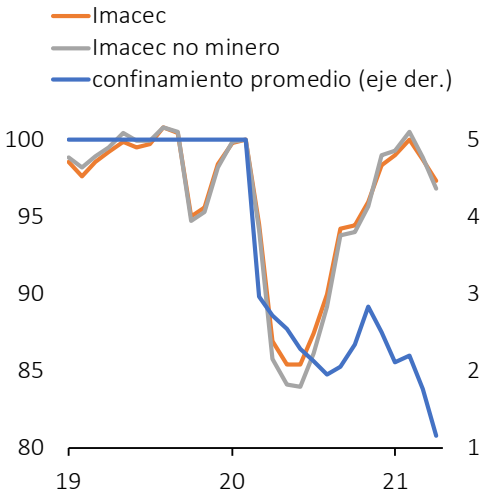
Por último, quisiera informar que el Banco ha concluido la preparación de los términos de referencia para una evaluación independiente sobre la calidad y contenido informativo de sus proyecciones económicas. Esta evaluación se hará cargo específicamente de comparar las proyecciones informadas en los IPoM para un conjunto de variables macroeconómicas con aquellas provenientes de encuestas, otros modelos macroeconómicos y las de otros bancos centrales. Esto, en el entendido que estas proyecciones son un insumo para un proceso de toma de decisiones más amplio, como lo es la conducción de la política monetaria. La evaluación será realizada por tres reconocidos expertos internacionales en modelación y proyecciones macroeconómicas. Los resultados de este trabajo se esperan para fines del presente año y, al igual que los dos casos anteriores, serán entregados a esta Comisión en cuanto estén disponibles.

Esto último da pie para enfatizar la dimensión de rendición de cuentas de estas evaluaciones, y la orientación constructiva que el Banco Central quiere dar a estos ejercicios. En particular, estimada Presidenta, quisiéramos subrayar que con estos ejercicios no buscamos la mera aprobación de organismos o expertos externos, sino que queremos contar con insumos para la evaluación institucional que pueda desarrollar el Senado de la República, ante el cual la ley dispone que informemos de nuestras medidas y sus resultados. En esta perspectiva, quisiéramos solicitar a la Comisión abriarnos un espacio en su nutrida agenda para presentar en mayor detalle el contenido y acciones derivadas de estas tres evaluaciones.

Muchas gracias por su atención y ahora quedamos atentos a escuchar sus comentarios y responder sus preguntas.

Gráfico 1

Población por fase del Plan Paso a Paso e Imacec (1)
(índice febrero 2020=100, desestacionalizado; fase)



Población en cuarentena, movilidad y actividad
(promedios mensuales, porcentaje)

	mar-20	abr-20	may-20	mar-21	abr-21	may-21
Población en cuarentena (2)	2,0	15,4	32,9	36,1	87,0	50,3
Google Mobility (3) (4)	-12,6	-50,6	-48,6	-25,4	-38,7	-25,1
Imacec no minero (4) (5)	-5,7	-14,1	-15,7	-1,0	-3,0	-

Sorpresas en datos de actividad (var. anual):

PIB 1T 0,3% (-0,7% EEE marzo)
Imacec abril 14,1% (9,5% EEE mayo)

(1) El confinamiento promedio se calcula ponderando cada fase del Plan Paso a Paso por la cantidad de población supeditada a ella. Un número más bajo indica mayores restricciones al desplazamiento y a la reunión. (2) Las cuarentenas se iniciaron el 26 de marzo del 2020. Desde el inicio del plan Paso a Paso se considera la población en fase 1. (3) Datos hasta el 23 de mayo. Promedio simple de Lugares de Trabajo, Retail y Supermercados. (4) Diferencia respecto a enero del 2020. (5) Serie desestacionalizada.

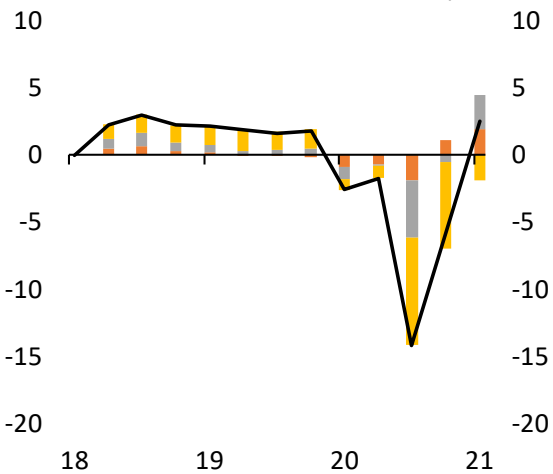
Fuentes: Banco Central, Ministerio de Salud de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Google.

Gráfico 2

Consumo privado

(contribución a la variación anual, porcentaje)

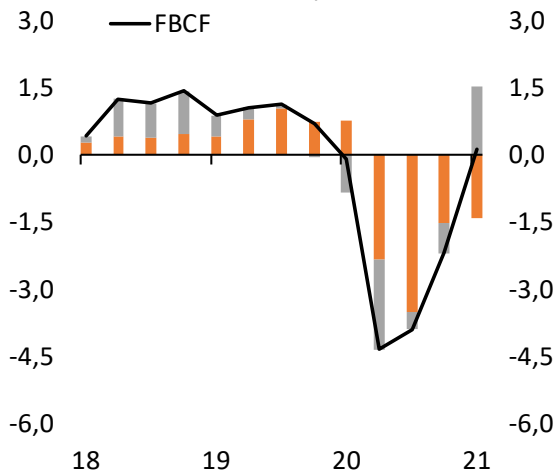
Servicios (yellow), Bienes no durables (grey), Bienes durables (orange), Consumo privado (black line)



FBCF

(contribución a la variación anual, porcentaje)

Maquinaria y equipo (grey), Construcción y otras obras (orange), FBCF (black line)



Fuente: Banco Central de Chile.

