

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MARZO 2021





Informe de Política Monetaria

MARZO 2021

Política Monetaria del Banco Central de Chile

El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía. Para preservar ese rol, la política monetaria del Banco Central de Chile debe proteger el valor de la moneda nacional, el peso, buscando que la inflación sea baja y estable. Lograr esto promueve el bienestar de las personas, al cuidar el poder adquisitivo de sus ingresos y haciendo que la economía funcione mejor. Cuando se logra que la inflación sea baja y estable, la política monetaria puede además moderar las fluctuaciones del empleo y la producción.

La meta de inflación y la Tasa de Política Monetaria

El Banco conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Esto es parecido a lo que se hace en otros países del mundo que tienen, como Chile, flotación cambiaria, y se denomina esquema de metas de inflación.

La Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco para lograr la meta de inflación. Su nivel se decide en la Reunión de Política Monetaria, que se realiza ocho veces al año. En la práctica, la TPM es una tasa de interés de referencia para determinar el costo del dinero y otros precios financieros, como el tipo de cambio, las tasas de interés de más largo plazo, entre otros. A su vez, estas variables afectan la demanda de bienes y servicios y, por esa vía, los precios y la inflación. Las decisiones de política monetaria toman varios trimestres para verse reflejadas por completo en la economía, lo que justifica que la política monetaria se realice con un punto de vista prospectivo, teniendo como foco primordial la proyección de inflación a dos años plazo y no solo la inflación de hoy.

Comunicación, transparencia y el Informe de Política Monetaria

Como el Banco Central toma sus decisiones de política monetaria autónomamente, debe dar cuenta constantemente de ellas y de sus resultados a la ciudadanía en general. Esto no solo le corresponde por ser un organismo del Estado en una sociedad democrática, sino que también por el hecho que una política monetaria creíble, y que es comprendida por las personas, permite mantener la inflación baja y estable. A través del Informe de Política Monetaria (IPoM), el Banco comunica al público general su visión sobre la evolución reciente de la economía, sus proyecciones para los próximos años y la forma en que, en ese contexto, manejará la política monetaria para cumplir con la meta de inflación.

El IPoM se publica cuatro veces al año (marzo, junio, septiembre y diciembre) y en su preparación participa un equipo cercano a 60 personas.



Alejandro Zurbuchen S. / Representante Legal

Gerencia de División Asuntos Institucionales
BANCO CENTRAL DE CHILE
Agustinas 1180, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl
ISSN: 0716-2219

CONTENIDO*/

RESUMEN	3
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	10
II. CONDICIONES FINANCIERAS	21
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	29
IV. PRECIOS Y COSTOS	44
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	53
RECUADROS	
Mejoras en la comunicación y transparencia de la política monetaria	8
Evolución del precio del cobre y perspectivas	17
Impacto de las restricciones sanitarias y adaptación de la economía chilena	35
Ajuste de la cuenta corriente durante la crisis del Covid-19	39
Dinámicas de firmas en Chile durante crisis del Covid-19	66

*/ El cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 24 de marzo de 2021, excepto en los casos que se indica en el informe. Además, el informe considera la decisión de política monetaria del 30 de marzo.



RESUMEN

La economía chilena ha ido avanzando en su proceso de recuperación tras el fuerte *shock* provocado por la pandemia. El 2020 culminó con un dinamismo mayor al anticipado, denotando una mejor adaptación de empresas y hogares y el apoyo de un sustancial impulso monetario y fiscal. Así, aunque en lo inmediato se anticipa un retroceso de la actividad local por el endurecimiento de las medidas sanitarias, las perspectivas para el 2021 se han afianzado, apoyadas, además, por el sostenido avance del proceso de vacunación, el mayor impulso externo y la continuidad de políticas expansivas. No obstante, persisten riesgos importantes relacionados con el inédito *shock* sufrido. Por un lado, la evolución epidemiológica sigue siendo compleja, lo que agrega incertidumbre a la oportunidad y forma en que se flexibilizarán las restricciones sanitarias. Por otro, la recuperación continúa siendo heterogénea, con rezagos aún relevantes en los sectores más intensivos en interacción social, lo que ayuda a explicar las importantes brechas que persisten en el mercado laboral. A nivel global, es clave la correcta calibración de los estímulos monetarios y fiscales en términos de su tamaño, magnitud y permanencia, de modo de afirmar la recuperación sin generar desequilibrios macrofinancieros. Igualmente importante son las heridas que dejará la pandemia en hogares y empresas —incluyendo el deterioro de su situación patrimonial— y su impacto sobre el dinamismo futuro de la economía.

La recuperación de la economía chilena se ha ido extendiendo, aunque persisten diferencias entre los sectores. El PIB cerró el 2020 con un retroceso anual de 5,8%, en el límite más favorable del rango de caída previsto en diciembre. Los datos del cierre del 2020 indican que se recuperó buena parte de la caída del orden de 13% que anotó el PIB en el segundo trimestre de ese año y los antecedentes más recientes apuntan a que dicha tendencia se mantuvo, al menos, hasta mediados de marzo. Por sectores, destaca la evolución del comercio, mientras que las actividades que requieren de mayor interacción social o donde el trabajo a distancia es menos viable siguen siendo las más rezagadas.

La mayor cantidad de empresas que se han podido adaptar a las condiciones de trabajo en pandemia ha sido clave para el mejor desempeño de la economía. Tras el inicio de la emergencia sanitaria se tomaron numerosas medidas de distanciamiento social que dificultaron o impidieron el desarrollo de varias actividades económicas. El paso del tiempo ha permitido que empresas y hogares se hayan ido adaptando a estas restricciones, observándose un fuerte desarrollo de los canales de venta online —algo que ha apoyado el desempeño del comercio—, el trabajo a distancia, los servicios logísticos y la adopción de un conjunto de normas que permiten operar reduciendo la posibilidad de contagios ([Recuadro III.1](#)). Esta adaptación ha permitido que varias de las empresas que detuvieron sus actividades a comienzos de la pandemia las hayan retomado, recuperándose así las relaciones comerciales entre empresas y aportando a la recuperación del mercado laboral ([Recuadro V.1](#)).

Se suma un apoyo sin precedentes de la política macroeconómica, que ha utilizado el espacio acumulado en años previos para apuntalar a trabajadores, hogares y empresas. En el caso del Banco Central, esto se ha traducido en una veintena de medidas orientadas a ampliar el impulso monetario, estimular el crédito, facilitar el ajuste de los mercados financieros y recuperar parte del espacio de política para enfrentar nuevos riesgos. La TPM ha cumplido un año en su mínimo técnico y las medidas de política no convencionales han movilizado recursos por cerca de 13% del PIB. Esto ha permitido que la economía navegue esta crisis con un comportamiento contracíclico del crédito y tasas de interés históricamente bajas.



La economía chilena también se ha visto favorecida por un panorama internacional que se ha recuperado más rápido que lo previsto, en el que la elevada magnitud de los estímulos monetarios y fiscales también ha jugado un rol relevante. La veloz mejora de China y de otros socios comerciales ha elevado las exportaciones chilenas. El precio del cobre ha superado los US\$4 la libra —algo no visto desde el 2011—, apoyado por el alza de la producción industrial global y los bajos niveles de inventarios en bolsa. El escenario central supone que su precio permanecerá sobre su nivel de mediano plazo durante el horizonte de proyección ([Recuadro I.1](#)). En este contexto, el valor de las exportaciones aumentó significativamente en la segunda mitad del 2020.

La dinámica de gasto de los hogares ha sido determinada por las restricciones en la oferta —especialmente de servicios— y las medidas de apoyo a los ingresos y a la liquidez. El consumo tuvo una fuerte contracción en el segundo trimestre del 2020 debido a las restricciones sanitarias, la pérdida de empleos y la alta incertidumbre sobre los efectos de la pandemia. En la segunda parte del año, si bien se mantuvieron restricciones importantes en los sectores de servicios, el componente transable del gasto se aceleró de la mano de la mayor liquidez proveniente de los retiros de ahorros previsionales y la materialización de las medidas de apoyo fiscal. Con todo, la caída del consumo excedió la contracción de los ingresos, resultando en un aumento del ahorro privado que fue solo parcialmente contrarrestado por el desahorro del Gobierno. Lo anterior, junto con la caída de la inversión, llevó a una reversión importante del saldo de la cuenta corriente, pasando de un déficit de 3,7% del PIB en el 2019 a un superávit de 1,4% del PIB en el 2020 ([Recuadro III.2](#)).

Si bien la recuperación se ha ido extendiendo, el mercado del trabajo aún muestra rezagos importantes, especialmente en algunos sectores. Aunque distintas fuentes de información apuntan a que el empleo ha continuado avanzando en los últimos meses, su nivel actual aún está por debajo de los valores previos a la pandemia. En todo caso, destaca que tanto la oferta como la demanda de trabajo han mejorado respecto de mediados de año, con índices de oferta de empleos que han aumentado y una inactividad que ha disminuido. Respecto de esta última, aunque las razones relacionadas con el Covid-19 han retrocedido, la inactividad se mantiene alta para las mujeres que abandonaron el empleo remunerado para dedicarse al cuidado de hijos y familiares.

La inversión ha mostrado una recuperación más lenta que el consumo, afectada por la alta incertidumbre sobre el desarrollo de la pandemia y la carga financiera de las empresas. En el segundo semestre del 2020 se reactivaron varios de los grandes proyectos que se habían detenido y los datos en el margen muestran mayor dinamismo de las importaciones de bienes de capital. Sin embargo, la velocidad de recuperación de la inversión ha sido lenta y no se prevé una aceleración importante del componente privado no minero. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital de diciembre dio cuenta de una disminución de la inversión para este año respecto de estimaciones previas, por la salida de proyectos inmobiliarios y la reprogramación de proyectos mineros e industriales. La información recopilada en el [Informe de Percepciones de Negocios de febrero](#) señala que las inversiones están focalizadas en la renovación de maquinaria e infraestructura existente y la automatización de procesos. Los entrevistados continúan señalando que los proyectos se encuentran afectados por la incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia, la percepción de una demanda insuficiente y el mayor endeudamiento de las empresas.

En cuanto a las condiciones financieras, los mercados globales, incluido el chileno, han reflejado los progresos en la recuperación de la actividad y la mejora de las expectativas a nivel mundial. Así, los indicadores bursátiles y las tasas de interés de largo plazo han subido en diversas economías. En Chile, se han repetido estas tendencias, con lo que, a medida que la actividad ha ido recuperándose y sus perspectivas mejorando, las tasas de los BCP a 10 años han aumentado del orden de 100 puntos base desde comienzos del 2021. Si bien el empinamiento de la curva de rendimientos es una respuesta natural a la recuperación global, en algunas economías ha comenzado a discutirse la conveniencia de estímulos monetarios y fiscales de la magnitud actual. Llama la atención el caso de EE.UU., donde el cuantioso paquete fiscal recientemente aprobado provocó efectos en las tasas por sus posibles impactos en la inflación.



Respecto del crédito, las colocaciones comerciales registran tasas de crecimiento anual inferiores al peak de mediados del 2020, cuando las empresas requerían un financiamiento de emergencia. De hecho, el foco de la demanda por crédito ha cambiado hacia la necesidad de refinanciamiento de la deuda, dada la prolongación de la pandemia. Para apoyar este proceso, el Gobierno implementó el Fogape-Reactiva, que fue complementado por el Banco Central con una tercera etapa de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). Dicha facilidad comenzó a operar el 1 de marzo y, al cierre estadístico, los bancos habían utilizado cerca de 15% de los US\$10 mil millones disponibles en esta tercera versión. El crédito a personas no ha cambiado sus tendencias recientes, con una fuerte contracción de los préstamos de consumo y estabilidad en el aumento de los de vivienda. Las tasas de interés continúan en niveles acotados para las distintas categorías crediticias.

Proyecciones

Aunque en lo inmediato se anticipa un retroceso por el endurecimiento de las medidas sanitarias, las perspectivas de actividad para este año son superiores a las previstas en el IPoM previo. Ello se explica por el mejor punto de partida dejado por la economía entre fines del 2020 y comienzos del 2021, el favorable panorama internacional y el rápido avance del proceso de vacunación. La nueva evidencia acumulada sobre los efectos de este último factor permite prever que hacia el segundo semestre habrá una apertura avanzada de la economía. Todo esto se ha traducido en mejores expectativas de empresas y hogares, y mayores proyecciones privadas de crecimiento.

La proyección de crecimiento para el 2021 aumenta respecto de diciembre, y no muestra cambios relevantes para los años siguientes. En el escenario central, la proyección de crecimiento para el 2021 sube a un rango de entre 6,0 y 7,0% (5,5-6,5% en diciembre), mientras que para el 2022 se mantiene entre 3,0 y 4,0%. Para el 2023, se ubica entre 2,5 y 3,5%, algo por debajo de la estimación de crecimiento tendencial. En todo caso, la incertidumbre sobre esta última estimación es alta, pues la pandemia ha provocado efectos importantes en distintos ámbitos, como la salud financiera, la productividad de las empresas o la funcionalidad de las cadenas logísticas, los que podrían tener efectos variados en la capacidad de crecimiento de mediano plazo. Esta situación se evaluará en el IPoM de junio, cuando se actualicen los parámetros estructurales de la economía. Las proyecciones del escenario central suponen que el impulso externo seguirá siendo positivo, con términos de intercambio en torno a 10% superiores a lo previsto en diciembre y una economía mundial que tendrá una recuperación importante en el 2021. Sobre la política fiscal, se asume que se mantiene un importante impulso durante este año, que se irá reduciendo en la medida que la emergencia sanitaria ceda y se avance en el proceso de consolidación fiscal. Asimismo, considera que el proceso de discusión constitucional seguirá los cauces institucionales previstos y que no se repetirán episodios graves de violencia. Respecto del gasto se anticipa una recuperación relevante del consumo gracias a la apertura de la economía y la alta disponibilidad de liquidez por parte de los hogares. También se prevé un dinamismo algo mayor de la inversión pública y aquella ligada a grandes proyectos mineros y energéticos, pero no se espera aún una recuperación importante para la inversión corporativa no minera.

La inflación tendrá un aumento transitorio hasta cerca de 4% en los próximos meses debido a los mayores precios de la energía y otros componentes volátiles, iniciando su convergencia hacia la meta de política en la última mitad del año. La inflación se ha ubicado en torno a 3% durante los últimos meses, con oscilaciones importantes derivadas de las condiciones particulares que impone la pandemia sobre la disponibilidad de ciertos bienes y servicios. Antes de iniciar su convergencia a 3%, la inflación anual se verá afectada por el bajo precio del petróleo del segundo trimestre del 2020 que, combinado con su alza de los últimos meses, llevará la variación anual del IPC a valores cercanos a 4%. En dirección opuesta, operará la apreciación del peso respecto de sus niveles de fines del año pasado. La inflación subyacente —que no considera los volátiles— se reducirá hasta 2,6% hacia fines de este año para luego retornar a 3%.



Sensibilidades y riesgos

Pese al positivo desempeño reciente de la economía, persisten varios riesgos por lo inédito del shock occasionado por la pandemia. Por un lado, el impacto del proceso de vacunación aún tiene un trecho por recorrer hasta que se refleje en la evolución epidemiológica y las medidas sanitarias. Se agrega la posibilidad de nuevas oleadas de contagios y nuevas cepas del virus. En Chile, el empeoramiento de la situación sanitaria ha obligado a que actualmente cerca del 85% de la población esté en confinamiento total, lo que afectará negativamente a la economía en el segundo trimestre. En todo caso, este efecto será menor que al comienzo de la pandemia, pues las empresas y hogares han avanzado en la adaptación a las actuales condiciones, las propias restricciones se han adaptado y las políticas públicas ya cuentan con un set de herramientas para enfrentar esta situación e ir en ayuda de los más afectados. Aunque, en la medida que el proceso de vacunación avance, las restricciones deberían reducirse fuertemente, no puede descartarse una evolución del virus menos favorable, lo que podría repercutir sobre los sectores de actividad y empresas más vulnerables. Si este escenario reduce las perspectivas inflacionarias, la política monetaria podría mantenerse en su nivel mínimo por más tiempo que el anticipado en el escenario central.

Por otro lado, es posible que se materialice una menor velocidad de recuperación en el mercado laboral y la inversión. Pese a la capacidad de adaptación que han mostrado las empresas hasta ahora, factores como el aumento de la incertidumbre, impedimentos de las empresas para cumplir con los compromisos financieros, una persistencia mayor a la esperada de las restricciones o pérdidas de la productividad, podrían tener un impacto mayor al estimado. En ese caso, sería posible que se materialice una recuperación más lenta de la inversión y la creación de empleo. Esto, a su vez, tendría impactos negativos en la actividad, la demanda y la inflación, lo que haría que la normalización monetaria fuera más lenta que lo considerado en el escenario central.

También existen escenarios donde el crecimiento de corto plazo podría superar lo previsto. No se puede descartar que, una vez alcanzada la inmunidad de grupo y reducidas las restricciones de funcionamiento para varias actividades, el fuerte aumento del ahorro en instrumentos líquidos que se acumuló durante el 2020 sea destinado al consumo. Un escenario como este daría paso a un cierre de las holguras algo más rápido que lo previsto, llevando a que la normalización monetaria comience antes de lo considerado en el escenario central.

Considerados estos escenarios de sensibilidad, el Consejo estima que tanto la inflación como la actividad presentan un balance de riesgos equilibrado. En todo caso, la posibilidad de escenarios de riesgo más negativos sigue presente, en particular por la evolución sanitaria de la pandemia, la forma de la recuperación en las distintas economías y las cicatrices que dejará este evento.

La velocidad de recuperación económica está siendo muy dispar entre economías, lo que podría provocar que el retiro de los estímulos en aquellas más adelantadas, como EE.UU., provoque un complejo estrechamiento de las condiciones financieras para los países más retrasados en ese proceso. Chile, al igual que varios de sus principales socios comerciales —China y EE.UU.— ha tenido un proceso de recuperación económica que ha ido más rápido que lo previsto, en lo que se han conjugado el significativo impulso monetario y fiscal y las perspectivas que abre el avance en el proceso de vacunación. Otras economías, en particular varias emergentes, se encuentran aún muy golpeadas y con perspectivas de una recuperación más tardía. Estas diferencias imponen un desafío relevante a la hora que el avance de la economía mundial haga necesario ir revisando los estímulos y provocar un estrechamiento de las condiciones financieras para países que aún no hayan completado su recuperación. Este riesgo es aún más relevante, en el caso que los mercados percibieran que las presiones inflacionarias están siendo mayores que lo previsto, y comenzaran a incorporar en sus decisiones un retiro inminente del estímulo monetario en economías como EE.UU.



Política monetaria

En lo venidero, será muy relevante para la política monetaria distinguir entre movimientos transitorios de precios —producidos por el del dispar comportamiento de las economías y los ajustes del mercado después de un shock inédito— e incrementos más sostenidos de la inflación. En el escenario central, la economía chilena seguirá recuperando la actividad y el empleo, con una inflación que se ubicará en la meta de 3% a dos años plazo. En el intertanto, las proyecciones muestran que la inflación tendrá un incremento transitorio inducido por el comportamiento de los precios volátiles. De hecho, la inflación subyacente oscilará durante todo el horizonte de proyección en torno a 3%, con valores que son incluso inferiores a lo previsto en diciembre.

El Consejo considera que, si bien las perspectivas para la economía han mejorado, la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política requiere que la política monetaria siga siendo altamente expansiva. Con esto, la TPM se mantendrá en su mínimo de 0,5% hasta que la recuperación de la economía se afiance y se vaya propagando a los componentes del gasto más rezagados, lo que aún tomará varios trimestres. El Consejo reitera que futuros cambios en la política monetaria dependerán de la evolución del panorama macroeconómico y sus implicancias para la evolución de la inflación. Las medidas no convencionales seguirán operando en las condiciones vigentes, complementando la orientación de la política monetaria definida por la TPM, y sus eventuales modificaciones serán anunciadas con suficiente anticipación.

RESUMEN PROYECCIONES

	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
PIB (var. anual; %)	6,0-7,0	3,0-4,0	2,5-3,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,9	-1,6	-2,4
Inflación total (prom. anual; %)	3,4	2,9	3,0
Inflación subyacente (prom. anual; %)	3,0	2,8	3,0
Inflación en torno a dos años (%) ^(*)	-	-	3,0
Crecimiento mundial (var. anual; %)	6,2	4,4	3,5
Precio del cobre (prom. anual; US\$c/lb)	395	375	355

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2023.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO:

Mejoras en la comunicación y transparencia de la política monetaria

La comunicación de la política monetaria juega un rol clave en su transmisión, especialmente en bancos centrales que, como en Chile, son autónomos y siguen un esquema de metas de inflación. Esto implica que los bancos centrales actúen de manera predecible, siendo fundamental que informen a la ciudadanía, y a los actores relevantes de mercado, sobre su diagnóstico del estado de la economía, así como la forma en que la política monetaria reacciona en diferentes coyunturas. Es por ello que, con el correr de los años, el Consejo del Banco ha ido incrementando y mejorando los canales de comunicación que tiene con el público. Así, por ejemplo, en el 2009, aumentó el número de IPoM desde 3 a 4 anuales. Posteriormente, en el 2017 se incrementó la extensión del comunicado de prensa asociado a las reuniones de política monetaria para explicar en mayor detalle la racionalidad de las decisiones tomadas y recientemente acaba de publicar un libro con los modelos macroeconómicos empleados en sus análisis y proyecciones. Dentro de este proceso continuo de mejoras, el Consejo ha decidido introducir nuevas formas de comunicación con el objetivo de llegar a un número más amplio de personas y, de hecho, el mencionado libro de modelos fue divulgado en un abanico más amplio de audiencias. El presente Recuadro resalta la importancia de la comunicación en la formulación de la política monetaria y da cuenta de las mejoras implementadas a contar de este IPoM.

La importancia de la comunicación de la política monetaria se origina en primer lugar en la responsabilidad de informar que, como ente autónomo, tiene el Banco Central de Chile. Ello hace que deba dar cuenta tanto de sus acciones como sobre el cumplimiento de sus objetivos. Junto con ello, la efectividad de la política monetaria depende en gran medida de que las acciones adoptadas sean comprendidas por las personas^{1/}. Específicamente, la mayor parte de la transmisión de la política monetaria hacia la economía se produce por la percepción que el público tiene sobre cómo esta se ajustaría frente a nuevos antecedentes que modifiquen la evaluación de la actividad, el empleo y la inflación.

Hasta el momento, las mejoras que el Banco ha efectuado en la comunicación de la política monetaria han estado enfocadas mayoritariamente en el público más especializado en materias económicas. Sin embargo, diversos estudios, entre ellos los presentados en la XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile sobre independencia, credibilidad y comunicación en la banca central han realzado la importancia que tiene para los bancos centrales abrir canales de comunicación con el público general y que, además, vayan más allá de instrumentos tradicionales de comunicación^{2/}. En particular, se destacó el desafío que enfrentan las autoridades monetarias de elaborar y comunicar mensajes de forma simple, de modo que puedan llegar a audiencias más amplias, pero sin que ello implique reducir la elaboración y solidez de los argumentos que los sustentan.

Durante el 2019, el Consejo del Banco Central encargó una evaluación del cumplimiento de sus objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera a un Panel de Evaluación Independiente. Dicho panel recomendó mejorar la accesibilidad del IPoM, reduciendo el grado de dificultad que implica su lectura, especialmente el resumen. De igual modo, recomendó ampliar los mensajes relacionados con la política monetaria en las redes sociales, incluidas explicaciones rápidas y accesibles de las decisiones sobre la tasa de política monetaria.

^{1/} Ver “[La Política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de las metas de inflación](#)”.

^{2/} El libro, por aparecer, “Independence, Credibility and Communication of Central Banking” (2021), editado por Ernesto Pastén y Ricardo Reis, incluye los estudios presentados en la Conferencia.



Estos elementos justifican las mejoras que se introducen a contar de este IPoM. Ellas incluyen una modificación de la sección del Informe de Política Monetaria en la página web, de modo de centralizar y facilitar el acceso a toda la información relacionada con el IPoM. Para mejorar la accesibilidad del resumen del IPoM se incluyó un formato html5, que facilita su lectura desde el celular sin necesidad de bajar archivos. Además, se agregaron productos orientados a la entrega de los principales mensajes del informe en forma más simple y para un público más diverso, no especializado en materias económicas: un video explicativo de los principales mensajes y el documento denominado “Qué nos dice este IPoM”, que utiliza ilustraciones y un lenguaje menos técnico para explicarlo y que también es difundido a través de redes sociales. La inclusión de un set de preguntas y respuestas frecuentes sobre el IPoM y con los temas principales tratados en cada edición, también forma parte del conjunto de nuevos productos.



I. ESCENARIO INTERNACIONAL

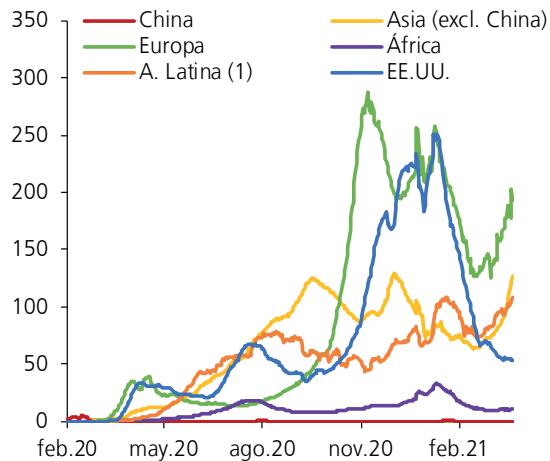
El impulso externo ha aumentado de la mano de una recuperación más rápida de los socios comerciales y el incremento del precio de las materias primas, en particular del cobre. La economía mundial ha mostrado una mayor adaptación a la pandemia y, pese a sucesivas oleadas de contagios, el funcionamiento general de la economía no se ha visto afectado de la misma forma. De este modo, ya se ha recuperado buena parte de los niveles de actividad perdidos el año pasado. Eso sí, el proceso aún muestra diferencias entre los distintos sectores y países, resaltando los que han logrado controlar mejor la pandemia y/o los impactos sobre sus economías. Las mejores perspectivas para este año conjugan el avance del proceso de vacunación con los anuncios de importantes medidas de apoyo fiscal, destacando EE.UU., y la mantención del significativo estímulo monetario. Estos factores podrían acentuar las diferencias en los procesos de recuperación. El mejor panorama global se ha reflejado en los mercados financieros, con aumentos de las tasas de interés de largo plazo, de las bolsas y de los precios de las materias primas. En este contexto, América Latina muestra importantes rezagos, ya sea por la lentitud de los procesos de vacunación (México y Colombia), la dificultad para recuperar las profundas caídas del 2020 (Argentina y Perú) o las limitaciones para sostener políticas de estímulo (Brasil), todo lo cual ha sido refrendado por los mercados financieros. La salida de esta inusual crisis no está libre de riesgos, destacando las implicancias del significativo *mix* de estímulo fiscal y monetario, la cual debe velar por no generar desequilibrios macroeconómicos y al mismo tiempo asegurar el proceso de recuperación. Desaciertos en esta materia podrían generar un estrechamiento de las condiciones financieras que afecte a las economías emergentes, sobre todo a las más vulnerables. En este escenario, será de especial atención la evolución de las expectativas inflacionarias en EE.UU., mientras que las interrogantes sobre la evolución de la pandemia persistirán como fuente de incertidumbre por algún tiempo.

EVOLUCIÓN RECENTE DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

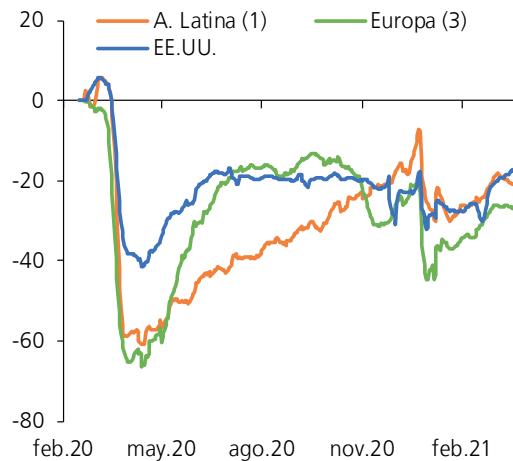
A pesar de que en el primer trimestre los contagios retomaron o superaron los niveles máximos registrados durante el 2020, el funcionamiento de la economía mundial se vio menos afectado que al comienzo de la pandemia (**gráficos I.1 y I.2**). China ha seguido liderando el crecimiento mundial, lo que ha continuado impulsando las exportaciones de sus principales socios comerciales y los precios de las materias primas. Los indicadores de corto plazo —como la producción industrial y las ventas minoristas— mostraron un menor impacto de los rebrotes en las distintas economías y siguieron impulsando el comercio mundial de bienes, evidenciando una mejor adaptación para continuar operando en pandemia. Sin embargo, los servicios que requieren mayor interacción personal no han recuperado sus niveles prepandemia y mantienen un peor desempeño en relación con el resto de los sectores económicos.



GRÁFICO I.1 CASOS NUEVOS DIARIOS DE COVID-19
(miles, promedio móvil de siete días)



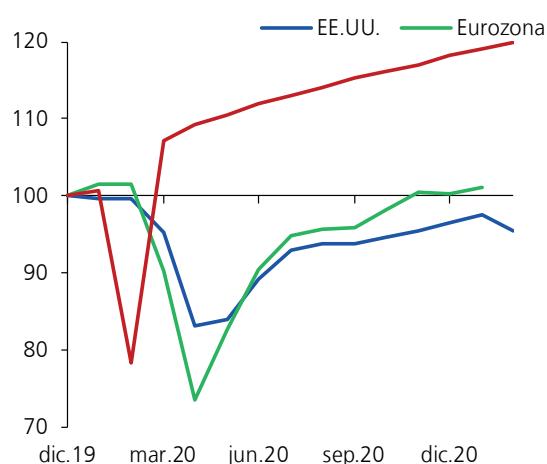
MOVILIDAD (2)
(promedio móvil de siete días)



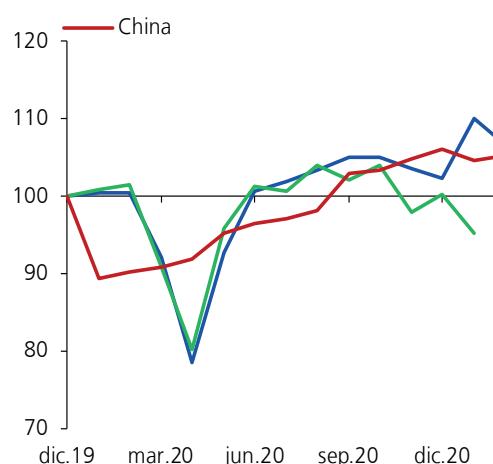
(1) Considera a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Para movilidad considera el promedio simple del mismo grupo de países.
(2) Corresponde al promedio simple entre las categorías tiendas y ocio, supermercados y farmacias, estaciones de transporte, y lugares de trabajo. (3) Promedio simple entre Alemania, España, Francia, Italia y Reino Unido.

Fuentes: Our World in Data e Informe de movilidad de las comunidades ante el Covid-19, Google.

GRÁFICO I.2 PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (1)
(índice dic.19=100)



VENTAS MINORISTAS (2)
(índice dic.19=100)



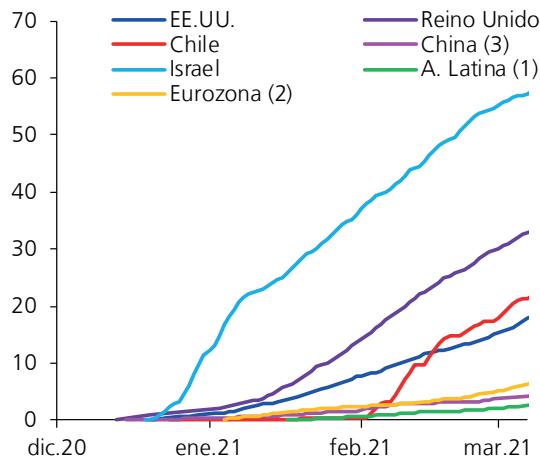
(1) Series reales desestacionalizadas. (2) Series nominales desestacionalizadas.

Fuentes: Bloomberg y Eurostat.

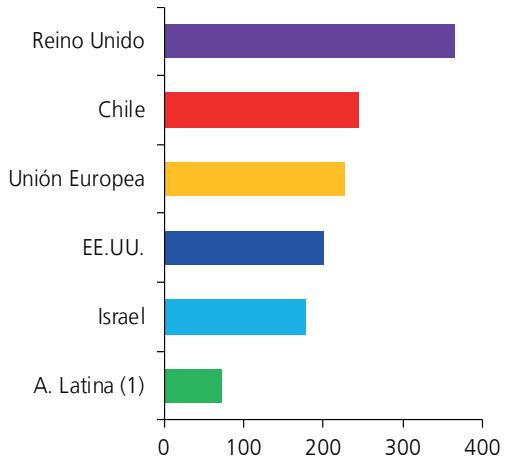
La disponibilidad de vacunas ha tenido progresos importantes en los últimos meses, lo mismo que la disposición de la población a vacunarse. Sin embargo, el proceso de vacunación muestra avances muy diferentes entre países (gráfico I.3), han surgido disputas entre algunos de ellos y se han observado problemas en el proceso de producción que podrían dificultar su distribución. Si bien se han logrado avances en nuevas vacunas, la posibilidad de acceder a ellas es todavía baja en muchos países, especialmente los de menores ingresos, a la vez que se han conocido noticias negativas referentes al cumplimiento de los cronogramas de producción, lo que se suma al desafío institucional que significa desarrollar e implementar rápidamente los planes de vacunación.



GRÁFICO I.3 AVANCE PROCESO VACUNACIÓN
(porcentaje de la población)



VACUNAS CONTRATADAS (4)
(porcentaje de la población)

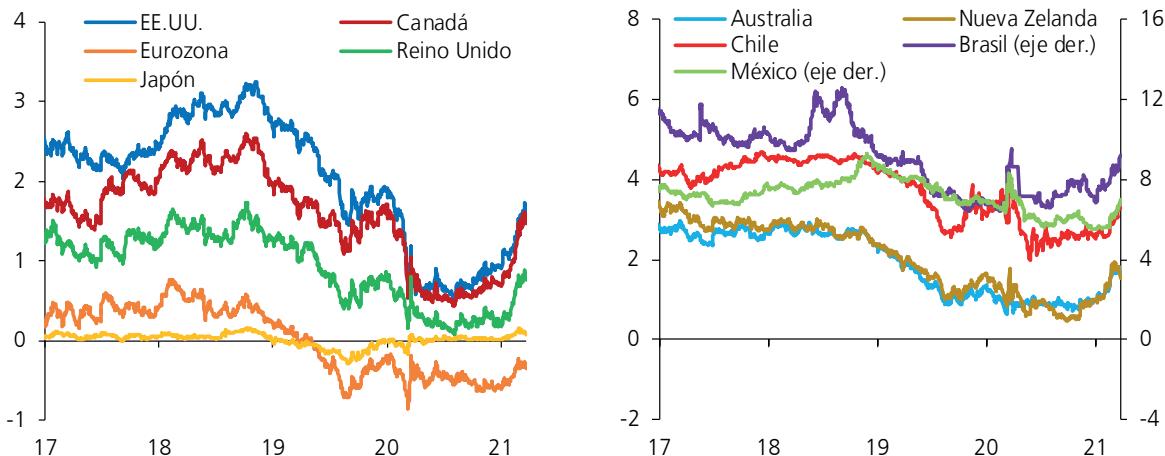


(1) Promedio ponderado por población entre Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú. (2) Promedio ponderado por población entre Alemania, España, Francia e Italia. (3) Dosis totales administradas sin distinguir entre primera o segunda dosis. (4) Población que puede ser vacunada en base a la cantidad de dosis requeridas por cada vacuna con la que los países tienen contratos confirmados.
Fuentes: Our World in Data y Duke Global Health Innovation Center.

La evolución de los mercados financieros internacionales ha recogido las mejores perspectivas para el crecimiento mundial, el avance de las vacunaciones, la elevada expansividad monetaria y los anuncios de nuevos paquetes de estímulo fiscal, especialmente en EE.UU. En este contexto, las tasas de interés de los bonos soberanos han aumentado en diversas economías, más allá de que continúan en niveles acotados en perspectiva histórica (gráfico I.4). El incremento se ha visto amplificado tras la aprobación de nuevos paquetes de ayuda fiscal en algunas economías, como Reino Unido, Japón y especialmente EE.UU. De hecho, en esta última también se verificó un alza de las tasas reales y de las compensaciones inflacionarias, aunque permanecen bajas en términos históricos. Frente a este escenario, las autoridades monetarias en la gran mayoría de las economías no ha realizado mayores cambios en su *forward-guidance*, con perspectivas de mantención de las tasas rectoras en su nivel mínimo. Los mercados bursátiles tuvieron subidas generalizadas, mientras que las monedas mostraron comportamientos mixtos. Los premios por riesgo han disminuido en varios países, exceptuando algunos latinoamericanos —como Brasil y Perú—, observándose también salidas de capitales en las últimas semanas, lo que ha ocurrido pese al significativo aumento del precio de las materias primas. Esto se ha dado en un contexto en que el proceso de vacunación ha presentado dificultades en la región y en que los niveles de deuda —fiscal y corporativa— han aumentado.



**GRÁFICO I.4 TASAS DE LOS BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS
(porcentaje)**

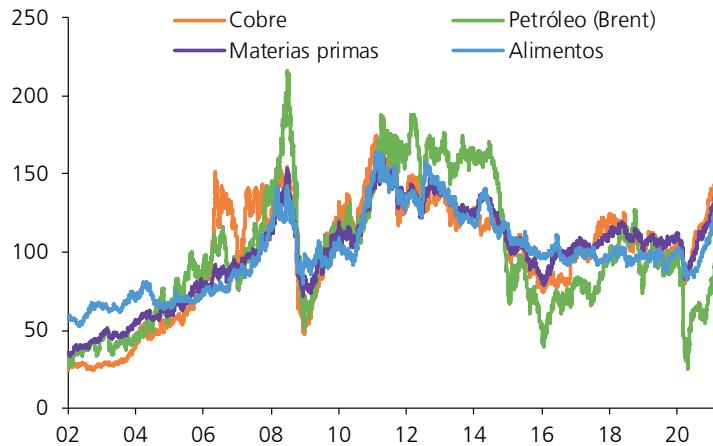


Fuente: Bloomberg.