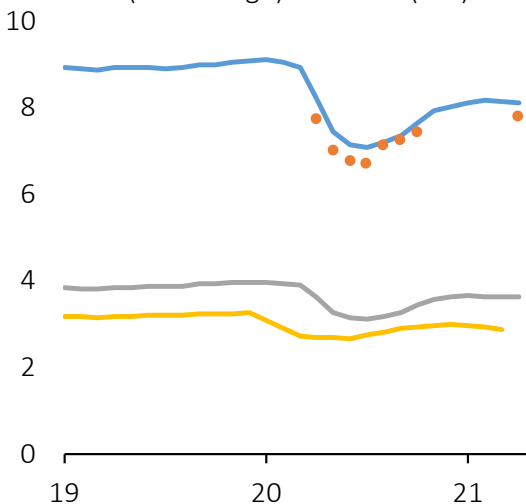
Gráfico 3

Distintos indicadores de ocupación (1)

(millones de personas)

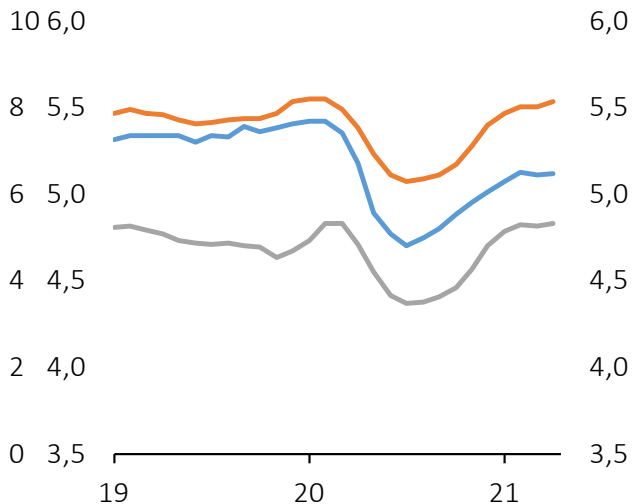
Nacional, R. Metropolitana y Gran Santiago

— INE (Nacional) ● UC (Nacional)
— UCH (G. Santiago) — INE (RM)



Asalariado formal nacional (2)

— INE — AFP — AFC

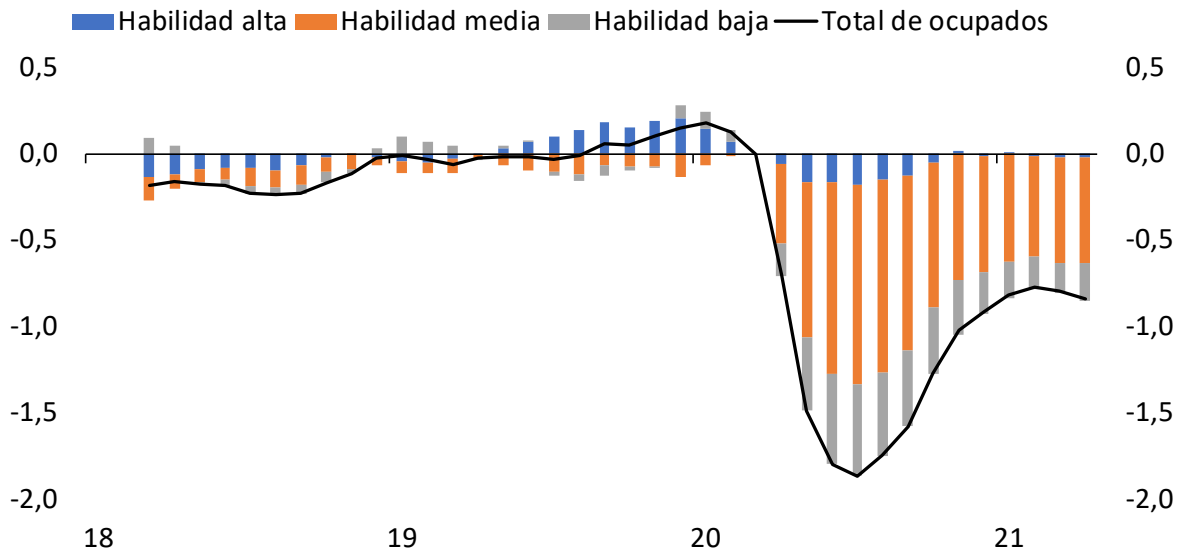


(1) Datos del INE, AFC y AFP están en promedio móvil trimestral. Datos de UCH son trimestrales con interpolación mensual. (2) INE se refiere al empleo asalariado formal; AFP se refiere al número de cotizantes dependientes, asalariados públicos, privados y servicio doméstico, cuyo empleador realizó pagos normales a la cuenta de capitalización individual de fondos de pensiones; AFC se refiere al número de cotizantes dependientes (asalariado privado) cuyo empleador realizó pagos normales al seguro de cesantía. Fuentes: INE, Centro de Encuestas UC, Universidad de Chile y Superintendencia de Pensiones.

Gráfico 4

Empleo por nivel de habilidad (1) (2)

(diferencia respecto a mar.20; millones de personas)

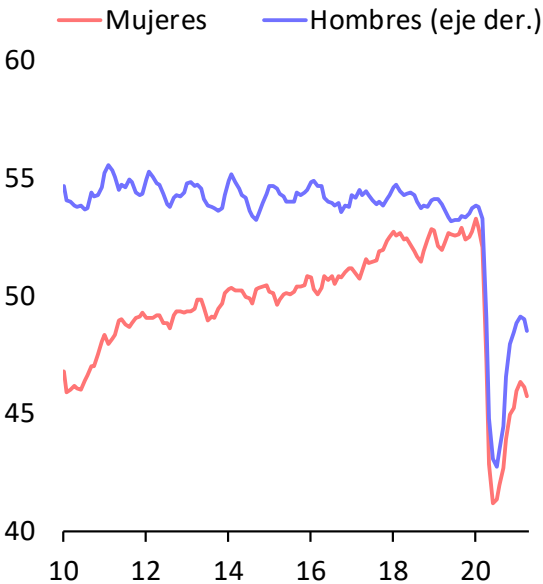


(1) De acuerdo con la Organización Internacional del Trabajo, el nivel de habilidad se mide considerando los siguientes aspectos: (i) la naturaleza del trabajo realizado en relación con las tareas y deberes característicos (ii) el nivel de educación formal necesario para el desempeño competente del trabajo; y (iii) la cantidad de capacitación informal en el empleo y/o experiencia previa en una ocupación conexas que se requiere para el desempeño competente del trabajo. (2) Datos en promedio móvil trimestral. Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Organización Internacional del Trabajo.