El precio de las materias primas subió de manera importante y generalizada, también en respuesta al mejor panorama internacional, a la alta liquidez global, y a posibles cambios en sus fundamentos de corto y mediano plazo (gráfico I.5). El cobre se ha situado por sobre los US\$4 la libra (+23% desde diciembre), debido a la mayor demanda de China, el alza de la producción industrial a nivel mundial, la contracción anual de la oferta por primera vez en casi veinte años, y los bajos niveles de inventarios en bolsa. No obstante, se espera que estos factores vayan perdiendo fuerza hacia adelante, reduciendo las presiones sobre su precio. Con ello, se proyecta un valor promedio de US\$3,75 la libra para el período 2021-23. De todas maneras, parte del aumento podría estar ligada a la consolidación de perspectivas de mayor consumo a mediano plazo, dados los compromisos para adoptar tecnologías verdes, lo que podría mantener los precios elevados por un período más prolongado (Recuadro I.1). En el caso del petróleo, su incremento ha respondido a que la OPEP + ha mantenido las restricciones de producción y a las condiciones climáticas adversas en parte de EE.UU. Se suman las perspectivas de una mayor demanda luego del inicio y avance del proceso de inoculación, aunque las nuevas restricciones anunciadas recientemente en Europa han ido aminorando parcialmente esta visión. El precio promedio del barril de petróleo (Brent-WTI) se ubica en torno a US\$64 al cierre estadístico de este IPoM (+42% desde diciembre), proyectándose valores cercanos a US\$59 para el período 2021-23. En los alimentos resalta el alza de los cereales y aceites, mezclándose factores de oferta —sequía en algunos países, problemas de suministro y disponibilidad de mano de obra— con una mayor demanda, en particular de China.



GRÁFICO I.5 PRECIO DE MATERIAS PRIMAS
(Índice promedio 2002-2021=100)



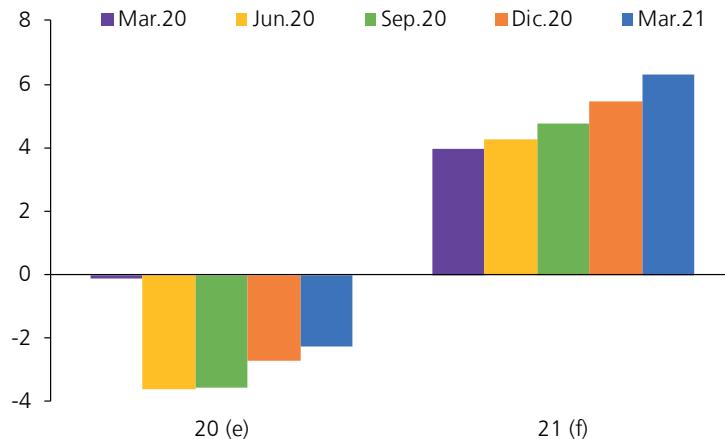
Fuente: Bloomberg.

PERSPECTIVAS Y ESCENARIOS DE RIESGO

La mejora del escenario externo se traduce en un mayor crecimiento previsto para los socios comerciales en el 2021 y una mejora de los términos de intercambio. La revisión considera las sorpresas positivas que representaron las cifras del cuarto trimestre del 2020 en algunas economías, el dinamismo que sostiene China y la recuperación gradual de la demanda mundial durante este año. La mayor parte del ajuste al alza en la proyección de crecimiento proviene del efecto de los nuevos paquetes de estímulo fiscal y sus impactos sobre el crecimiento mundial, en particular los anunciados en Reino Unido, Japón y EE.UU. Se destaca este último, pues considera un incremento del gasto de cerca de US\$1,9 billones (en torno a 9% del PIB del 2020, acumulando un estímulo superior al 25% desde el comienzo de la pandemia). Esto implicaría un impulso importante para el crecimiento a través de transferencias directas a personas y a gobiernos locales, beneficios de desempleo, mayores gastos en salud y vacunas, entre otros. Lo anterior se vería amplificado por el incremento previsto para el consumo, a medida que el avance del proceso de inoculación permita relajar las restricciones sanitarias, revirtiendo parte del ahorro precautorio y/o gasto contenido por parte de las personas. La revisión de la proyección también recoge las mayores cifras efectivas en Asia, principalmente por su integración con las cadenas de valor chinas, un panorama auspicioso en el frente sanitario y el mayor impulso fiscal en algunas economías, resaltando India. Las cifras en la Eurozona y América Latina también superaron lo anticipado, aunque se prevé una ralentización por la prolongación de las restricciones sanitarias y procesos de vacunación que han mostrado mayor lentitud. La combinación de estos elementos explica que el crecimiento de los socios comerciales se haya contraído menos que lo previsto en el 2020 y la revisión al alza de la proyección del 2021 —hasta 6,3% anual (5,5% en diciembre)—, mientras para el próximo año permanece en 4,2% anual. Para el 2023 se prevé una expansión de 3,5% anual (gráfico I.6).



**GRÁFICO I.6 SOCIOS COMERCIALES: PROYECCIONES DE CRECIMIENTO EN LOS ÚLTIMOS IPOM
(variación anual, porcentaje)**



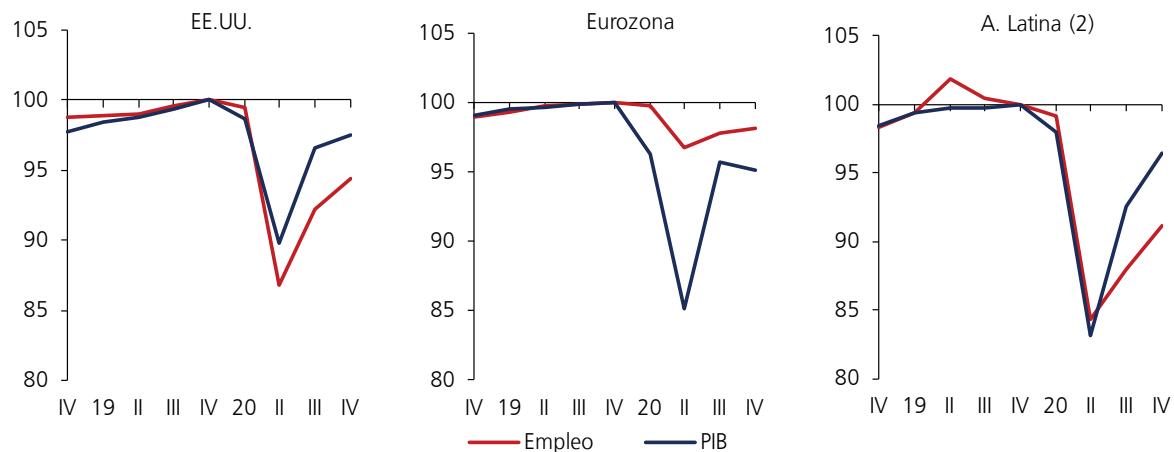
(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación permanece acotada en el mundo desarrollado y con expectativas acordes con sus metas.

En estas economías resaltaron los incrementos puntuales ligados a los mayores precios de materias primas, así como a cambios impositivos y metodológicos en la Eurozona. Esto, en un contexto en que las medidas subyacentes siguen en niveles bajos y persisten holguras relevantes por cerrar en el mercado laboral de varias economías (gráfico I.7). Las expectativas de inflación apuntan a un incremento transitorio en el corto plazo, recogiendo las alzas de los precios de las materias primas, la menor base de comparación que dejó el año pasado y los anuncios de nuevas medidas de estímulo fiscal. A mediano plazo, se mantienen por debajo de la meta en la Eurozona y ancladas a la misma en EE.UU., pese al reciente surgimiento de ciertas preocupaciones asociadas al mayor impulso fiscal (gráfico I.8).

**GRÁFICO I.7 ACTIVIDAD Y EMPLEO (1)
(índice IV.19=100, series desestacionalizadas)**

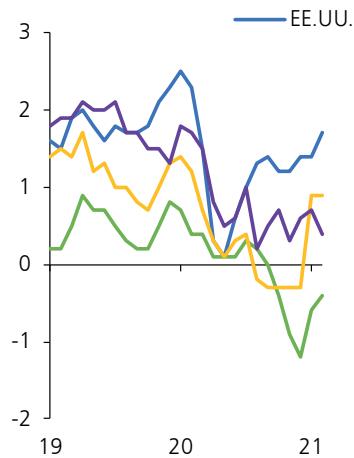


(1) Datos de empleo trimestrales para la Eurozona y en promedio de tres meses para EE.UU. y A. Latina. (2) Corresponde a la mediana entre Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

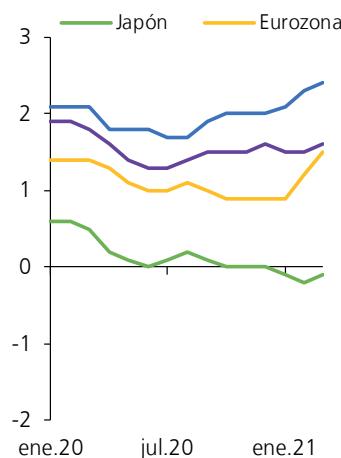
Fuentes: Bloomberg y oficinas de estadísticas de cada país.



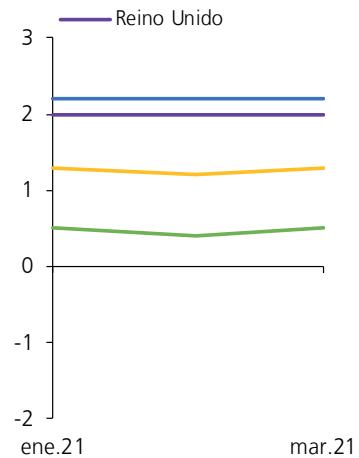
GRÁFICO I.8 INFLACIÓN TOTAL
(variación anual, porcentaje)



EXPECTATIVAS 2021
(prom. para el año, porcentaje)



EXPECTATIVAS 2022
(prom. para el año, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.

El proceso de salida de esta crisis no se encuentra libre de riesgos, sobre todo por lo inusual del shock, su magnitud y el conjunto de medidas que se implementaron para enfrentarlo. El escenario central de proyección considera que la economía mundial tendrá un mayor crecimiento en el 2021 y una moderación hacia niveles más cercanos a su potencial durante los siguientes dos años. En el ámbito sanitario, la evolución epidemiológica sigue siendo incierta, de cara a nuevas oleadas de contagios, nuevas cepas del virus y el impacto del proceso de vacunación. Tampoco puede descartarse que este proceso tome más tiempo, en particular en economías de menores ingresos, por las dificultades para acceder a vacunas, el surgimiento de conflictos entre países y los desafíos institucionales que representa implementar procesos de inoculación de manera rápida. Un mal desarrollo en este frente podría elevar la incertidumbre y aversión al riesgo, deteriorando las condiciones financieras. Otro factor a monitorear de cerca será el retiro del significativo *mix* de estímulo fiscal y monetario, tanto en su forma como en su temporalidad. Medidas excesivas o que se prolonguen más de lo debido podrían provocar mayores presiones inflacionarias e incubar posibles riesgos para la estabilidad financiera. En este sentido, lo anterior podría llevar a un ajuste significativo de las expectativas inflacionarias y que el mercado busque anticiparse al retiro del elevado estímulo monetario, estrechando las condiciones financieras globales, especialmente para las economías emergentes más vulnerables por su alto nivel de endeudamiento y/o con perspectivas de crecimiento para este y el próximo año que permanecen deprimidas. Esto cobra particular importancia en medio de una situación patrimonial a nivel de empresas y gobiernos que ha sentido los impactos de la pandemia, dado el uso de recursos previamente ahorrados y/o el mayor endeudamiento. Al contrario, un retiro muy anticipado de las medidas de estímulo podría perjudicar el proceso de recuperación. A su vez, el significativo ahorro acumulado en algunos países podría traducirse en una recuperación más rápida del crecimiento mundial. En la medida en que el aumento del gasto tenga un impacto moderado en precios y condiciones financieras, podría traducirse en un mayor impulso externo para la economía chilena. De lo contrario, también podría provocar presiones inflacionarias y un estrechamiento de las condiciones financieras externas.



RECUADRO I.1:

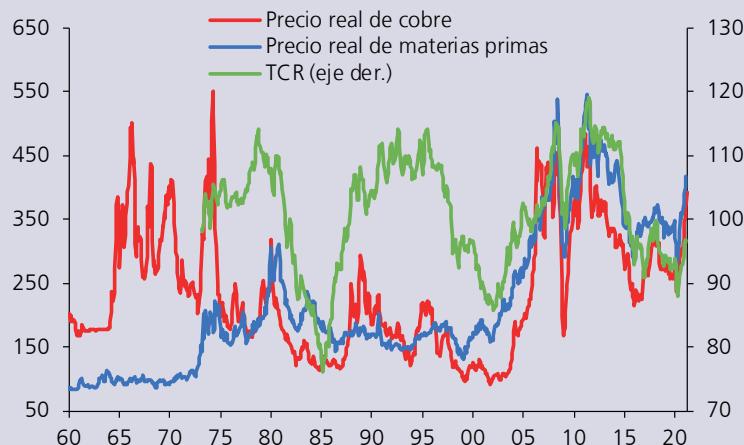
Evolución del precio del cobre y perspectivas

El precio del cobre ha aumentado significativamente, llegando a valores no observados desde el 2011. Tras la fuerte caída al comienzo de la pandemia, el precio prácticamente se duplicó, superando los US\$4 la libra en los últimos meses. El escenario central de este IPoM supone que el precio del cobre se reducirá levemente hasta un promedio de US\$3,95 la libra en el 2021. Esta tendencia continuará en el 2022 y el 2023, promediando US\$3,75 y 3,55 la libra, respectivamente. Esto representa una corrección al alza relevante respecto de informes anteriores y considera que algunos de los factores que han presionado el precio en lo más reciente perderán algo de tracción. Este Recuadro revisa el comportamiento del precio del cobre en perspectiva histórica, las posibles causas del ajuste reciente y los escenarios para los próximos años.

Evolución histórica

En los últimos sesenta años, destacan dos episodios conocidos como súperciclos del cobre: la década de los 60 y el período que va entre el 2003 y 2013. En ellos, el precio promedio de diez años aumentó considerablemente respecto de los años previos. Estos episodios se caracterizaron por un fuerte incremento de la demanda mundial del metal, impulsada por el elevado crecimiento económico de Japón, EE.UU. y Europa en los 60, y de China en los 2000 —tras la entrada del país asiático a la Organización Mundial de Comercio—, la persistente y significativa depreciación del dólar, y la consecuente alza generalizada en los precios de las materias primas (gráfico I.9). Durante la década de los 60, la demanda por cobre creció persistentemente por encima de la oferta, mientras que en el segundo episodio el desbalance entre demanda y oferta fue menor, pero estuvo acompañado por un aumento significativo de los costos de producción.

GRÁFICO I.9 PRECIO DEL COBRE, DE OTRAS MATERIAS PRIMAS Y TIPO DE CAMBIO REAL DE EE.UU. (*)
(precios en dólares 2020; inverso del nivel TCR mar.73=100)



(*) Precio del cobre y de materias primas deflactados utilizando el IPP de EE.UU.

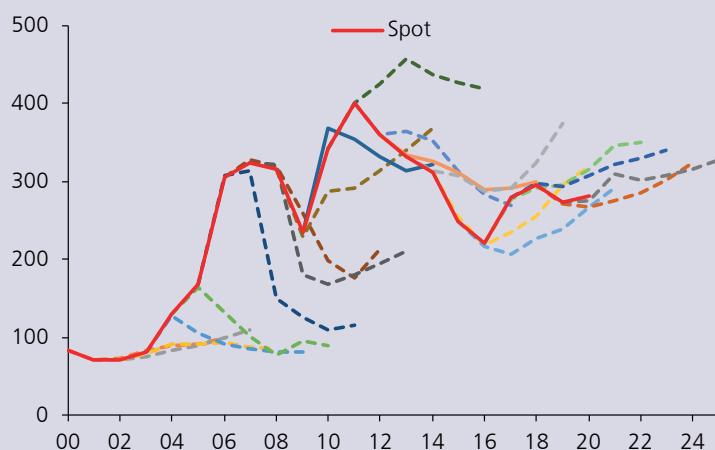
Fuente: Banco Central de Chile en base a datos de Bloomberg, Cochilco y la Reserva Federal de EE.UU.



En el mismo período también se identifican otros episodios de aumentos significativos del precio del cobre, aunque más transitorios. Estos coinciden con los fuertes incrementos en el precio del petróleo de 1973 y 1979, y con la depreciación del dólar a fines de los 80. En estos episodios, el precio del cobre se duplicó, pero luego de dos o tres años ya había regresado a su valor previo.

Dada la dificultad para anticipar la duración de los factores que afectan el precio, una característica común de estos episodios es que el ajuste de las expectativas de precio de mediano/largo plazo del mercado solo se da tras ubicarse varios años en niveles más altos o bajos. De hecho, en el superciclo más reciente, los analistas anticiparon que el precio a cinco años sería superior a US\$1 la libra solo cuando el precio se ubicó persistentemente por encima de US\$3 la libra (gráfico I.10).

GRÁFICO I.10 PRECIO REAL DEL COBRE Y PROYECCIONES CRU GROUP (*) (centavos de dólar la libra)



(*) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones a cinco años de octubre de cada año.
Fuente: Banco Central de Chile en base a datos del CRU Group.

Evolución reciente

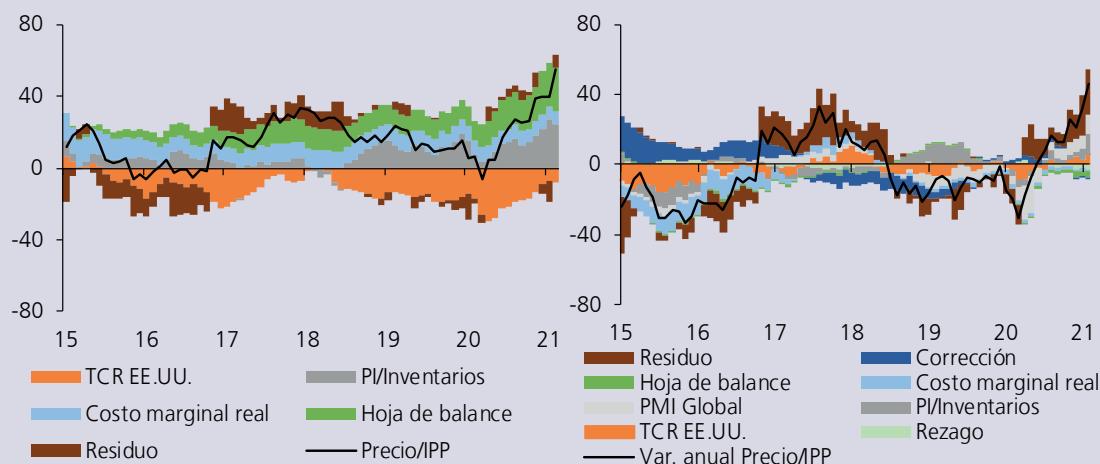
La rápida recuperación de la demanda mundial y las interrupciones de oferta presionaron al alza el precio del cobre desde la segunda mitad del 2020. El fuerte repunte de la inversión china, de la producción industrial global —apoyada por el sesgo relativo del consumo hacia bienes durables—, y de la construcción residencial en EE.UU., impulsaron la recuperación de la demanda global de cobre. Al mismo tiempo, a las interrupciones habituales en la producción minera, se sumaron las paralizaciones en algunos yacimientos por motivos relacionados con la pandemia, provocando que la producción cayera por primera vez en casi veinte años. Así, el balance fue deteriorándose a lo largo del año, a la vez que los inventarios en bolsa llegaron en enero a mínimos no vistos desde el período 2004-2008, mostrando una leve recuperación desde entonces. Los bajos niveles de inventarios no solo generaron mayores presiones en los precios, sino que también están asociados a una mayor volatilidad de estos^{1/}. A los factores anteriores se sumaron la depreciación del dólar y la mayor liquidez global, impulsadas por la expansividad de las políticas monetarias convencionales y no convencionales de las economías desarrolladas, en particular de EE.UU.

¹/ Ver Deaton *et al.* (1992).



Los modelos econométricos utilizados en el Banco Central sugieren que los factores mencionados estarían detrás del alza reciente del precio del cobre^{2/}. Sin embargo, tanto el incremento como su nivel actual se ubican algo más allá de lo que la relación histórica entre el precio y estos fundamentales sugieren (gráfico I.11).

GRÁFICO I.11 MODELO DE CORRECCIÓN DE ERRORES: ECUACIÓN DE CORTO Y LARGO PLAZO (*)
(incidencias, variación respecto del prom. de la muestra (izq.) y respecto del año anterior (der.))



(*) Estimado para el período ene.1998-feb.2021. La variable dependiente corresponde al precio del cobre deflactado por el IPP de EE.UU. Como variables independientes considera TCR de EE.UU., producción industrial de distintas economías como proporción de los inventarios en bolsa, PMI global, costo marginal real y mediana de la hoja de balance como porcentaje del PIB de principales bancos centrales del mundo.

Fuente: Banco Central de Chile.

Perspectivas

Se espera que los factores que determinaron el alza reciente del precio pierdan algo de fuerza hacia adelante. Además de un exitoso control de la pandemia, la rápida recuperación de China se fundamenta en la implementación de políticas fiscales y monetarias expansivas por parte de su gobierno. Si bien esto es similar a lo ocurrido tras la Crisis Financiera Global del 2008-2009, en esta ocasión las políticas fueron algo menos expansivas y, además, serían más transitorias que en ese entonces. Las autoridades chinas han manifestado su preocupación en torno al alto nivel de endeudamiento de la economía y anunciaron un objetivo de crecimiento que es marginalmente superior al efecto arrastre del 2020, dejando en evidencia su cautela respecto de cómo prevén que seguirá la recuperación. Más aun, la intención del gobierno de impulsar el consumo frente a la inversión como motor de crecimiento, le quitaría impulso a la demanda de cobre hacia adelante. Se suma que la oferta se recuperaría tanto por menores paralizaciones relacionadas con la pandemia como por nuevos proyectos que se pondrían en marcha en los próximos años. Por último, el reciente paquete fiscal anunciado en EE.UU. podría revertir la depreciación del dólar observada desde hace un año, considerando el mejor desempeño relativo esperado para EE.UU. respecto del resto de las economías.

^{2/} Ver [López y Riquelme \(2010\)](#).



Otro factor determinante para las perspectivas del precio del cobre es la evolución de los costos marginales de producción. Aumentos considerables podrían sostener precios más elevados. Sin embargo, a diferencia de lo observado en el último superciclo, los costos marginales han caído desde los máximos alcanzados en el 2013, ubicándose en los últimos años en niveles en torno a US\$2,0-2,5 la libra. Si bien la capacidad de respuesta de la oferta ante los mayores márgenes no es inmediata, los niveles actuales de los costos de producción le quitan algo de presión a los precios hacia adelante.

A lo anterior, deben sumarse factores que, si bien no necesariamente juegan un rol fundamental en explicar la demanda u oferta actual, podrían influir significativamente en sus perspectivas. Dentro de estos, el que más destaca en los últimos años es el impulso de demanda que podría provenir de la denominada “ola verde”. El compromiso de los gobiernos por combatir el cambio climático, el consiguiente movimiento hacia energías renovables y el mayor uso de autos eléctricos podría tener un impacto significativo en la demanda futura de cobre. Se suma la expansión de la tecnología 5G, también intensiva en el uso del metal. En este sentido, los anuncios de carbono cero en China (sep.20), las elecciones presidenciales en EE.UU. (nov.20), la vuelta del país norteamericano al acuerdo de París (ene.21), y el anuncio de la Unión Europea de destinar un 30% del presupuesto de recuperación para la inversión en transición climática (dic.20), sugieren una relevancia mayor de la “ola verde” respecto de hace un año, y también podría ayudar a explicar parte del incremento reciente del precio. De todas maneras, las estimaciones en torno al impacto de estos factores en la demanda de cobre contienen un alto grado de variabilidad. De confirmarse las estimaciones más optimistas, la demanda se expandiría significativamente en la próxima década, presionando una oferta con capacidad de respuesta incierta.

Conclusión

El alza reciente del precio del cobre se explica por factores de demanda, de oferta y financieros. Se espera que varios de estos pierdan fuerza hacia adelante, quitándole presión a la tendencia alcista de los precios. Así, el escenario central de este IPoM supone que el precio del cobre se reducirá en el horizonte de proyección, llegando a un promedio de US\$3,75 y 3,55 la libra en el 2022 y 2023, respectivamente. Sin embargo, no es descartable que en las próximas décadas la denominada “ola verde” impulse el precio por un período más largo de tiempo.



II. CONDICIONES FINANCIERAS

Los mercados financieros externos han recogido los mejores registros y perspectivas de la actividad económica mundial, lo que se ha reflejado en el alza de los índices bursátiles y las tasas de interés de los bonos soberanos. De todos modos, estas últimas continúan en niveles acotados, en un escenario en que las autoridades monetarias alrededor del mundo han refrendado un mensaje expansivo. En Chile, los desarrollos financieros han estado en línea con las tendencias internacionales. Se suma el significativo incremento del precio del cobre, que, junto con otras noticias positivas en el frente interno, han empujado el crecimiento esperado de la actividad y el desempeño de los mercados locales a una posición más favorable que la de otras economías comparables, en especial de América Latina. El crédito bancario ha reducido su dinamismo en el agregado, si bien con algún repunte reciente. La demanda por crédito comercial ha cambiado hacia el refinanciamiento de la deuda, dada la prolongación de la pandemia. Para apoyar este proceso el Gobierno implementó un nuevo programa que extiende los usos del Fogape (Fogape-Reactiva), que fue complementado por el Banco Central con una tercera etapa de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). En el mercado de bonos, los *spreads* han ido disminuyendo, aunque con volúmenes de emisiones por debajo de sus cifras históricas. Aun así, existe una serie de riesgos latentes que podrían afectar las condiciones financieras, principalmente por el deterioro de la situación patrimonial a nivel de empresas, hogares y países durante el transcurso de la pandemia, debido a aumentos de deuda o reducción de activos. Ello se agrega a los desafíos globales en el manejo de las políticas de estímulo.

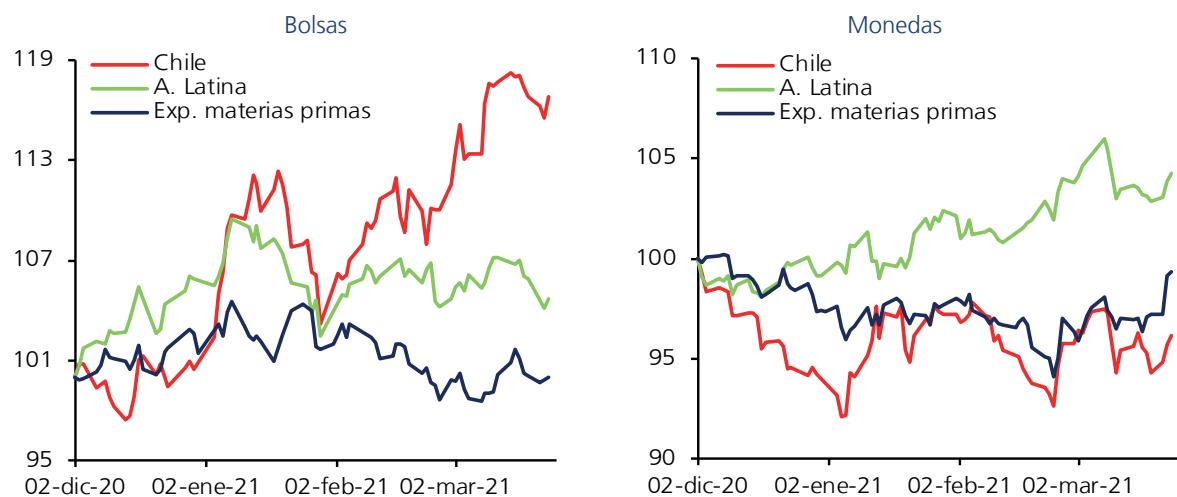
EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros internacionales han tenido un desempeño positivo, coherente con el repunte de la economía mundial y el aumento de sus perspectivas de crecimiento. Esto ha sido respaldado por la mejor respuesta a la evolución de la pandemia, reflejada en elementos como la adaptación de empresas y hogares a la actual contingencia sanitaria, y el avance en los procesos de vacunación, todo ello en un marco de políticas monetarias y fiscales altamente expansivas. Esto último ha sido especialmente relevante en EE.UU., donde en marzo se anunció un nuevo paquete de estímulo equivalente a 9% del PIB del 2020. En los últimos meses, esta economía ha liderado el incremento de las tasas de interés nominales de los bonos soberanos de más largo plazo, congruente con el aumento de las compensaciones inflacionarias y, en lo más reciente, de las tasas reales. El alza de los rendimientos nominales se ha replicado en el resto de las economías con distinta intensidad y temporalidad, aunque manteniéndose bajas en términos históricos de manera transversal (gráfico I.4). El mayor optimismo también ha permeado a las plazas bursátiles, con máximos renovados en varios casos, así como a los mercados de materias primas. Asimismo, se distinguen descensos de los premios por riesgo en un grupo importante de países, con excepciones principalmente dentro de América Latina —como en Brasil y Perú—, que ha mostrado salidas de capitales en las últimas semanas. Por su parte, las monedas dan cuenta de movimientos mixtos.



En Chile, los mercados financieros se han acoplado a las tendencias globales, alentados también por la significativa alza del cobre, sorpresas positivas en algunos indicadores de corto plazo y la celeridad del proceso de inoculación de la población, elementos que a su vez han elevado las proyecciones de crecimiento del mercado para este año y el próximo. Destaca que el desempeño de los mercados chilenos diverge del de sus pares latinoamericanos. El peso se apreció en torno a 5% frente al dólar desde el IPoM de diciembre, en línea con el robustecimiento que se observa en otros exportadores de materias primas. El IPSA acumuló ganancias cercanas a 19%, mientras que los spreads soberanos (EMBI) y corporativos (CEMBI) anotaron nuevas caídas (gráfico II.1). Al cierre estadístico, se conoció la rebaja de la calificación crediticia soberana de Chile por parte de una de las principales clasificadoras a nivel mundial, lo que no tuvo grandes repercusiones en los mercados. En el resto de la región, factores como las dificultades en el proceso de vacunación o el elevado endeudamiento fiscal y corporativo han incidido de manera negativa en los desarrollos del ámbito financiero.

GRAFICO II.1 MERCADOS FINANCIEROS EN CHILE Y OTRAS ECONOMÍAS COMPARABLES (*)
(índice 2 diciembre 2020=100)

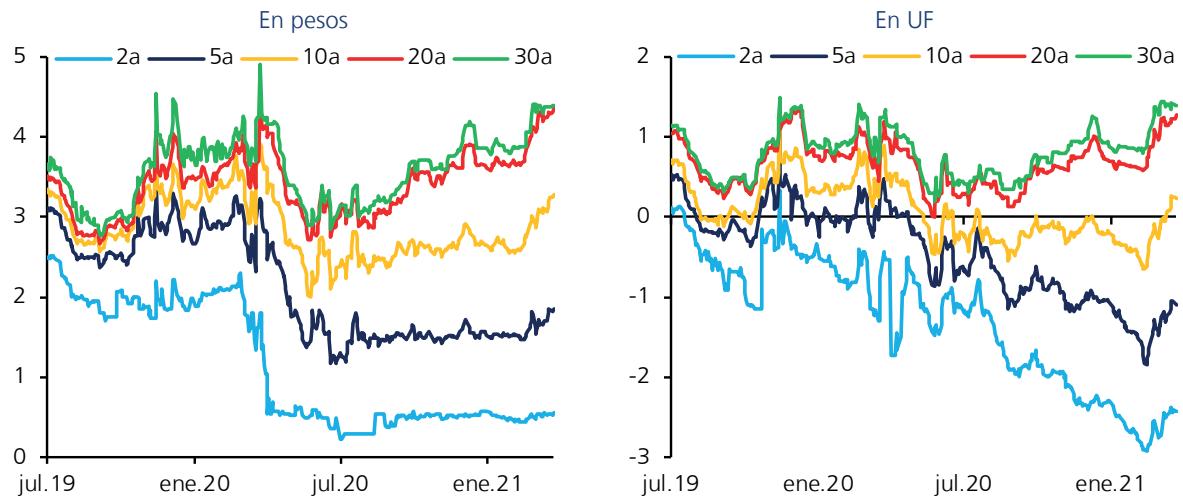


(*) Promedios simples de los respectivos índices. Para América Latina considera Brasil, Colombia, México y Perú, mientras que, para exportadores de materias primas, Australia y Nueva Zelanda.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En cuanto a los bonos *benchmark*, las curvas de rendimiento se empinaron, ante un aumento de las tasas de interés de más largo plazo que ha sido influido por la mejora del panorama económico local y externo. En todo caso, estas tasas permanecen en niveles bajos. En el lado nominal, los premios por liquidez (BTP-Swap Promedio Cámara) se mantienen en valores negativos para plazos inferiores a 10 años, relacionado en buena parte con el impacto de las medidas no convencionales implementadas por el Banco Central. La demanda de la banca por estos instrumentos se ha visto incentivada debido a su uso como colaterales en el marco de la FCIC. En la curva real, las tasas de interés igualmente repuntaron en las últimas semanas, aunque aquellas a plazos inferiores a 10 años acumulan descensos acotados respecto del cierre estadístico de diciembre, afectadas por el aumento de las expectativas de inflación (gráfico II.2).



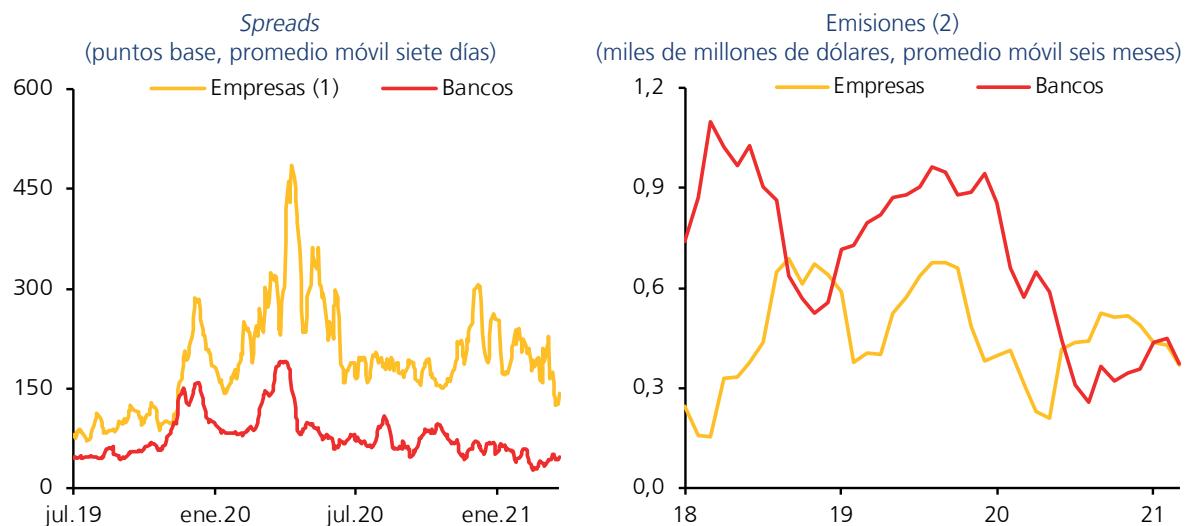
GRAFICO II.2 TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS BENCHMARK
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés y spreads disminuyeron para los bonos corporativos y bancarios, con emisiones locales que acumulan varios meses de desaceleración (gráfico II.3). En ambos casos, resalta el mayor interés que se observa por parte de Fondos Mutuos (FFMM) en lo que va del año. En el mercado monetario, el costo de financiamiento en pesos permanece en niveles acotados, con tasas en el mercado secundario de depósitos (DAP) inferiores a la TPM para diferentes plazos. Ello, en medio de la menor preferencia de la banca por DAP, dadas las condiciones de fondeo más favorables otorgadas por la FCIC. La mayor demanda de FFMM y Fondos de Pensiones por estos instrumentos y por Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) ha contribuido al descenso generalizado de las tasas en el mercado monetario. El costo de financiamiento en dólares continúa bajo, en medio de un repunte de la liquidez de la banca en dicha moneda en semanas recientes.

GRAFICO II.3 MERCADO LOCAL DE BONOS



(1) No incluye categoría de riesgo BB o menor. (2) Para marzo del 2021, considera datos hasta el cierre estadístico.

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

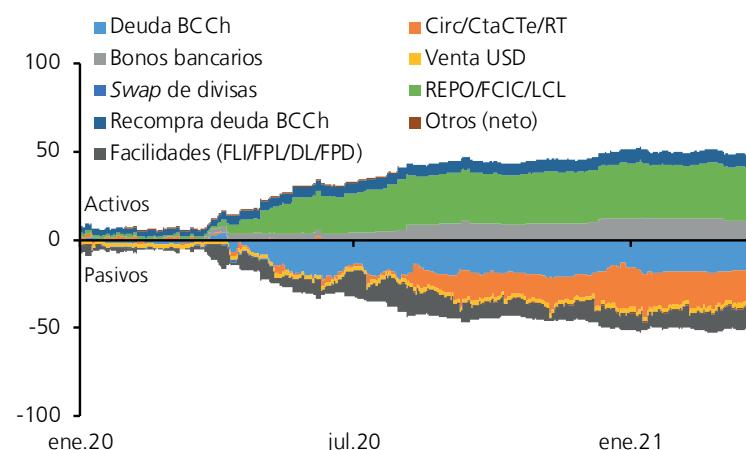


Estos desarrollos se enmarcan en un contexto en que el Consejo ha mantenido la TPM en su mínimo técnico (0,5%) y ha adaptado las herramientas no convencionales a la evolución de la contingencia en curso. En particular, se anunció una tercera etapa de la FCIC, que tiene por objetivo adecuarse a las necesidades financieras actuales de las empresas. Esta nueva etapa se constituye en un complemento del programa Fogape-Reactiva, que apunta a que las empresas puedan refinanciar sus obligaciones de forma adecuada, financiar nueva inversión y acceder a capital de trabajo, con énfasis en los sectores más golpeados por la pandemia. La FCIC3 amplía los colaterales elegibles en sus etapas anteriores y contempla un total de recursos de US\$10.000 millones, equivalente al remanente de las FCIC1 y FCIC2. Estas dos primeras etapas terminaron con un uso de en torno a 95 y 30%, respectivamente, lo que corresponde a alrededor de US\$30.000 millones en el agregado. En los días cercanos al cierre estadístico, el uso de la FCIC3 ascendía en torno a 15% del monto disponible. De ejecutarse las tres FCIC en su totalidad, el Banco Central habrá aportado por esta vía liquidez a la economía por el equivalente a alrededor del 15% del PIB. Este y otros programas forman parte de una serie de [medidas especiales](#) que el Consejo del Banco viene implementando desde fines del 2019, con la finalidad de facilitar el adecuado funcionamiento de los mercados financieros. Entre estos se cuentan los de compra de bonos bancarios, el de recompra de títulos de deuda del Banco Central o el de operaciones REPO, cuyos montos no han tenido cambios en el margen.