Gráfico 5

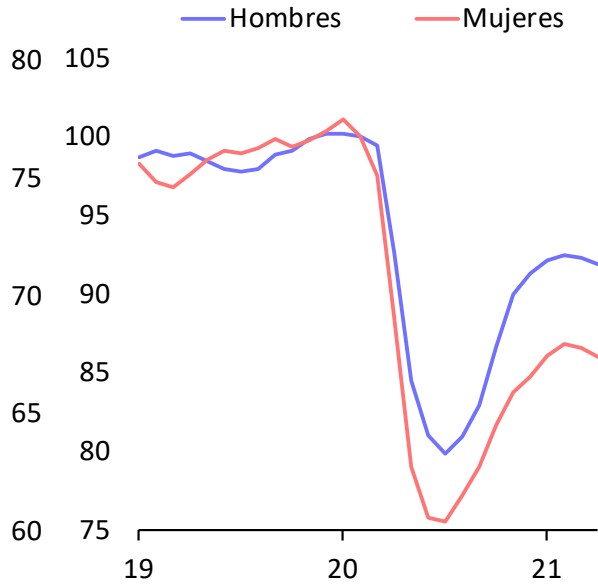
Tasa de participación por sexo

(porcentaje)



Empleo por sexo

(índice febrero 2020=100)

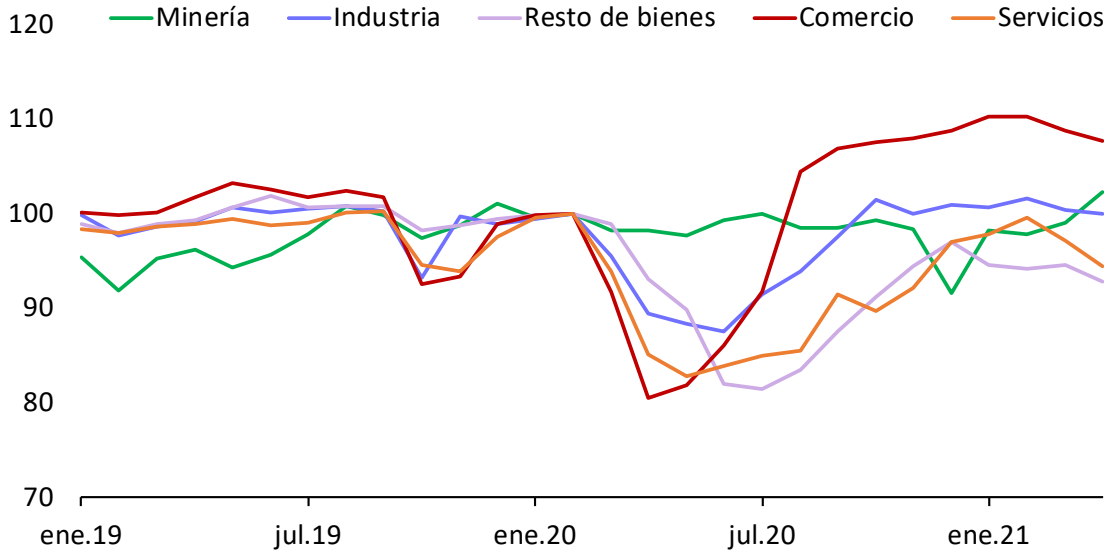


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 6

Imacec sectorial

(serie desestacionalizada, índice febrero 2020 = 100)

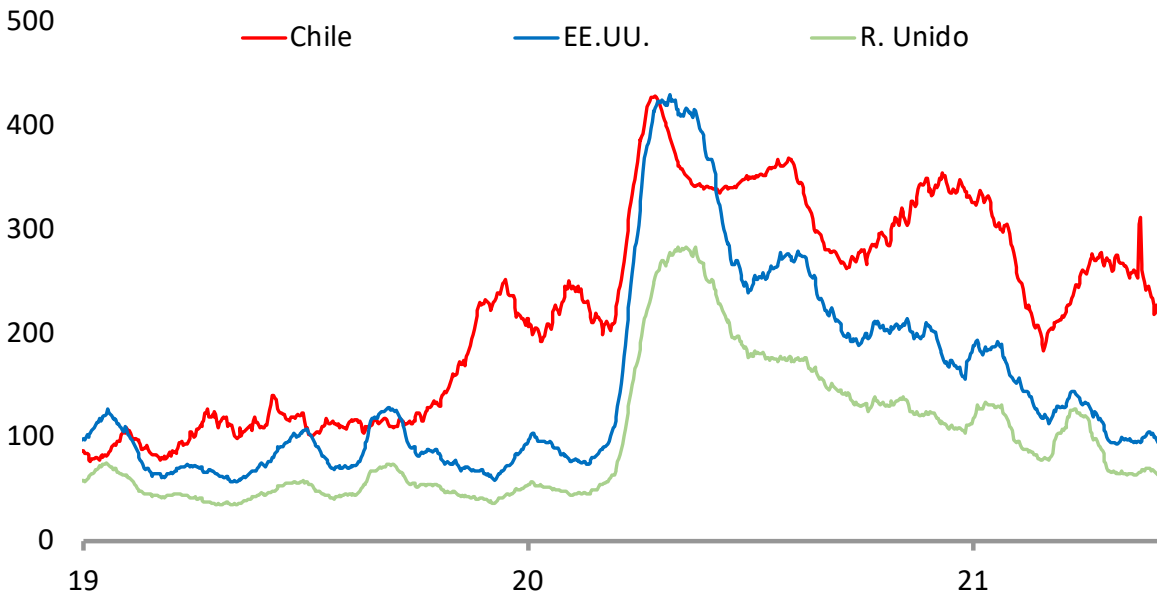


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7

Percepción e incertidumbre - EPU (*)

(índice)

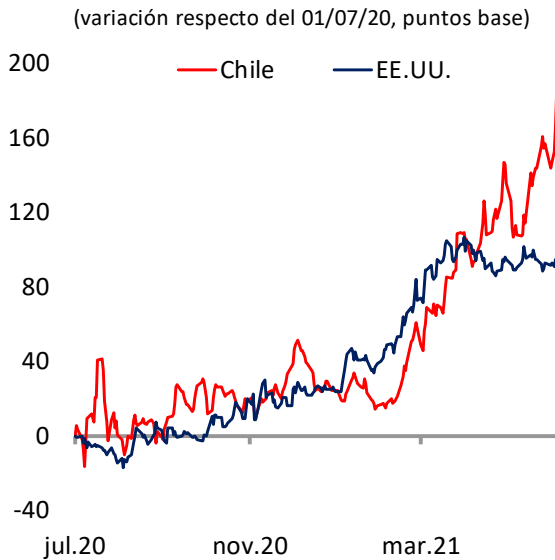


(*) Media móvil a 30 días.