En paralelo, en medio de un panorama de riesgos externos muy relevante, también se han abierto y/o extendido líneas de financiamiento internacional con otras contrapartes, en particular con la Reserva Federal de Nueva York, el Banco Central de la República Popular de China y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Esto, para robustecer la posición financiera de Chile y dar flexibilidad a la gestión de los recursos en moneda extranjera. En enero, se sumó un [programa gradual de reposición y ampliación de reservas internacionales](#) que permitirá asegurar una adecuada transición una vez que, en el 2022, venza la línea de crédito establecida con el FMI. Este se está implementando de manera gradual, con compras de US\$ 40 millones por día en 15 meses. Este monto representa el 3% de lo que se transa a diario, asegurando un impacto mínimo en la liquidez de este mercado.

Al cierre del 2020, el conjunto de medidas excepcionales implementadas expandió los activos del balance del Banco Central en cerca de 13 puntos porcentuales del PIB, en gran parte a través de los programas FCIC y de compra de bonos bancarios ([gráfico II.4](#)). Los pasivos también acumularon un alza importante, resaltando el aumento de la liquidez de la banca y de los PDBC. La mayor emisión de estos últimos ha jugado un rol activo en el retiro del exceso de liquidez originado por los ajustes extraordinarios antes señalados.

GRAFICO II.4 MEDIDAS EXCEPCIONALES EN EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
(miles de millones de dólares)

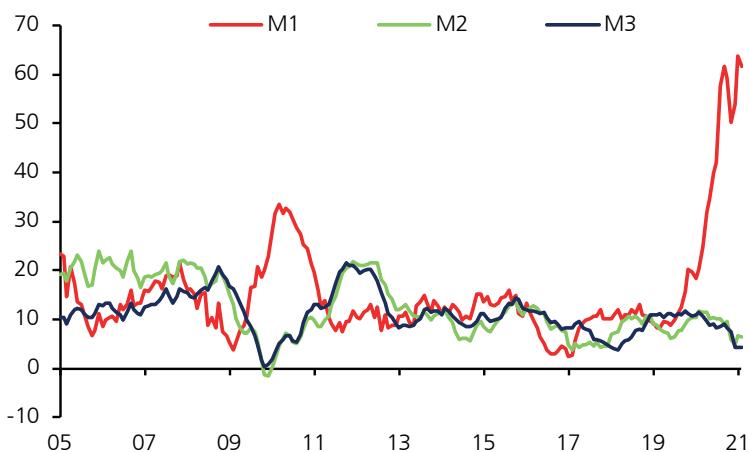


Fuente: Banco Central de Chile.



Respecto de los agregados monetarios, destaca el marcado aumento del crecimiento del M1 y el circulante en el último año y medio, principalmente por una demanda de dinero que ha crecido dada la incertidumbre que rodea la coyuntura actual y el acceso excepcional a fondos normalmente ilíquidos (gráfico II.5). El Banco Central ha acomodado esta mayor demanda expandiendo la oferta monetaria, entendiendo que el aumento responde a las condiciones macroeconómicas imperantes y que es necesario mantener una política monetaria altamente expansiva para asegurar el cumplimiento de sus objetivos. De esta forma, entre septiembre del 2019 y febrero del 2021, el crecimiento nominal anual del circulante y el M1 pasó de valores entre 5 y 10%, a cifras entre 60 y 70%. Este fenómeno también se ha replicado en economías del bloque desarrollado.

GRÁFICO II.5 AGREGADOS MONETARIOS NOMINALES, PROMEDIOS
(variación anual, porcentaje)



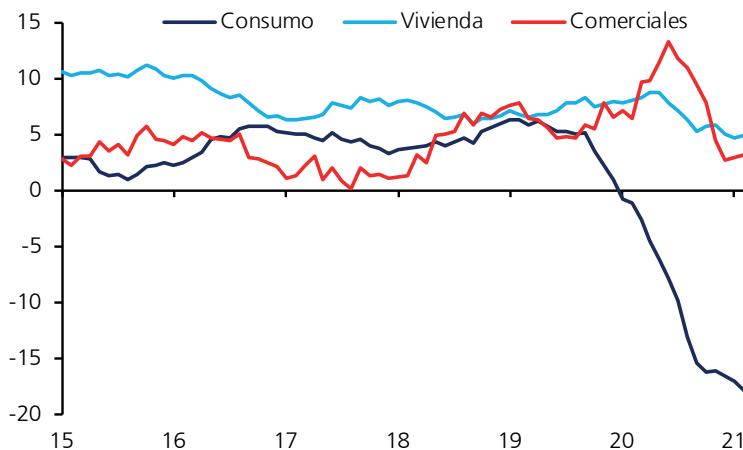
Fuente: Banco Central de Chile.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO

El comportamiento del crédito comercial sigue mostrando un menor dinamismo comparado con lo observado a mediados del 2020, cuando alcanzaron un *peak* debido al fuerte impulso de las líneas Fogape-Covid. De todos modos, los flujos de colocaciones en esta cartera han tenido cierto repunte en el margen, asociado al nuevo programa Fogape-Reactiva. Este último extiende los usos del primer Fogape a las nuevas necesidades que han ido surgiendo entre las empresas, agregando el otorgamiento de fondos para refinanciamiento —incluyendo el de las líneas Covid— e inversión, todo lo que al cierre estadístico acumulaba desembolsos por cerca de US\$ 1.500 millones. Un porcentaje significativo de este monto había sido destinado a firmas de menor tamaño y del sector comercio. Por su parte, las operaciones del Fogape-Covid arrastran varios meses en torno a sus niveles mínimos, mientras que el resto de los nuevos préstamos concedidos (no Fogape) continúa mostrando una actividad moderada. En este contexto, el crecimiento real anual del crédito comercial bordeó 3% entre diciembre y febrero. Para los próximos meses, podrían observarse cifras más bajas, dada la elevada base de comparación de mediados del 2020 (gráfico II.6).



GRAFICO II.6 COLOCACIONES REALES (*)
(variación anual, porcentaje)

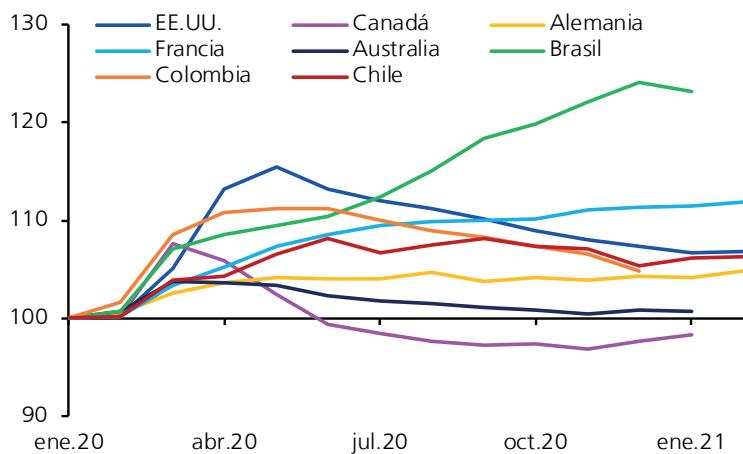


(*) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2018, frecuencia mensual. Última cifra corresponde a febrero del 2021.

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

Luego de que en un principio la demanda por crédito respondía a cubrir financiamiento de emergencia de las empresas, la desaceleración de las colocaciones comerciales en los últimos meses se da en medio de ingresos que han ido recuperándose en algunas de ellas y en que el mayor endeudamiento podría estar limitando el acceso a nuevos financiamientos en otras. Esto último es especialmente relevante en los sectores en que la interacción social es elevada, como fue refrendado por entrevistados del [Informe de Percepciones de Negocios](#) (IPN) de febrero. También en el plano cualitativo, la [Encuesta de Crédito Bancario](#) (ECB) del cuarto trimestre reportó una oferta que se volvió más estricta en este segmento respecto del trimestre anterior, sobre todo para pymes, y una demanda más débil tanto para inversiones como capital de trabajo. La baja en el crecimiento de las colocaciones comerciales igualmente se observa en varios países (gráfico II.7).

GRAFICO II.7 CRÉDITO BANCARIO A EMPRESAS NO FINANCIERAS
(índice enero 2020=100)



Fuentes: bancos centrales de cada país y Bloomberg.

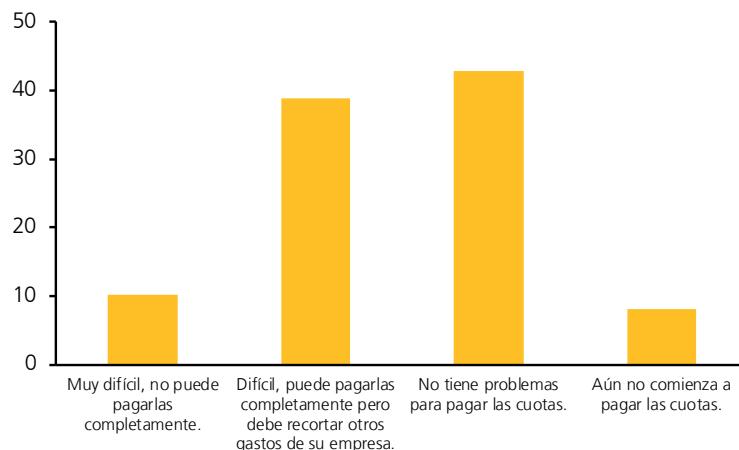


Por el lado de los hogares, se mantiene una marcada caída de los créditos de consumo y un crecimiento moderado de los de vivienda. Los primeros anotaron una contracción de 17,8% real anual en febrero, y si bien aún sostienen velocidades de expansión negativas, estas han ido repuntando gradualmente. En tanto, las colocaciones hipotecarias aumentaron alrededor de 5% real anual entre diciembre y febrero, con montos promedio por operación que han tenido cierto incremento en meses recientes.

Respecto de la evaluación de riesgos del sistema, la morosidad sigue contenida en los distintos segmentos. En el comercial, en particular, algunos indicadores apuntan a un deterioro de la calidad de dicha cartera. En el caso de los hogares, la mora continúa en sus menores registros en varios años luego de un marcado descenso en la segunda mitad del 2020, ligado en buena medida a la liquidez provista por los retiros de ahorros previsionales. El gasto en provisiones ha permanecido estable en la parte de vivienda, pero ha seguido incrementándose en la de consumo y comercial. Así, dentro de esta última, específicamente en la cartera comercial de evaluación individual —constituida por firmas de mayor tamaño—, destaca en su composición el aumento de la participación de las categorías en incumplimiento o subestándar. Por otro lado, en el [IPN de febrero](#), casi la mitad de las empresas consultadas que contaban con préstamos activos relató alguna o mucha dificultad para cumplir con las cuotas (gráfico II.8).

GRAFICO II.8 INFORME DE PERCEPCIONES DE NEGOCIOS DE FEBRERO 2021

Actualmente, ¿cuán difícil resulta para su empresa pagar las cuotas de sus obligaciones financieras? (porcentaje del total respuestas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés continúan en niveles acotados para las distintas categorías crediticias, de la mano del fuerte impulso monetario. En particular, en febrero llegaron a 20 y 5,8% anual en pesos en los segmentos de consumo y comercial, respectivamente (19 y 5,5% en noviembre). Para los préstamos hipotecarios, la tasa se ha mantenido en las cercanías de 2,5% anual en UF.



La economía global y la local atraviesan por un proceso de recuperación que ha tenido repercusiones positivas en los mercados financieros, pero presenta desafíos relevantes. En primer lugar, la evolución de la pandemia sigue siendo incierta, confrontándose el avance de la vacunación con la evolución de los contagios y la irrupción de nuevas variedades del virus. Malas noticias en este frente podrían elevar la incertidumbre y aversión al riesgo, deteriorando las condiciones financieras. Por otra parte, los esfuerzos desplegados por las autoridades en los ámbitos regulatorio, fiscal y monetario han sido cuantiosos, y las recientes mejoras en el panorama económico plantean una serie de interrogantes acerca del manejo futuro de estas políticas. Por ejemplo, el significativo paquete fiscal en EE.UU. podría tener efectos mayores a lo anticipado en los registros efectivos de inflación. En la medida en que esto desemboque en una corrección importante de las expectativas inflacionarias y en la anticipación por parte del mercado del momento para el cual esperan el retiro del estímulo monetario, las condiciones financieras mundiales podrían estrecharse, afectando sobre todo a las economías más vulnerables y/o donde las perspectivas de crecimiento permanecen deprimidas. Esto cobra especial relevancia en el contexto actual, en que la situación patrimonial a nivel de empresas, hogares y países ha sufrido los impactos de la pandemia, dado el mayor endeudamiento y/o disminución de los ahorros en que han incurrido para mitigar sus consecuencias. También podría darse una situación en la que en algunos países se retire el impulso fiscal de forma anticipada, lo que ralentizaría la velocidad de recuperación de la actividad mundial.

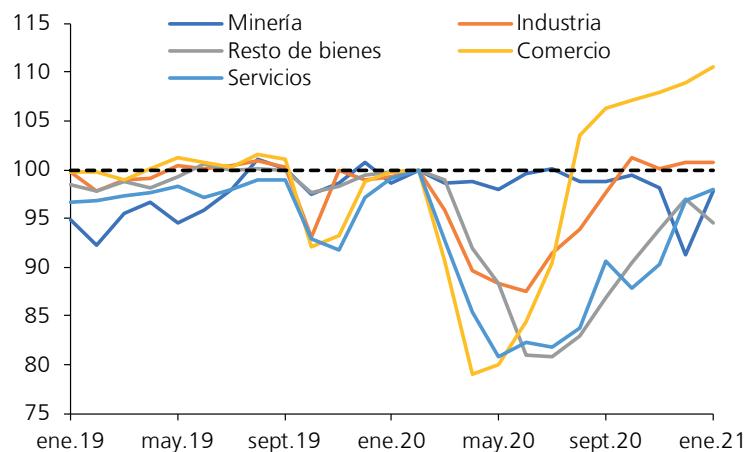


III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

La economía ha continuado recuperándose del *shock* provocado por el Covid-19, aunque persiste la heterogeneidad entre sectores. Especialmente relevante ha sido la adaptación de empresas y hogares a funcionar en pandemia, lo que ha provocado, incluso, cifras de actividad por sobre lo previsto. Esto se ha dado en un contexto en que el consumo se ha mostrado muy dinámico —alimentado por ayudas estatales y retiros de ahorros previsionales— y en que la recuperación de la economía mundial ha apuntalado la demanda externa. La inversión, en cambio, se aprecia más rezagada. Las perspectivas de crecimiento del PIB para el año han mejorado, por el mayor punto de partida que dejaron los registros de actividad en estos últimos meses, el mejor escenario internacional y una reevaluación de los efectos que tendrá el proceso de vacunación. De todos modos, el desempeño de la actividad estará afectado por los retrocesos en el plan *Paso a Paso*, que impactarán de forma importante en marzo y abril. Más hacia adelante, la evolución del mercado laboral y el dinamismo de la inversión constituirán desafíos importantes para la recuperación completa de la economía.

La economía chilena continuó recuperándose tras el fuerte *shock* negativo provocado por la pandemia, aunque con diferencias entre sectores. En el cuarto trimestre, el PIB aumentó 6,8% respecto del trimestre anterior, habiendo recuperado una parte importante de la caída registrada en el segundo trimestre del 2020. Destaca la evolución del comercio, el sector de mayor y más temprana recuperación. La industria también ha experimentado un repunte significativo. Actividades que requieren de mayor interacción social o donde el trabajo a distancia es menos viable siguen más rezagadas. Ejemplo de esto último es la evolución de los servicios y la construcción. La minería no se vio mayormente afectada durante los meses más álgidos de la pandemia; no obstante, bajó su nivel de actividad en la segunda mitad del 2020, por factores como la ejecución de obras de mantenimiento y la reducción de la ley del mineral. El Imacec de enero —único dato para el 2021 disponible al cierre estadístico— mostró una continuación de la tendencia de recuperación (gráfico III.1).

GRÁFICO III.1 IMACEC SECTORIAL
(serie desestacionalizada, índice feb.20=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

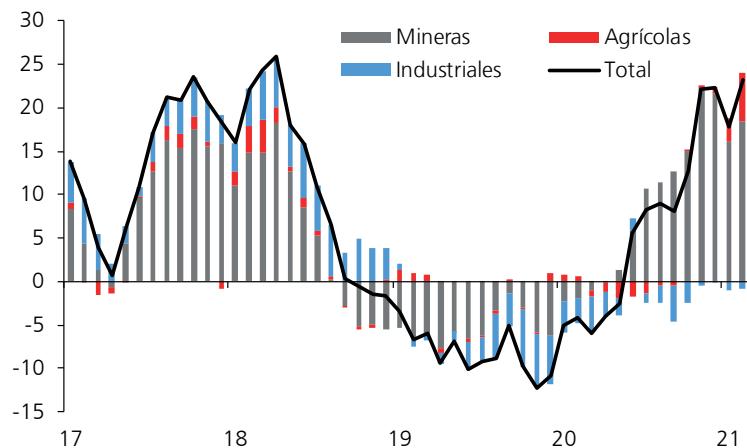


La evolución reciente de la actividad sugiere que el impacto de las restricciones sanitarias se ha reducido respecto de inicios de la pandemia. En este cambio han cooperado diversos elementos, entre ellos las modificaciones a las restricciones que se han implementado con la instauración del plan Paso a Paso y sus posteriores cambios, y el proceso de adaptación de empresas y hogares al funcionamiento en pandemia. Así, la relación entre la imposición de restricciones sanitarias y la actividad —muy fuerte al comienzo de la pandemia— ha cambiado desde mediados del 2020 e incluso se aprecia que los aumentos de restricciones decretados a fines del año pasado tuvieron efectos menores en la economía. En todo caso, a nivel de macrozonas y sectores económicos se aprecian algunas diferencias en estos hallazgos ([Recuadro III.1](#)).

Un factor que ha impactado positivamente el desempeño de la economía es un panorama internacional que ha mejorado más rápido que lo previsto. El veloz repunte de China y de otros socios comerciales ha fortalecido la demanda por materias primas, lo que junto con el alza de la producción industrial a nivel global y los bajos niveles de inventarios en bolsa ha llevado al precio del cobre por sobre los US\$4 la libra, algo que no se observaba desde el 2011 ([Recuadro I.1](#)). Las exportaciones nominales de bienes aumentaron de manera significativa en la segunda mitad del 2020, totalizando un monto superior a los US\$73 mil millones y un crecimiento cercano a 7% anual respecto del 2019. Dicho repunte se dio por mayores precios y volúmenes de venta. En enero y febrero esta tendencia se vio favorecida por el aumento de los envíos agrícolas (gráfico III.2).

GRÁFICO III.2 EXPORTACIONES NOMINALES DE BIENES

(contribución a la variación anual, promedio móvil de 3 meses, porcentaje)



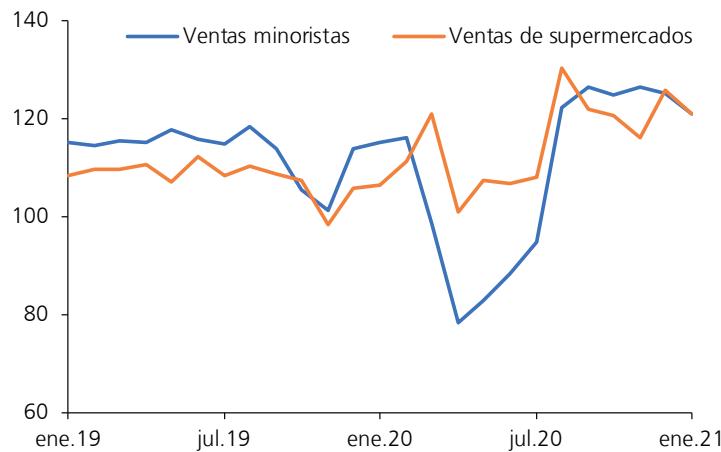
Fuente: Banco Central de Chile.

La dinámica de gasto de los hogares ha sido determinada por las restricciones en la oferta —especialmente de servicios— y las medidas de apoyo a los ingresos y a la liquidez. El consumo privado mostró una fuerte caída en el segundo trimestre del 2020 debido a las restricciones sanitarias, la pérdida de empleos y la elevada incertidumbre sobre la evolución de la pandemia. En el segundo semestre, en la medida que las restricciones fueron reduciéndose y se concretaron varias iniciativas de apoyo a los ingresos y la liquidez, el consumo privado tuvo un repunte significativo. Así, tras caer 22,3 y 9% anual en el segundo y tercer trimestre, respectivamente, en el último trimestre del 2020 esta parte del gasto creció a una tasa anual de 4,1%. El retiro de parte de los fondos previsionales tuvo una incidencia relevante en este resultado, apreciándose a partir de agosto mayores volúmenes de venta en el comercio minorista (IACM), tanto durable como no durable, y en las ventas de supermercados (ISUP) (gráfico III.3). Destacó la fortaleza en la demanda de algunos bienes como automóviles y productos de ferretería, que al conjugarse con problemas logísticos en la importación, ha derivado en el agotamiento de existencias ([Informe de Percepciones de Negocios de febrero, ANAC](#)). Con todo, el consumo del año 2020 se ubicó 6,8 puntos porcentuales por debajo del año anterior. Esta fuerte caída contribuyó a una reversión significativa del saldo de la cuenta corriente, el que pasó de un déficit



de casi 4% en el 2019, a un superávit de 1,4% del PIB en el 2020 (Recuadro III.2). El escenario central considera que durante el 2021 se mantendrá un elevado nivel de consumo de bienes, explicado porque una proporción importante de la liquidez generada por los retiros parciales de fondos previsionales aún no ha sido gastada.

GRÁFICO III.3 VENTAS MINORISTAS Y DE SUPERMERCADOS (1) (2)
(series desestacionalizadas, índice promedio 2014=100)



(1) Series a precios constantes. (2) Ventas minoristas medidas por el índice de Actividad del Comercio al por Menor (IACM) y las de supermercados por el Índice de Ventas de Supermercados (ISUP).

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Las perspectivas de actividad para el año se ven favorecidas por el mejor punto de partida que deja el comportamiento de la economía entre fines del 2020 y comienzos del 2021, el favorable panorama internacional y la positiva evolución del proceso de vacunación. El 2020 cerró con una caída anual del PIB de 5,8%, que se compara con el rango de caída de entre 5,75 y 6,25% previsto en diciembre. Los datos disponibles del primer trimestre, entre ellos el Imacec de enero y las ventas con factura electrónica, apuntan a que este mejor comportamiento de la economía se mantuvo al menos hasta febrero (gráfico III.4). En lo externo, los datos disponibles de actividad y demanda, la evolución del precio de las materias primas y el desempeño de los mercados financieros indican que se ha ido consolidando un mejor panorama para el 2021. La nueva evidencia acumulada sobre la vacunación permite prever que hacia el segundo semestre del año será posible una apertura avanzada de la economía. Adicionalmente, en lo que va del año el Gobierno ha anunciado nuevos subsidios y transferencias por medio de modificaciones a las medidas de apoyo a los ingresos y al mercado laboral ya existentes, entre los que se consideran los anuncios en la semana del cierre del IPoM.

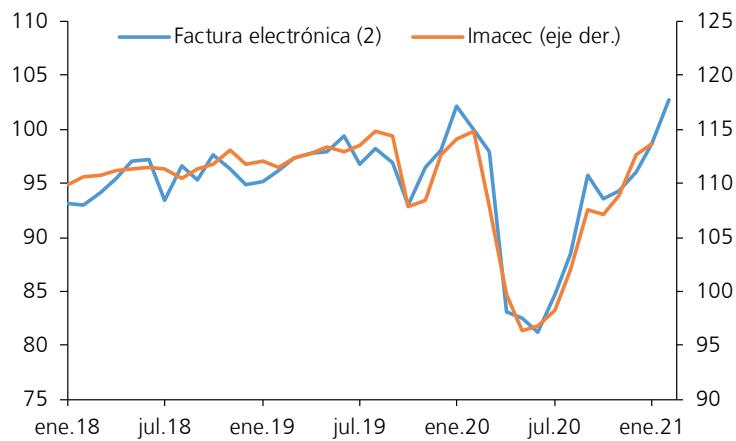
Todo lo anterior se había traducido en una mejora de las expectativas y una corrección al alza de las proyecciones de crecimiento para este año. De este modo, datos obtenidos previo al aumento de la restrictividad del plan Paso a Paso daban cuenta de un menor pesimismo por parte de los consumidores (IPEC) respecto de su situación actual y de mediano plazo, además de un mayor optimismo de las empresas (IMCE). A su vez, las expectativas del mercado para el crecimiento del 2021 han mejorado. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo anticipa un crecimiento de 5,3% para este año (4,7% en diciembre), aunque la dispersión de las respuestas sigue siendo elevada (entre 4,5 y 6,5% para los percentiles 10 y 90), lo que refleja la incertidumbre presente con respecto a la evolución de la economía.

No obstante, el aumento de las restricciones sanitarias decretado durante marzo afectará negativamente a la recuperación de la economía. El empeoramiento de la situación sanitaria en las últimas semanas y los retrocesos que se han adoptado en el plan Paso a Paso llevan a anticipar que la economía retrocederá en el corto plazo. Al cierre estadístico de este IPoM, se había decretado cuarentena total para el 84% de la población nacional —un 24% por sobre el peor momento del 2020— y cuarentena de fin de semana para un 13%



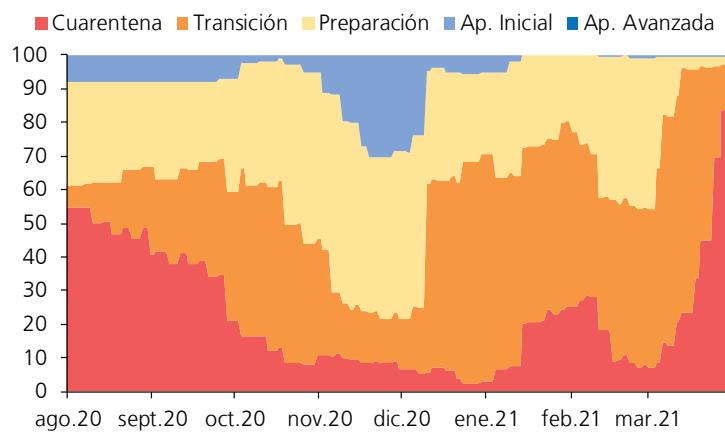
adicional (gráfico III.5). El escenario central supone que el mayor efecto de estas restricciones se producirá a comienzos del segundo trimestre, para luego irse relajando paulatinamente. En todo caso, este será menor a lo observado al comienzo de la pandemia, pues las empresas y hogares han avanzado en la adaptación a las actuales condiciones, las propias restricciones se han adecuado respecto de lo vigente al inicio —más allá de cambios más restrictivos en el margen— y las políticas públicas ya cuentan con un set de herramientas para enfrentar esta situación e ir en ayuda de quienes se vean más afectados.

GRÁFICO III.4 FACTURA ELECTRÓNICA E IMACEC (1)
(índice feb.20=100; índice promedio 2013=100)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Excluye sectores de minería, servicios a la vivienda y administración pública.
Fuentes: Banco Central de Chile y Servicio de Impuestos Internos.

GRÁFICO III.5 PLAN PASO A PASO: POBLACIÓN EN CADA ETAPA (*)
(porcentaje)



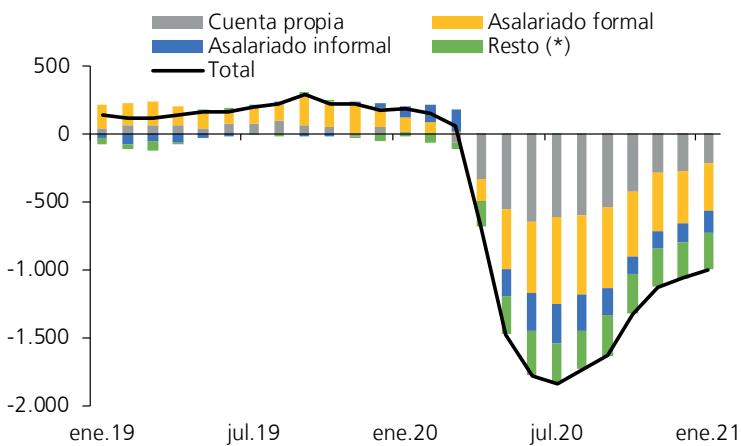
(*) Datos al 30 de marzo.
Fuente: Ministerio de Salud de Chile.

Más allá de lo inmediato, un factor que podría colocar algún freno a la velocidad de la economía es el desempeño del mercado laboral, que no se ha recuperado con el mismo vigor con que lo ha hecho la actividad. Distintas fuentes de información apuntan a que el empleo ha continuado avanzando en los últimos meses, aunque, contrario a lo que sucede con la actividad, su nivel actual aún está lejos de lo que se observaba previo a la pandemia —cerca de 1 millón de empleos por debajo, según datos del INE, aunque el deterioro



es algo menor según otras fuentes (gráfico III.6). En todo caso, destaca que tanto la demanda como la oferta por empleo han mejorado respecto de mediados de año, con índices de avisos laborales de internet que han aumentado y una inactividad que ha disminuido. Respecto de esta última, aunque las razones relacionadas con el Covid-19 han retrocedido, la inactividad se mantiene alta para las mujeres, muchas de las cuales abandonaron el empleo remunerado para dedicarse al cuidado de hijos y familiares.

GRÁFICO III.6 EMPLEO POR CATEGORÍA OCUPACIONAL
(diferencia anual, miles de personas)



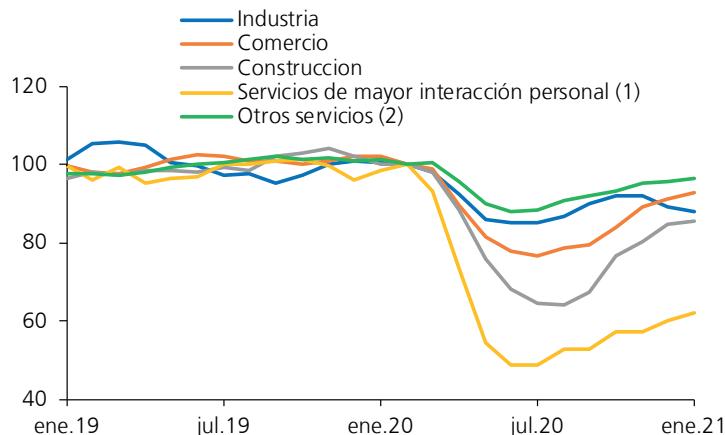
(*) Considera empleadores, servicio doméstico y familiares no remunerados.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Por sectores, la recuperación del empleo ha sido más lenta en los servicios de mayor interacción personal. Actividades como alojamiento, servicios de comidas, artísticas, de entretenimiento y recreativas siguen entre las más afectadas (gráfico III.7). Llama la atención que el sector del comercio, que ha tenido un repunte importante, tampoco reporta una recuperación del mercado laboral en línea con sus niveles de actividad. A enero, las horas efectivamente trabajadas se han recuperado desde su peor valor en junio, pero continúan algo por debajo de lo que registraban antes de la pandemia (-2,5% respecto a enero del 2020).

La inversión ha mostrado una recuperación mucho más lenta que la del consumo, afectada por la elevada incertidumbre sobre el desarrollo de la pandemia y la carga financiera de las empresas. Resalta la baja ejecución de la inversión pública en 2020, afectada por las condiciones sanitarias, al igual que la inversión privada en construcción y obras, a lo que se suman reasignaciones de gasto hacia otras medidas fiscales. En todo caso, en el cuarto trimestre, la formación bruta de capital fijo redujo su contracción anual (-8,9%), principalmente por el mejor desempeño del componente de construcción y obras. En cuanto a las obras de construcción, el catastro de la CBC de diciembre da cuenta de una disminución de la inversión para este año respecto de lo previamente estimado, por la reprogramación de proyectos mineros e industriales, y la salida de proyectos inmobiliarios. Por su parte, la debilidad de maquinaria y equipos se condice con las menores importaciones de bienes de capital durante el 2020. Aunque esta tendencia se ha ido revirtiendo en los últimos registros, su promedio móvil anual aún se ubica en niveles inferiores a los de los últimos diez años (gráfico III.8). La información recopilada en el marco del IPN de febrero da cuenta de que las inversiones siguen focalizadas en la renovación de maquinaria e infraestructura existente y la automatización de procesos. Además, los entrevistados continúan señalando que los proyectos se encuentran afectados por la incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia, la percepción de una demanda insuficiente y el grado de endeudamiento de las empresas (gráfico III.9).



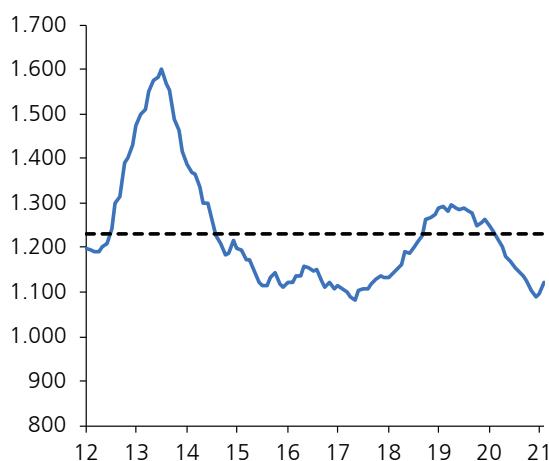
GRÁFICO III.7 EMPLEO POR SECTOR
(índice feb.20=100)



(1) Incluye actividades de alojamiento y servicios de comida; y artísticas, de entretenimiento y recreativas. (2) Incluye actividades financieras y de seguros; inmobiliarias; profesionales, científicas y técnicas; de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa; enseñanza; atención de la salud humana y de asistencia social; otras actividades de servicios; de los hogares como empleadores; y de organizaciones y órganos extraterritoriales.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.8 IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL (*)
(millones de dólares CIF, media móvil 12 meses)



(*) Línea horizontal muestra promedio de los últimos 10 años.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.9 RAZONES PARA NO INVERTIR DURANTE EL 2021 (porcentaje)



Fuente: Encuesta de Percepciones de Negocios de febrero 2021.

El proceso de recuperación de la economía nacional se ha ido consolidando y las perspectivas para este año se han visto beneficiadas por el mejor punto de partida que dejó la economía entre fines del 2020 y comienzos del 2021, el favorable panorama internacional y la positiva evolución del proceso de vacunación. De todos modos, lo inédito de esta situación de pandemia hace que la salida de este episodio esté llena de riesgos. En lo inmediato, la imposición de mayores restricciones sanitarias afectará el proceso de recuperación, previéndose que sea retomado una vez que estas se reduzcan y comiencen a verse con claridad los efectos del plan de vacunación. De todos modos, la evolución epidemiológica sigue siendo incierta, de cara a nuevas oleadas de contagios, nuevas cepas del virus y la forma en que esto podría impactar a las restricciones sanitarias. Asimismo, la recuperación es heterogénea, con sectores más intensivos en interacción social y empleo que muestran el mayor retraso en la recuperación, lo que explica en parte las brechas en el mercado laboral.



RECUADRO III.1:

Impacto de las restricciones sanitarias y adaptación de la economía chilena

El control de la pandemia ha requerido la imposición de restricciones sanitarias voluntarias e involuntarias, lo que ha tenido un efecto significativo en el desempeño de la actividad en el último año. Estas medidas han afectado con distinta intensidad a los sectores económicos, siendo mayor su impacto en aquellos donde la interacción social es más relevante y en aquellos que se encuentran en comunas donde la situación sanitaria ha sido más compleja. El paso del tiempo y el aprendizaje respecto de la pandemia han permitido que estas restricciones se fuesen adaptando y las empresas y hogares aprendieran a operar en pandemia.

Los ajustes en el plan Paso a Paso, la mayor adaptación de empresas y hogares, y el fuerte impulso del consumo desde el tercer trimestre del 2020 implicó que el impacto de las restricciones en la economía fuera disminuyendo con el correr de los meses. Como lo sugieren los datos de fines del 2020 y comienzos del 2021, pese a los retrocesos en el plan Paso a Paso decretados a fines del año pasado, la actividad logró sostener el proceso de recuperación que había iniciado a mediados de año. De hecho, su desempeño fue superior a lo previsto y explica en parte importante la revisión al alza de la proyección de crecimiento para este año. Con todo, el endurecimiento reciente de las restricciones implicará un efecto negativo en la economía, que será especialmente visible en abril. Su magnitud, en todo caso, será inferior a la observada en el 2020, por la ya mencionada adaptación y porque las políticas públicas ya cuentan con un set de herramientas para enfrentar esta situación e ir en ayuda de los más afectados. Este Recuadro documenta la relación entre la actividad y las restricciones sanitarias, describiendo su evolución entre sectores económicos.

Evolución de las restricciones sanitarias en el último año

A comienzos de marzo del 2020 se identificaron los primeros casos de Covid-19 en Chile. La enfermedad se expandió rápidamente, y ya para mediados de ese mes se comenzaron a dictaminar una serie de medidas para restringir el desplazamiento y reducir la interacción social. Entre estas se decidió la suspensión de clases, el cierre de restaurantes, hoteles y gimnasios, del comercio no esencial y se produjo un masivo traslado hacia el teletrabajo para aquellas personas que podían realizar así sus labores. Ya para fines de marzo se comenzaron a decretar cuarentenas en varias comunas del país, y al cierre del segundo trimestre se contaba con más de la mitad de la población nacional en confinamiento total, cifra que subió a 60% durante julio.