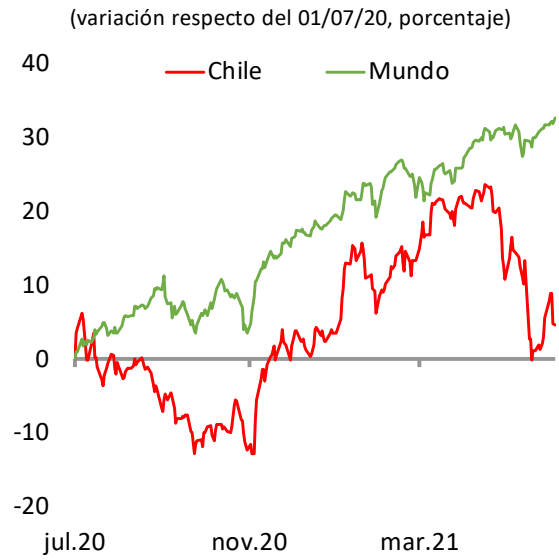
Fuente: Becerra y Sagner (2020), y www.policyuncertainty.com.

Gráfico 8

Tasas de interés de los bonos benchmark nominales a 10 años



Mercados bursátiles (*)

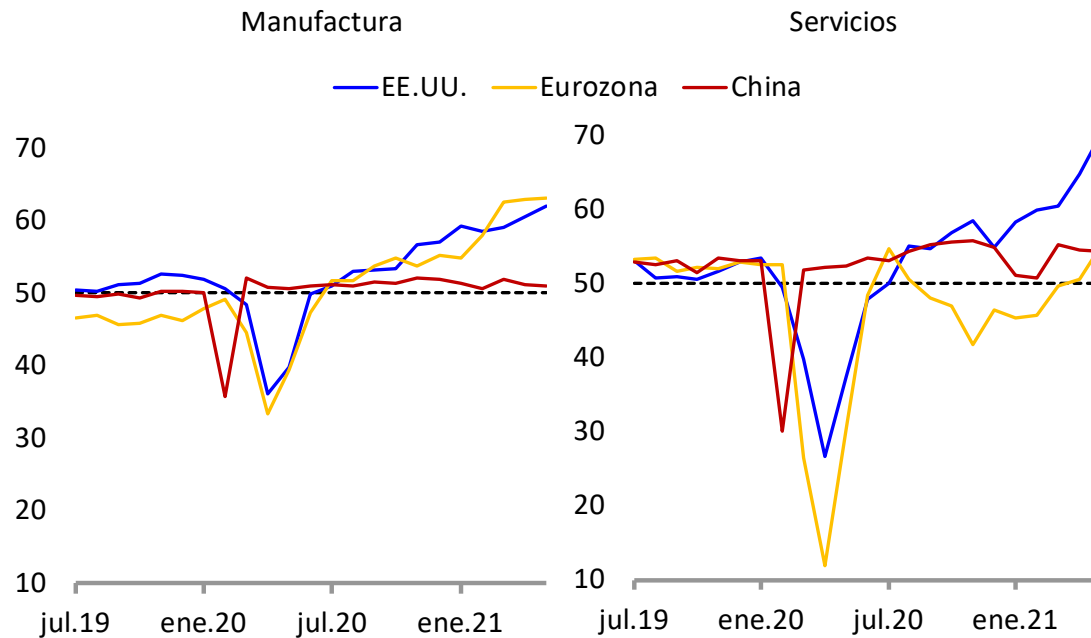


(*) Mundo corresponde al índice accionario ACWI en moneda local de Morgan Stanley Capital International. Para Chile se utiliza el IPSA. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 9

Confianza de las empresas (PMI) (*)

(índice de difusión)

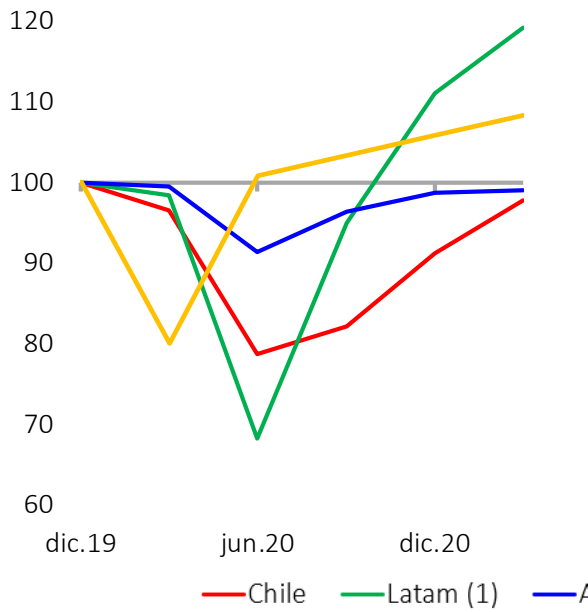


(*) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo). Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10

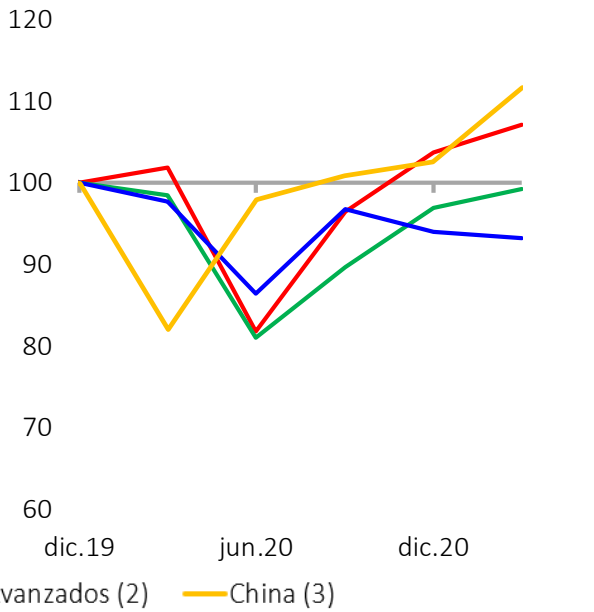
Formación bruta de capital fijo

(índice cuarto trimestre 2019=100, desestacionalizado)



Consumo privado

(índice cuarto trimestre 2019=100, desestacionalizado)