En la medida que transcurrió el año, la autoridad realizó modificaciones a las restricciones, estableciendo en julio del 2020 el plan "Paso a Paso" (plan PP). Dicho plan contempla distintas fases de restricción para cada comuna, yendo desde la más estricta (fase 1, equivalente a una cuarentena total) a la más abierta (fase 5, donde todos los sectores pueden funcionar, aunque sujeto a protocolos sanitarios y con restricciones de aforo en algunos casos). Esto permitió que, bajo ciertas condiciones de aforo, se autorizara la vuelta al funcionamiento de actividades de alta interacción social, como los restaurantes, hoteles y gimnasios. Con el paso del tiempo, las restricciones de cada fase del plan PP también fueron modificadas, permitiéndose que algunos sectores operaran incluso en cuarentena. Esta medida fue especialmente relevante para la construcción privada. En las últimas semanas, ante el fuerte aumento de los contagios, algunas de estas medidas han sido revertidas.



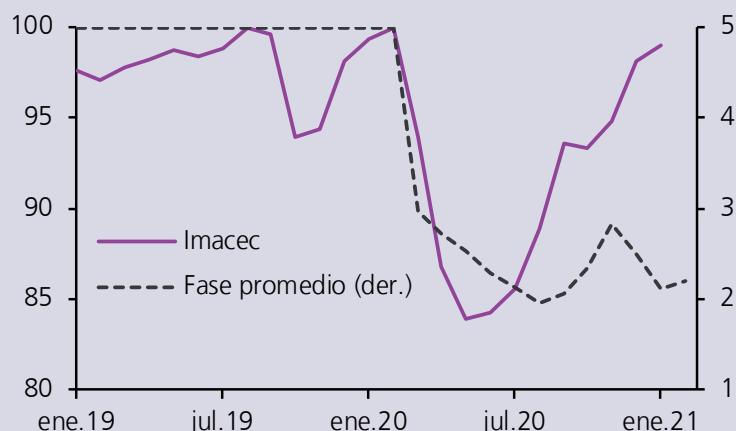
Adaptación de las empresas y hogares

La necesidad de mantener la distancia social y cumplir con las restricciones sanitarias impuestas, obligó a empresas y personas a desarrollar una serie de adaptaciones en su vida diaria. Ejemplos hay muchos. La suspensión de clases a mediados de marzo llevó a que un número importante de colegios adaptara sus actividades para desarrollarlas de modo remoto, modalidad en la que funcionaron durante el resto del año. El año escolar 2021 comenzó al mismo tiempo para todos los colegios, con una gran cantidad de ellos utilizando un sistema híbrido de clases presenciales y remotas. Otro sector que ha mostrado una significativa adaptación ha sido el comercio. La pandemia ha impulsado fuertemente el canal de ventas online, lo que incluye el desarrollo de plataformas tecnológicas y canales de distribución. Diversos estudios dan cuenta de cómo ha aumentado la cobertura y utilización de estos servicios por parte de la población^{1/}. En todo caso, para algunos sectores esta adaptación ha sido mucho más compleja. Ya sea por el tipo de labor que desarrollan o las condiciones socioeconómicas de las familias, existe un grupo de actividades y personas que no ha logrado del todo adaptarse a las condiciones de funcionamiento en pandemia.

Restricciones y actividad económica

Para analizar la relación entre el grado de restricciones sanitarias y la evolución de la actividad, se toma como referencia un indicador que refleja la fase promedio del plan PP en que se encontraba el país^{2/} y el comportamiento del Imacec descontada estacionalidad (gráfico III.10). Los datos muestran que tras el inicio de las restricciones en marzo del 2020 se produjo un movimiento a la par entre mayores restricciones y menor actividad. Esta relación se rompió hacia mediados de año, cuando comienza a operar el plan PP y se va produciendo la paulatina adaptación de empresas y hogares. De hecho, la recuperación económica se inició en el momento de mayor restricción del 2020, y los cambios decretados entre diciembre y enero parecen haber tenido un impacto menor.

**GRAFICO III.10 POBLACIÓN POR FASE DE PLAN PASO A PASO (TOTAL PAÍS) E IMACEC
(serie desestacionalizada, índice feb.20=100; fase)**



Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas y Ministerio de Salud de Chile.

^{1/} Este proceso de adaptación es un fenómeno común a varias economías. Como lo destaca [Bertinatto et al. \(2020\)](#), la revisión de la evidencia internacional muestra que la caída de la actividad durante el primer semestre fue mayor en países con mayores restricciones y donde el comportamiento precautorio por parte de las personas fue mayor. Estas relaciones fueron, sin embargo, perdiendo relevancia a través del tiempo.

^{2/} Las fases son "Cuarentena" (fase 1), "Transición" (fase 2), "Preparación" (fase 3), "Apertura Inicial" (fase 4) y "Apertura Avanzada" (fase 5). El periodo previo a marzo es homologado como "Apertura Avanzada". Para el periodo entre marzo y julio, previo al plan Paso a Paso, se consideran solo dos fases: "Cuarentena", y sin cuarentena se homologa como "Preparación".



A nivel sectorial³/ se observa una afectación general al comienzo de la pandemia, que en varios rubros se modifica a partir de mediados del 2020, probablemente ligados a los mismos factores que se mencionan antes (gráfico III.11). En el caso del comercio, que tiene un aumento importante a fines del tercer trimestre, se debe agregar el shock de liquidez que implicaron los retiros de fondos previsionales. En el caso de la construcción, el repunte es más rezagado pues la prohibición que la construcción privada operara en cuarentena solo fue levantada en la última parte del año. En todo caso, resalta que existe un efecto negativo entre mayores restricciones y las ventas, que es particularmente importante al pasar de la fase 2 a la fase 1 (ver [Briones et al. \(2021\)](#)). Este resultado es relevante dadas las restricciones recientemente impuestas.

**GRAFICO III.11 POBLACIÓN POR FASE DE PLAN PASO A PASO (TOTAL PAÍS) Y VENTAS CON FACTURA ELECTRÓNICA REALES (1)
(serie desestacionalizada, índice feb.20=100; fase)**

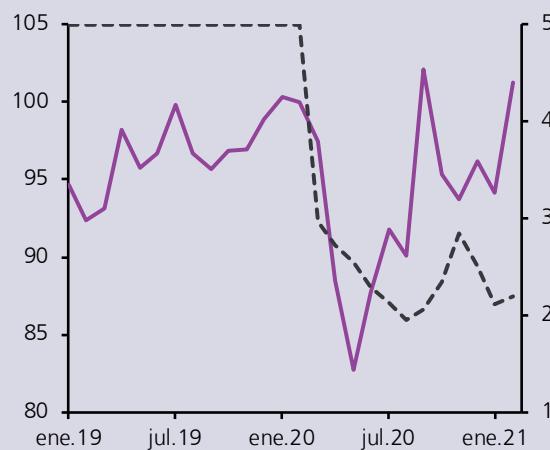
(a) Comercio (2)



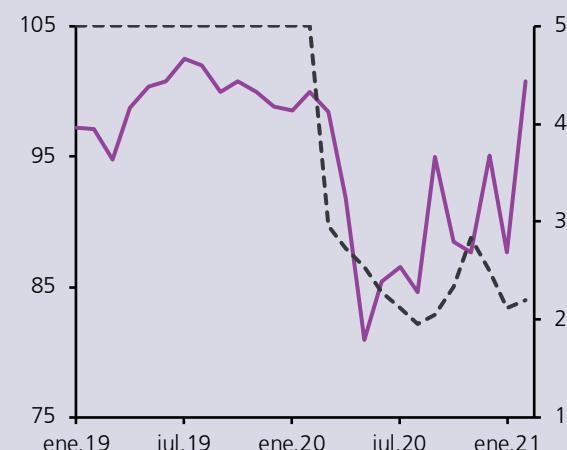
(b) Construcción



(c) Industria



(d) Servicios empresariales



— Ventas — Fase promedio (eje derecho)

(1) Las ventas son deflactadas con el IPC. (2) Incluye restaurantes y hoteles.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio de Salud de Chile, y Servicio de Impuestos Internos.

³/ [Briones et al. \(2021\)](#) presenta un análisis econométrico que explota la variación temporal y regional de las restricciones y las ventas agregadas y sectoriales.



Briones *et al.* (2021) también presenta resultados a nivel geográfico, en los que se observa una mayor heterogeneidad relacionada con el momento en que cada macrozona del país enfrentó su respectivo *peak* de contagios y restricciones durante el 2020. Así, mientras que la Región Metropolitana vivió las mayores restricciones entre junio y agosto, en las macrozonas^{4/} Norte y Centro, esto ocurrió en torno a septiembre y con nuevos aumentos a principios del 2021. Resalta también que en las macrozonas Sur y Austral, la recuperación ha sido más lenta, lo que podría explicarse por una mayor dificultad para adaptarse por factores territoriales, como los mayores costos relacionados a la logística y envíos en las zonas extremas.

Conclusión

El análisis de la relación entre restricciones sanitarias y actividad económica muestra que se ha reducido su impacto respecto de inicios de la pandemia. En esto se conjugan la evolución propia de las restricciones, la adaptación de las empresas y hogares y el fuerte impulso que recibió el consumo desde la segunda mitad del 2020. Pese a esto, se prevé que los retrocesos recientes en el plan PP tendrán un impacto negativo en la actividad, pues el efecto de pasar a la fase más restrictiva (fase 1), es bastante más alto que el de estar en la fase inmediatamente superior. En todo caso, el impacto será más acotado que lo observado en el 2020, por las mismas razones de adaptación y porque las políticas públicas ya cuentan con un set de herramientas para enfrentar ir en ayuda de los más afectados. Por cierto, la magnitud final del impacto dependerá de que las fases más restrictivas no se mantengan por períodos prolongados, lo que está sujeto a factores sanitarios.

^{4/} Las macrozonas siguen la definición del Ministerio de Ciencia, Tecnología, Conocimiento e Innovación (DS 7 de la Ley 21.105).



RECUADRO III.2:

Ajuste de la cuenta corriente durante la crisis del Covid-19

Después de casi una década con saldos negativos, durante el 2020 la cuenta corriente de Chile registró un superávit de US\$3.370 millones, equivalente a 1,4% del PIB¹/ (gráfico III.12). Esta fuerte corrección respecto del déficit de 3,7% del PIB del 2019 se encuentra entre las más agudas de países emergentes en este período. Este Recuadro examina la composición y las particularidades de este ajuste, mostrando que el aumento del ahorro y la disminución de la inversión que provocaron la reversión de la cuenta corriente estuvieron relacionados, mayormente, con: (i) restricciones a la movilidad que afectaron al consumo; (ii) un comportamiento precautorio asociado a la mayor incertidumbre y rápido deterioro del mercado laboral; (iii) hogares y empresas que enfrentaron restricciones de liquidez significativas durante los primeros meses de la pandemia; y (iv) con el significativo aumento del precio del cobre observado hacia fines del 2020. No hay evidencia que vincule la variación de la cuenta corriente con restricciones de financiamiento externo, algo usual en este tipo fenómenos. Desde una perspectiva comparada, reversiones de la cuenta corriente durante la crisis del Covid-19 fueron menos comunes en países desarrollados, probablemente por la existencia de una red de seguridad social más extendida que ayudó a una expansión más rápida de las transferencias fiscales, contribuyendo a sostener mayores niveles de gasto agregado.

GRAFICO III.12 AHORRO NACIONAL E INVERSIÓN
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

¹/ A fines del 2019, se preveía una reducción del déficit de la cuenta corriente para el 2020 —a niveles cercanos a cero— basado en la débil demanda interna que se esperaba para el año ([Recuadro V.2 del IPoM de diciembre 2019](#)).



Balance ahorro-inversión

La cuenta corriente es igual a la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión. El ahorro nacional, por su parte, es igual a la diferencia entre el ingreso nacional bruto disponible y el consumo. Tanto el ahorro como la inversión pueden desagregarse entre sus componentes privados y públicos. Desde esta perspectiva, el incremento del ahorro nacional responde principalmente a un importante aumento del ahorro del sector privado y a una caída de la inversión de las empresas, sin que fuera acompañado de un incremento equivalente del déficit fiscal (ahorro público menos inversión pública) (gráficos III.13 y III.14). Esto se explica porque las restricciones sanitarias imposibilitaron tanto el consumo de bienes y servicios como el desarrollo de proyectos de inversión, mientras el fuerte aumento de la incertidumbre incentivó un comportamiento precautorio de hogares y empresas. A ello se le suman las dificultades al acceso al financiamiento local y a las transferencias fiscales a inicios de la pandemia. Esta situación se revirtió durante la segunda parte del año, a través de programas de crédito para capital de trabajo^{2/}, el acceso a los ahorros previsionales, y los bonos y subsidios a hogares correspondientes a transferencias de gobierno^{3/}. Aun así, se estima que el ahorro privado aumentó en torno a 6,5 puntos porcentuales (pp) del PIB entre el 2019 y 2020 (gráfico III.13), mientras que la inversión privada no minera disminuyó del orden de 3pp del PIB en el mismo lapso (gráfico III.14).

GRAFICO III.13 AHORRO POR AGENTE ECONÓMICO (1)
(porcentaje del PIB)

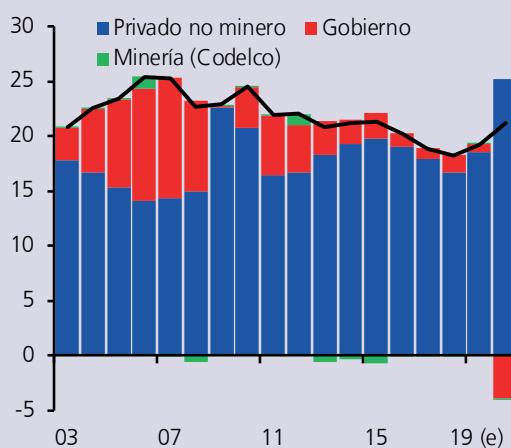
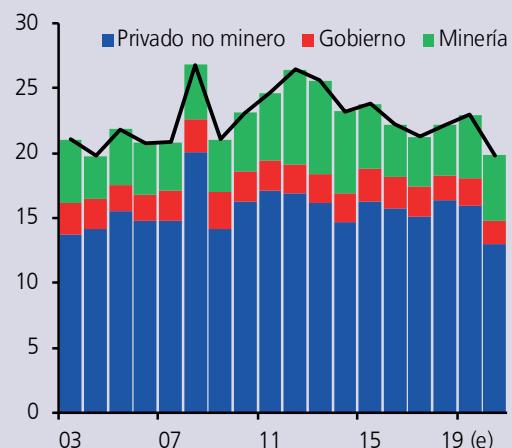


GRAFICO III.14 INVERSIÓN POR AGENTE ECONÓMICO (2)
(porcentaje del PIB)



(1) Para Codelco se ocupan las utilidades retenidas, calculadas como la diferencia anual de las ganancias/pérdidas acumuladas en base a sus estados contables. (2) Para la inversión de minería se utiliza la FBCF de minería. En términos anuales, hasta el 2017 corresponde a información publicada en la matriz de inversión por actividad económica. La estimación para el 2018, 2019 y 2020 se basa en estados financieros (planta y equipos). (e) Estimación.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} Los ingresos además se vieron favorecidos por transferencias y subsidios del gobierno y rebajas de impuestos.

^{3/} Los retiros parciales de los fondos de pensiones son neutros al ahorro de los hogares ya que solo implican un cambio de un activo ilíquido por uno líquido. Si los hogares motivados por ese cambio de composición deciden consumir más, entonces su ahorro disminuye ya que sus ingresos laborales y rentas de la propiedad netos de impuestos/transferencias no han cambiado.



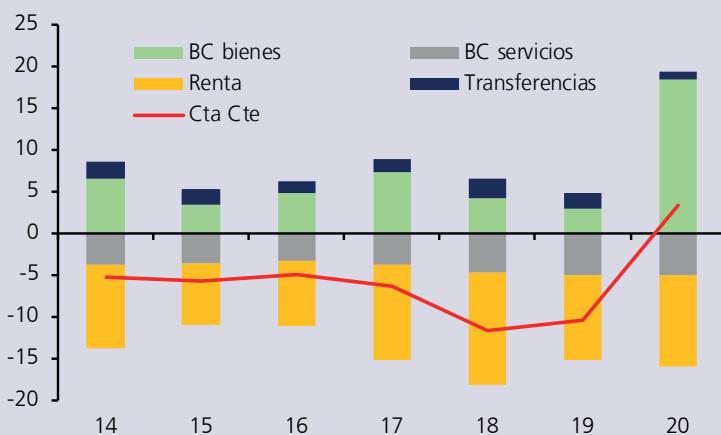
El sector público, por su parte, aumentó su gasto corriente en torno a 14,5% real respecto del año 2019. En un contexto de menores ingresos —pese a la mejoría en el precio del cobre observada hacia fines de año—, esto generó una caída del ahorro de gobierno desde cerca de 0,7% del PIB en el 2019 a -3,9% en el 2020. No obstante, dada la magnitud del crecimiento del ahorro privado y los límites impuestos por el tamaño del sector público en la economía, la caída del ahorro público ejerció una compensación solo parcial^{4/}.

Balanza comercial y pago neto a los factores externos

Respecto de las transacciones con el resto del mundo, la cuenta corriente del 2020 reflejó, principalmente, un superávit de la balanza comercial de bienes, marginalmente compensado por el déficit asociado a las utilidades devengadas de la inversión extranjera en Chile y la balanza comercial de servicios (gráfico III.15).

Al contrario de lo esperado al comienzo de la pandemia^{5/}, la demanda mundial por exportaciones de bienes chilenos no se vio significativamente afectada. La industria del cobre enfrentó varios desafíos a lo largo del año debido a las restricciones del Covid-19 y los contagios dentro de las operaciones, pero logró mantener la continuidad y un volumen de exportaciones similar al del año pasado, beneficiada de mayores precios. Los envíos industriales, si bien se redujeron en valor, aumentaron en términos de volumen, por una mayor demanda externa de manufacturas alimenticias desde China, EE.UU. y Europa. Este mejor comportamiento de las exportaciones ayudó a mitigar la significativa caída de los ingresos observada durante el 2020.

GRAFICO III.15 CUENTA CORRIENTE
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

^{4/} El 19 de abril se publicarán las Cuentas Nacionales por Sector Institucional (CNSI) del cuarto trimestre del 2020, junto con las revisiones de cifras anteriores. Esto permitirá una mejor comprensión de las variaciones del ahorro y la inversión de los distintos agentes. Los datos al tercer trimestre muestran que el ahorro privado aumentó tanto para empresas no financieras —impulsado por las rentas de la producción, menores rentas distribuidas y un menor pago de impuestos— como para los hogares. Se espera que los datos del cuarto trimestre muestren una disminución en el ahorro de los hogares, recogiendo el aumento del consumo observado en ese período, financiado por los retiros parciales de los ahorros previsionales.

^{5/} Ver [IPoM de marzo 2020](#).