(1) Mediana entre Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú. Para el primer trimestre del 2021 excluye a México y Argentina. (2) Mediana entre EE.UU., Alemania y Francia. (3) Para China, la formación bruta de capital fijo corresponde al promedio trimestral de inversión en activo fijo y el consumo privado corresponde al promedio trimestral de las ventas minoristas. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 11

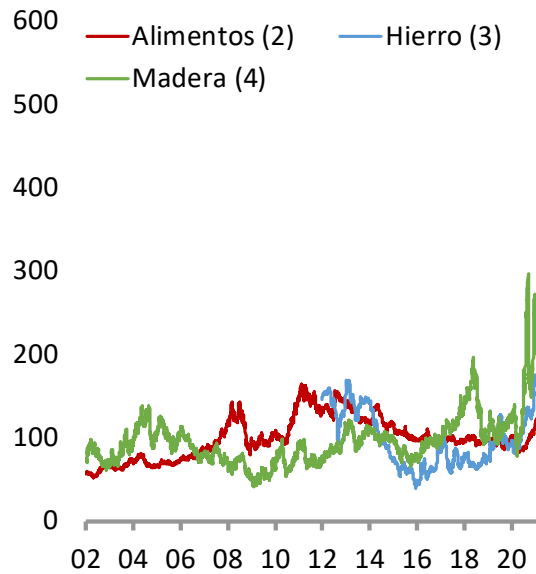
Costo de fletes marítimos a nivel global (1)

(dólares por contenedor de 20 pies)



Precios de materias primas

(índice promedio 2002-2021=100)



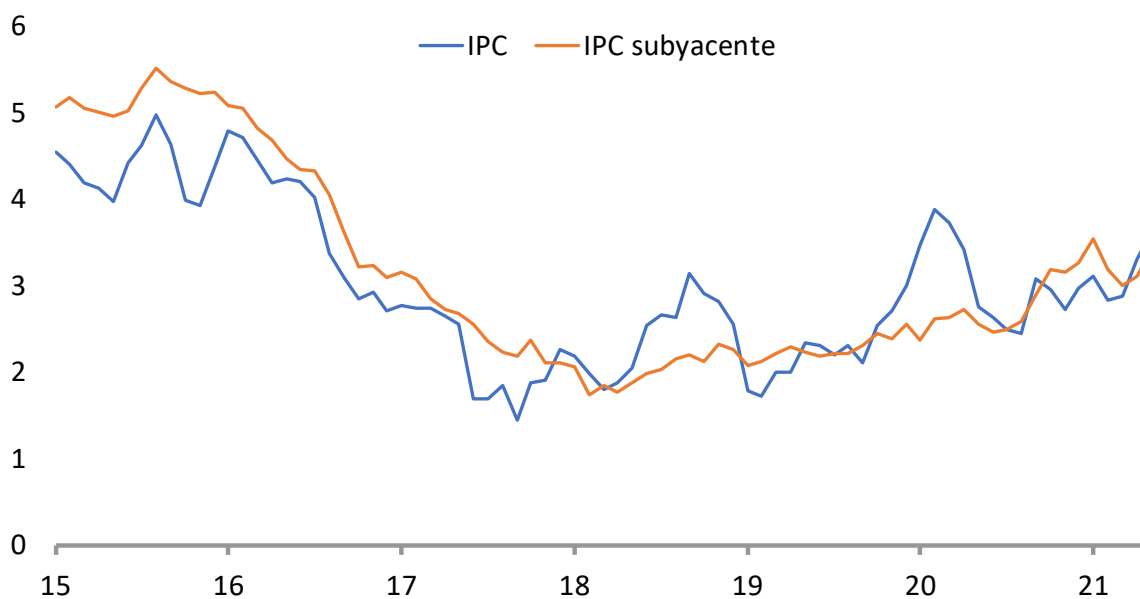
(1) Datos semanales del Shanghai Containerized Freight Index que pondera el precio de 15 rutas desde Shanghai, por un contenedor de 20 pies. (2) Corresponde al S&P GSCI Agricultural & LiveStock Index Spot CME. (3) Precios spot de importación de mineral de hierro en el puerto de Qingdao, China. (4) Precios de los contratos futuros de madera, medidos en dólares por mil pies tablares.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12

Infación total y subyacente (*)

(variación anual, porcentaje)



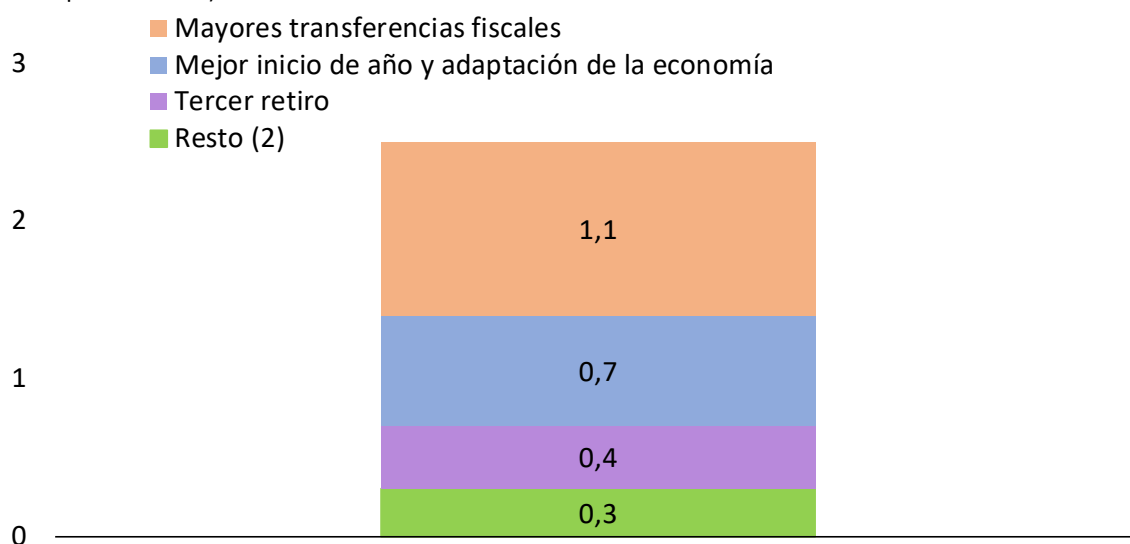
(*) El IPC subyacente representa el 65,1% de la canasta total del IPC. Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

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

Gráfico 13

Incidencias en la revisión del crecimiento del PIB 2021 (1)

(puntos porcentuales)

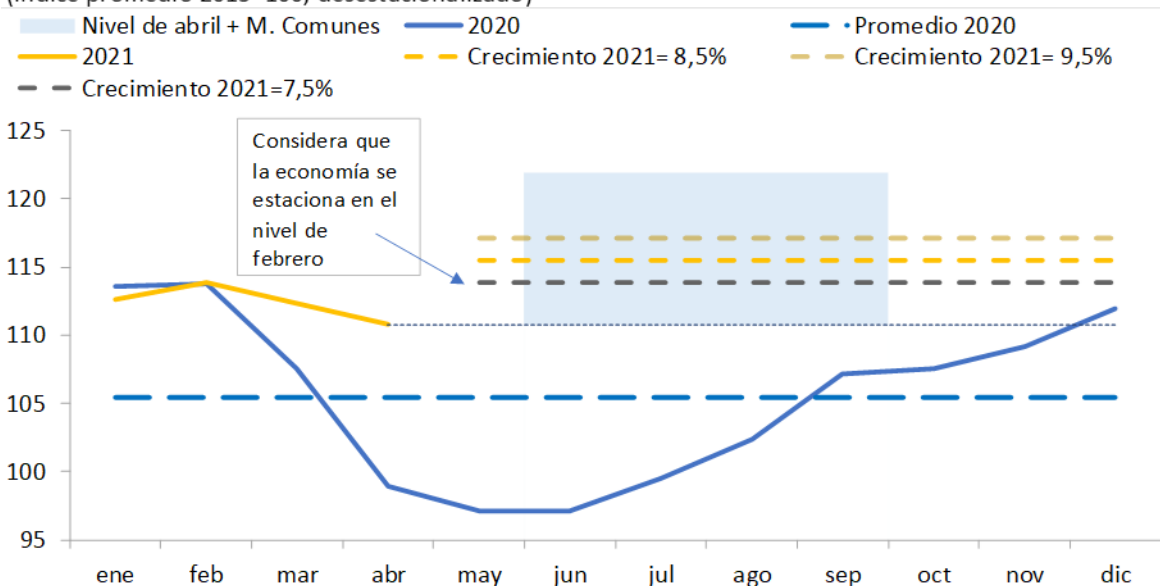


(1) Construido considerando el punto medio del rango de proyección del IPoM de marzo y de junio del 2021. (2) Incluye sector externo y minería. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14

Escenarios de Imacec coherentes con el rango de crecimiento del PIB 2021 (*)

(índice promedio 2013=100, desestacionalizado)



(*) Área de color celeste indica el período donde estarán en vigencia los beneficios aprobados de la Agenda de Mínimos Comunes. Fuente: Banco Central de Chile.

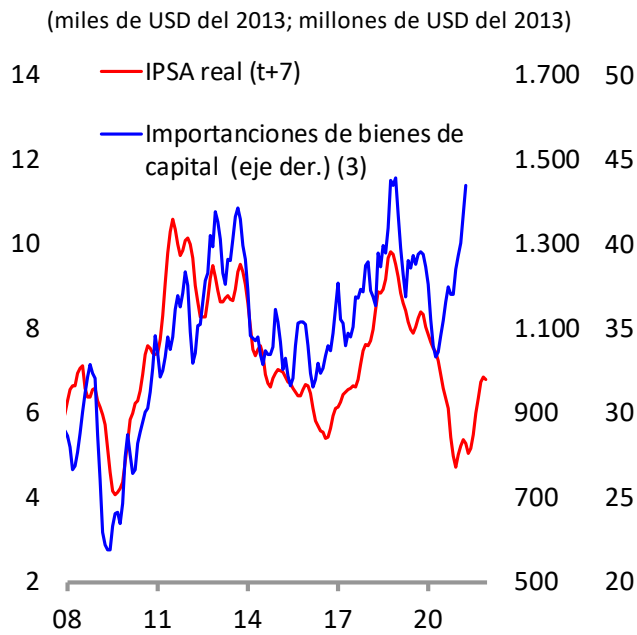
Tabla 1
Escenario interno

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

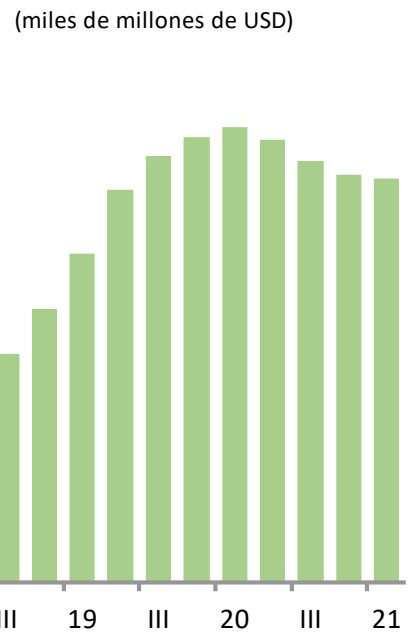
(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 15

Importaciones de Capital e IPSA (1)(2)



Inversión comprometida para el próximo quinquenio (CBC) (4)



(1) Promedios móviles trimestrales. (2) Series deflactadas por el índice de precios de las importaciones de bienes de capital, base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 utilizando variaciones anuales. (3) Excluye otros vehículos de transporte. (4) Promedio de cuatro trimestres móviles. Para cada versión del catastro incluye las proyecciones a cinco años, considerando el año en curso. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Corporación de Bienes de Capital.

Tabla 2
Supuestos del escenario base internacional

	2020		2021 (f)		2022 (f)		2023 (f)	
	IPoM Mar.21	IPoM Jun.21	IPoM Mar.21	IPoM Jun.21	IPoM Mar.21	IPoM Jun.21	IPoM Mar.21	IPoM Jun.21
	(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	8,9	8,9	11,7	17,4	-3,4	-4,1	-4,4	-5,4
PIB socios comerciales	-2,3	-2,1	6,3	6,7	4,2	4,3	3,5	3,5
PIB mundial PPC	-3,3	-3,2	6,2	6,5	4,4	4,4	3,5	3,5
PIB desarrolladas PPC	-5,1	-5,0	5,1	5,2	3,9	4,0	2,3	2,1
PIB emergentes PPC	-2,1	-2,1	7,0	7,3	4,7	4,7	4,3	4,4
	(nivel)							
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	280	280	395	425	375	400	355	370
Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US\$/barril)	41	41	61	64	60	62	57	59

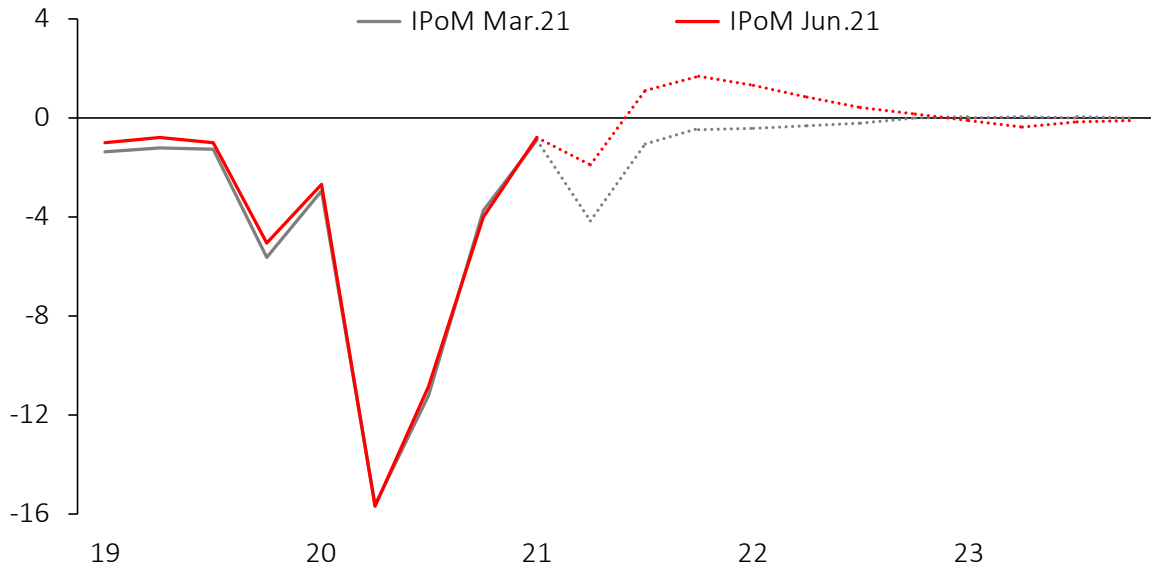
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 16

Brecha de actividad (1) (2)

(nivel, puntos porcentuales)

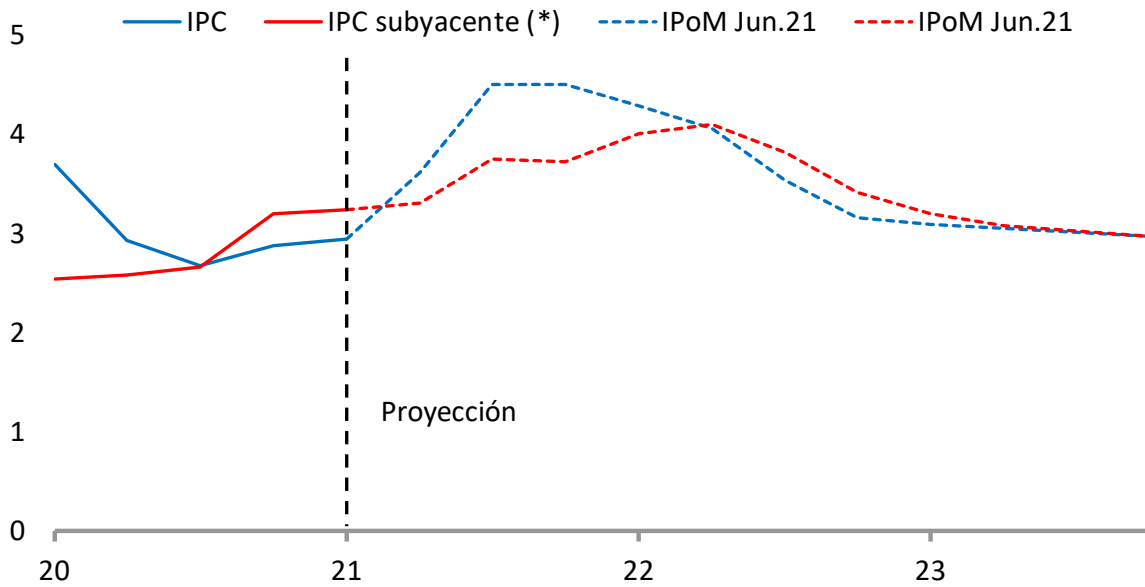


(1) Estimaciones históricas de brecha cambian por reestimación de PIB Potencial. En la proyección se utilizó el Filtro Multivariado, el cual incorpora el nuevo crecimiento de tendencia del PIB No Minero (promedio 2021-2030: 2,9%). (2) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 17

Proyección de inflación

(variación anual, porcentaje)



(*) Medido por el IPC sin volátiles.

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

Tabla 3

Parámetros estructurales

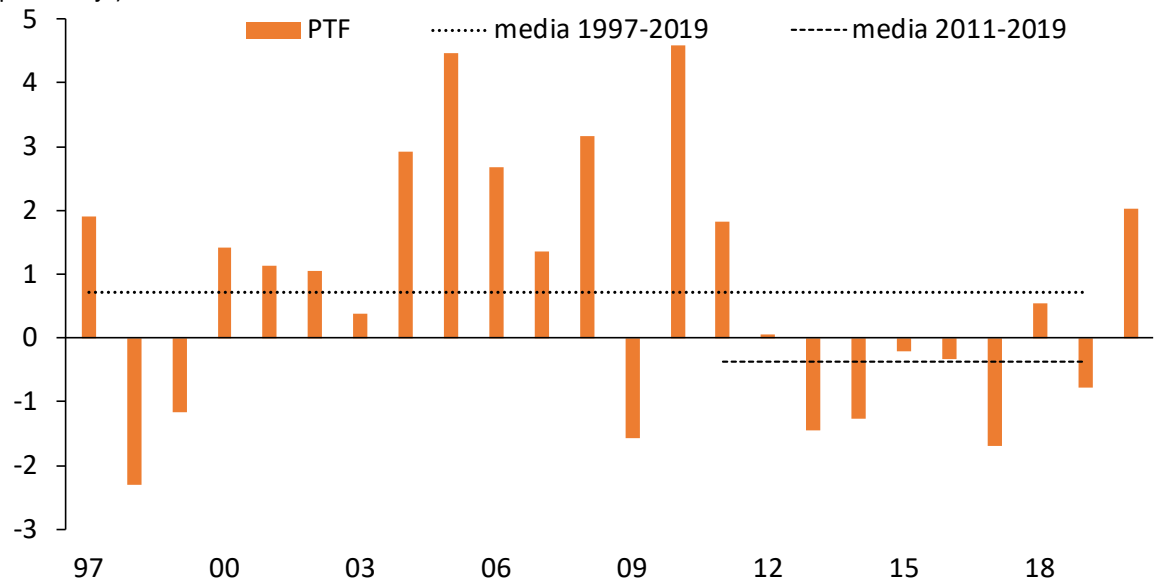
Parámetro	Unidad	Período	Valor	Fecha
Precio de largo plazo del cobre	(dólares la libra)		2,7	Dic.15-Mar.21
			3,3	Junio 2021
Precio de largo plazo del petróleo	(dólares el barril)		70	Dic.15-Mar.21
			60	Junio 2021
PIB tendencial no minero prox. 10 años	(variación anual, porcentaje)		3,25-3,75	Jun.19-Mar.21
			2,4-3,4	Junio 2021
TPM neutral nominal	(porcentaje)		3,75-4,25	Jun.19-Mar.21
			3,25-3,75	Junio 2021
TPM mínimo técnico	(porcentaje)		0,5	Jul.09-Mar.21
			0,5	Junio 2021

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 18

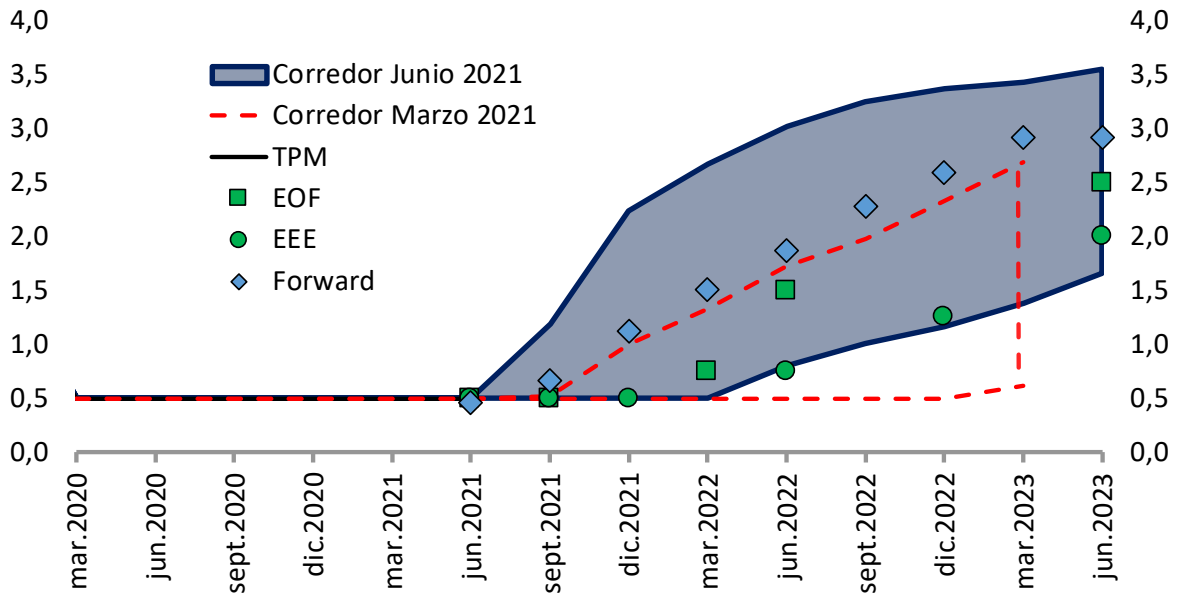
Crecimiento de la Productividad Total de Factores (PTF) en Chile (*)

(porcentaje)



(*) Crecimiento anual de la PTF para el PIB no minero. Para más detalles, véase la Minuta publicada con el presente IPoM. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 19
Corredor de TPM (*)
 (porcentaje)

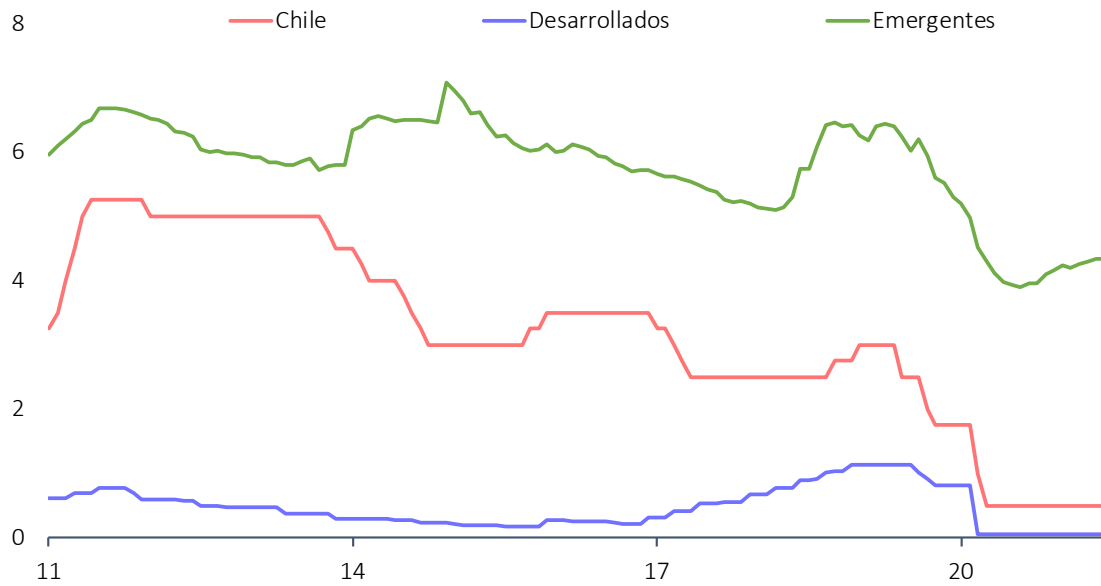


(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020. Incluye la EOF publicada el 3 de junio, la EEE publicada el 11 de mayo y la curva forward suavizada promedio del trimestre. Metodología: extracción de la TPM implícita considera la curva forward sobre la curva 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 20

Tasa de política monetaria (*)

(porcentaje)



(*) Para desarrollados y emergentes, tasas ponderadas por PIB a PPP de cada país. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.