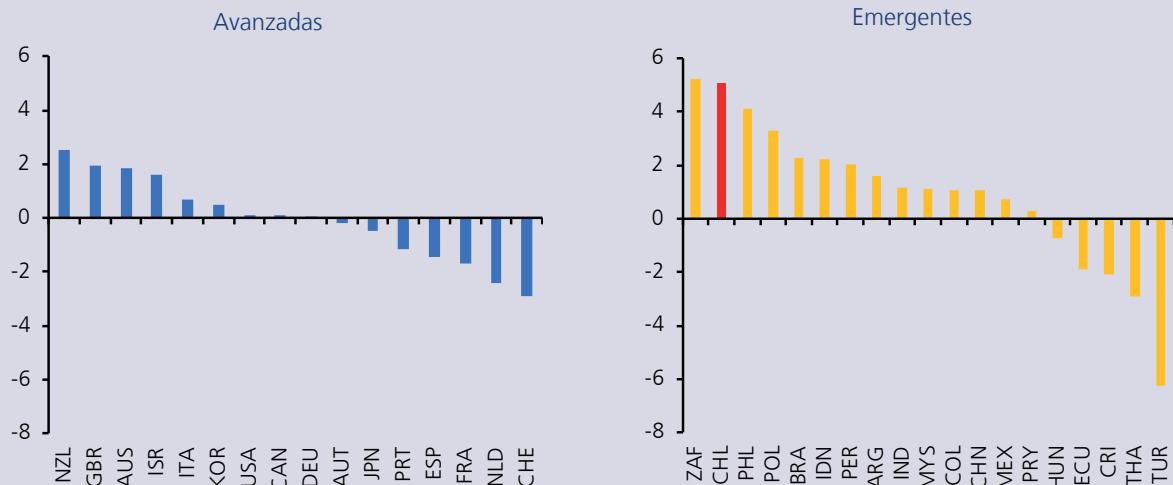
El precio del cobre, por su parte, tuvo una evolución favorable en el curso del año, lo que contrasta con otros episodios recesivos. Es así como tras inicios de la pandemia, el precio retrocedió desde niveles en torno a US\$2,7 la libra, a valores más cercanos a US\$2,2. Luego, en la medida que la recuperación global se fue afianzando, el precio inició una escalada que lo ubica en torno a los US\$4 la libra en lo más reciente.

En línea con las caídas del consumo y la inversión ya comentadas, las importaciones de bienes de consumo durable y semi-durable y de productos energéticos —particularmente petróleo y diésel— se vieron muy afectadas por las restricciones a la movilidad, y la mayor incertidumbre de hogares y empresas. En las internaciones de bienes de capital y resto de bienes intermedios, la caída fue más moderada. Esto reafirma la idea que el descenso se debió a temas de incertidumbre y menor movilidad. La balanza comercial de servicios^{6/} y la renta neta de la inversión directa mantuvo niveles similares a los del año previo.

Comparación internacional

Dentro del contexto internacional, medida como porcentaje del PIB, la reversión de la cuenta corriente chilena se encuentra dentro de las mayores. Esto, considerando que dichas reversiones fueron más frecuentes y de mayor magnitud en países emergentes que en desarrollados (gráfico III.16). Existen múltiples razones que podrían explicar los distintos grados de ajuste en cada país. Se puede destacar la intensidad de las cuarentenas que dificultaron el consumo y la inversión; el acceso a fuentes de financiamiento local para suavizar el impacto de la disminución de los ingresos; el timing e intensidad de las transferencias fiscales a hogares y empresas más afectadas; el peso relativo de los sectores más afectados por las restricciones sanitarias; la composición del comercio exterior; y el comportamiento de los términos de intercambio. Tradicionalmente, el acceso a financiamiento externo ha sido un determinante crucial del ajuste externo, en esta oportunidad, como se discute en el Capítulo I, las condiciones financieras externas han permanecido muy holgadas para la mayoría de los países, en parte importante por la gran expansividad de las políticas monetarias en las economías más desarrolladas.

GRAFICO III.16 CAMBIO EN LA CUENTA CORRIENTE 2019-2020
(porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

^{6/} Las exportaciones e importaciones de servicios cayeron en proporciones similares, incididas, principalmente, por el componente de viajes y, en menor medida, por los servicios de transporte aéreo y arrendamiento operativo de naves aéreas.



Financiamiento externo

El financiamiento externo evolucionó de manera muy diferente respecto de crisis de balanza de pagos o *sudden stops*, como, por ejemplo, la crisis financiera global. Mientras en este tipo de casos las restricciones al crédito externo paralizan el flujo financiero local, obligando a un importante ajuste del gasto, en el 2020 el ajuste respondió a la mayor incertidumbre, a las medidas sanitarias y las restricciones al crédito interno para ciertos grupos. La cuenta financiera de la balanza de pagos, por el lado de los pasivos, muestra que la inversión extranjera directa fue similar al promedio 2017-2019 y obedeció a aportes de capital y reinversión de utilidades, realizados principalmente en el sector empresas. Aunque la inversión en cartera (títulos de participación y de deuda) fue algo menor a su promedio 2017-2019, sobrepasó a la del 2018, fruto de emisiones de bonos tanto de empresas como del gobierno. Más aún, las condiciones financieras fueron, en general, favorables, con un stock de crédito bancario que fue contracíclico, y tasas de interés que se mantuvieron bajas en perspectiva histórica. Además, el tipo de cambio real (TCR) se apreció durante el 2020, contrario a lo que ocurre en episodios de *sudden stops*.

Al cierre del 2020, la [posición de inversión internacional \(PII\) neta](#)^{7/} disminuyó su saldo deudor, principalmente, por la reducción de la posición pasiva de los bancos, producto de los pagos de préstamos a no residentes. El stock de activos de los fondos de pensiones se revalorizó, dado el buen rendimiento de las bolsas internacionales. Este efecto más que compensó los montos liquidados en títulos internacionales producto del retiro de fondos previsionales. Los activos en el exterior aumentaron, por inversiones del sector empresas no financieras y hogares. En sentido contrario, el gobierno registró un deterioro en su posición neta por la venta de activos en el exterior. Cabe resaltar que la cuenta de errores y omisiones presentó un nivel relativamente elevado en el 2020, lo que dificulta un entendimiento más acabado de cómo la contraparte financiera, a nivel de agentes económicos, cuadra con la dinámica observada en la balanza comercial.

Conclusiones

La evolución reciente de la cuenta corriente responde al tipo de *shock* que enfrentó la economía chilena por la pandemia. El importante aumento del ahorro privado más que compensó la caída del ahorro de gobierno. Este comportamiento se explica por el fuerte ajuste del consumo en la primera mitad del año, denotando un comportamiento precautorio, pero también forzado por las restricciones y logística de abastecimiento, así como posiblemente por restricciones al financiamiento interno por la mayor percepción de riesgo de crédito. De todas formas, el ajuste difiere mucho de un episodio de crisis de balanza de pagos, con un TCR que se apreció y una reducción del costo de fondeo. El escenario central de este IPoM prevé una fuerte recuperación del consumo privado y un repunte de la inversión en todos sus componentes para el 2021, lo que redundará en que la cuenta corriente vuelva a mostrar un déficit, estimado en torno a 1% del PIB.

^{7/} La PII es el balance general de los activos y pasivos financieros de la economía frente al resto del mundo, y su diferencia entre un período y otro, no corresponde sólo a las transacciones (cuenta financiera) ocurridas en el intertanto, sino también, a las revalorizaciones (precio y tipo de cambio) y otras variaciones.



IV. PRECIOS Y COSTOS

La inflación anual sigue en cifras en torno a 3%, aunque mes a mes se registran vaivenes importantes explicados en buena parte por el comportamiento de los precios volátiles y el impacto de las restricciones de oferta ante una demanda que aumentó con fuerza para cierto tipo de bienes. En el corto plazo, estos factores seguirán siendo relevantes para la dinámica inflacionaria, aunque con intensidad menor que la vista previamente, esperándose que la inflación anual aumente de forma transitoria hasta cifras cercanas a 4% en los próximos meses. En este comportamiento jugará un rol importante la evolución de los precios de los combustibles en el mercado externo, que no solo han aumentado en los últimos meses, sino que además se enfrentan con una baja base de comparación de mediados del 2020. Por otra parte, el componente subyacente de la inflación enfrentaría presiones más acotadas que en los meses previos por el efecto del traspaso de la apreciación cambiaria a bienes y el impacto de las restricciones de oferta en los servicios, previéndose que la inflación subyacente se reduzca a 2,6% hacia fines de este año. A mediano plazo, las presiones inflacionarias siguen alineadas con la meta de 3%, y se proyecta que los factores puntuales de oferta irán desapareciendo, al mismo tiempo que la economía cerrará las holguras de capacidad hoy presentes.

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA INFLACIÓN¹

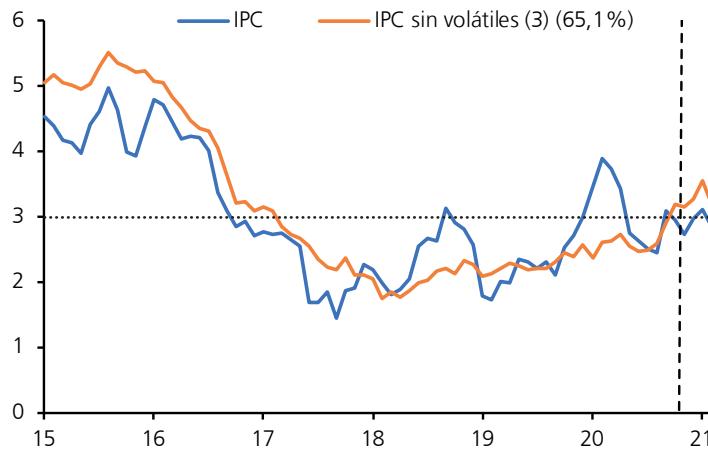
La inflación total se ha ubicado en torno a 3% en los últimos meses, con una variabilidad mes a mes mayor que la habitual en algunos ítems (gráfico IV.1). Entre diciembre y febrero, la inflación acumuló un aumento de 1,2 puntos porcentuales (pp), anotándose más de la mitad de ella en enero (0,7pp), mes en que la inflación total subió a 3,1% anual. Las incidencias acumuladas en este lapso muestran que la inflación siguió siendo impulsada por los precios de los bienes. A esto se añadieron las mayores contribuciones de la energía y de los alimentos, particularmente frutas y verduras en enero. Por el contrario, los precios de los servicios se mantuvieron débiles, con algunos de ellos que aún no pueden ser medidos dadas las restricciones impuestas por la pandemia. Respecto de lo proyectado en diciembre, la inflación total se ubica por sobre lo previsto, explicada por un aumento superior a lo esperado del componente volátil, especialmente de los combustibles y las frutas y verduras. La inflación subyacente no muestra mayores diferencias con lo proyectado.

Los importantes vaivenes de los registros mensuales de algunos ítems han reflejado el impacto de una oferta que no ha seguido su patrón habitual, de *shocks* significativos sobre el ingreso de los hogares y de las restricciones de funcionamiento asociadas al Covid-19. Desde el inicio de la pandemia, las cifras de inflación mensual de algunos productos han evidenciado desviaciones respecto de su comportamiento promedio, lo que ha hecho que algunos registros sean bastante distintos de lo esperado en el corto plazo (gráfico IV.2). Esto responde, en cierta medida, a las disruptivas de oferta en los mercados de bienes y servicios. En el caso de los primeros, los problemas de inventarios, atribuibles a temas de producción y/o logísticos, han seguido ejerciendo presión sobre algunos precios, mientras que en otros se han atenuado. En tanto, en los servicios, las restricciones de funcionamiento han impedido la reanudación parcial o total de determinados rubros. Como lo señala la [separata técnica emitida por el INE](#) junto al IPC de febrero, la imputación general de precios es algo mayor a la que había al cierre estadístico del último IPoM. Las tasas más altas de imputación efectuadas por el INE continúan en las divisiones de Restaurantes y hoteles y Recreación y cultura.

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

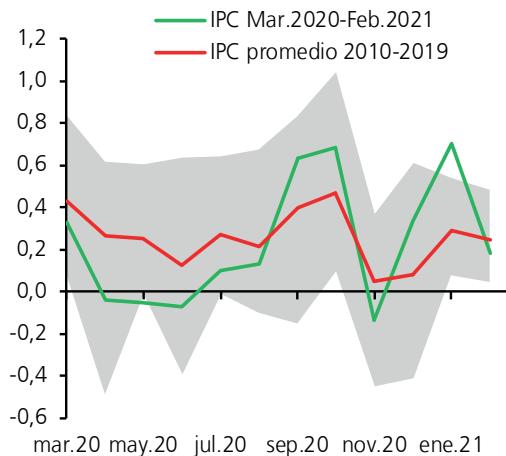


GRÁFICO IV.1 INDICADORES DE INFLACIÓN (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

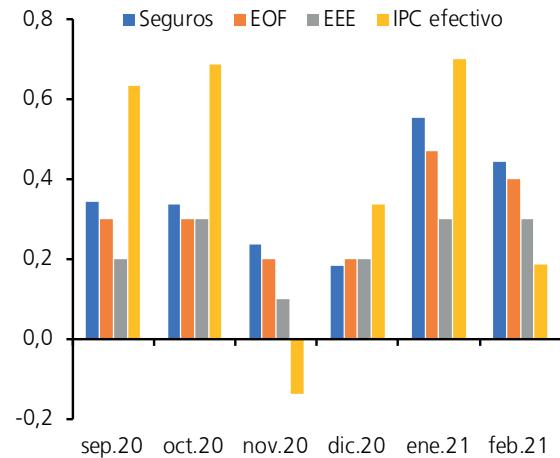


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2020. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#) y [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#).
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.2 IPC MENSUAL (1)
(variación mensual, porcentaje)



IPC: EXPECTATIVAS DE MERCADO Y DATOS EFECTIVOS (2)
(porcentaje)



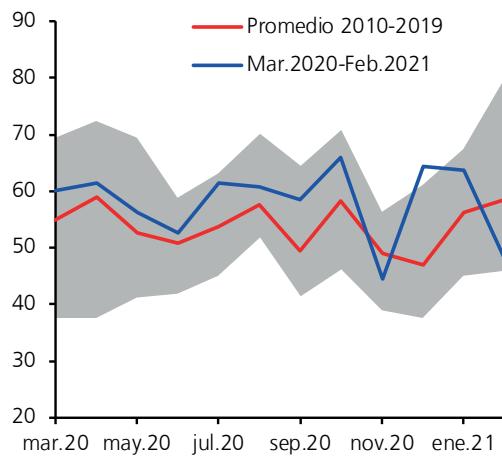
(1) Área gris indica el rango de máximos y mínimos mensuales para el período 2010-2019. (2) Se considera el último dato disponible previo a la publicación del IPC del mes correspondiente.
Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Tradition Chile.



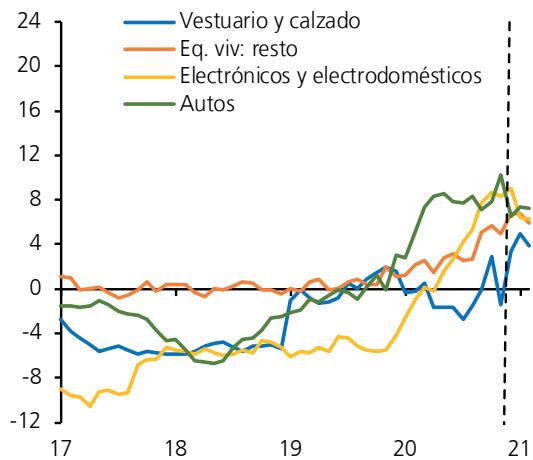
Los precios de los bienes continuaron siendo el principal impulsor de la inflación, en un contexto de **alta demanda y restricciones de oferta que aún no son resueltas en su totalidad**. El aumento de la liquidez disponible de los hogares en la segunda mitad del 2020 ha sostenido la alta demanda de varios productos importados, en particular en rubros como la tecnología y los automóviles. Las restricciones de oferta y la baja disponibilidad de inventarios en algunos de ellos, provocó alzas significativas de sus precios en algunos meses del 2020^{2/} (gráfico IV.3). A febrero, la inflación subyacente de bienes se ubicó en 4,6% anual (4,4% en noviembre).

Si bien parte de las existencias se ha recuperado, en sincronía con un aumento de las importaciones de productos como automóviles, electrónicos y electrodomésticos, los problemas de oferta aún persisten en algunos mercados (gráfico IV.4). En tanto, la apreciación del peso desde diciembre ha restado presión sobre los precios de algunos bienes. Se espera que las presiones inflacionarias sobre estos sigan disminuyendo en los próximos meses a medida que la economía vaya retomando su comportamiento habitual y se complete el traspaso de la apreciación cambiaria a los precios.

GRÁFICO IV.3 BIENES SUBYACENTES: PORCENTAJE DE PRODUCTOS CON VARIACIÓN MENSUAL POSITIVA (1) (porcentaje)



EJEMPLOS DE BIENES AFECTADOS POR LA ALTA DEMANDA (2) (3) (variación anual, porcentaje)



(1) Área gris indica el rango de máximos y mínimos mensuales para el período 2010-2019. (2) Muestra la evolución de los índices de precios del IPC de las agrupaciones de bienes seleccionadas. (3) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2020.

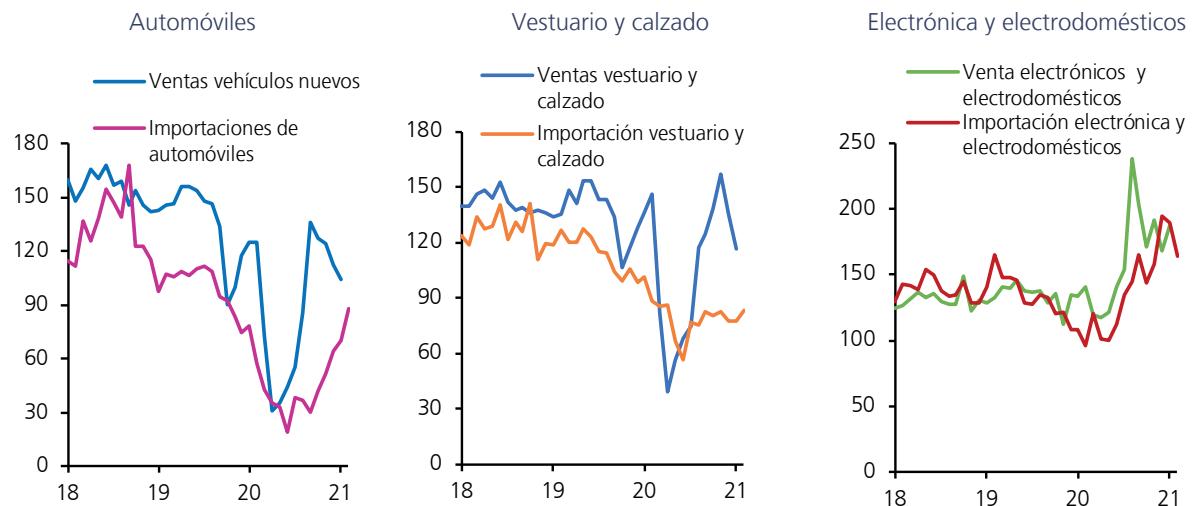
Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación de servicios sigue acotada, en medio de una recuperación de la actividad que ha sido más lenta en estos rubros, y restricciones a la movilidad y al funcionamiento de los negocios que mantienen vigentes las imputaciones de precios. Al igual que en gran parte del año 2020, los servicios siguen debilitados y afectados por los retrocesos en el plan Paso a Paso que han impedido la reanudación parcial o total de algunos sectores. Así, la cantidad de productos con variaciones mensuales positivas permanece baja en perspectiva histórica (gráfico IV.5). En suma, la variación anual de la inflación subyacente de servicios se ubicó en 2,2% en febrero (2,3% en noviembre).

^{2/} Ver Recuadro IV.1 del IPoM de diciembre 2020.



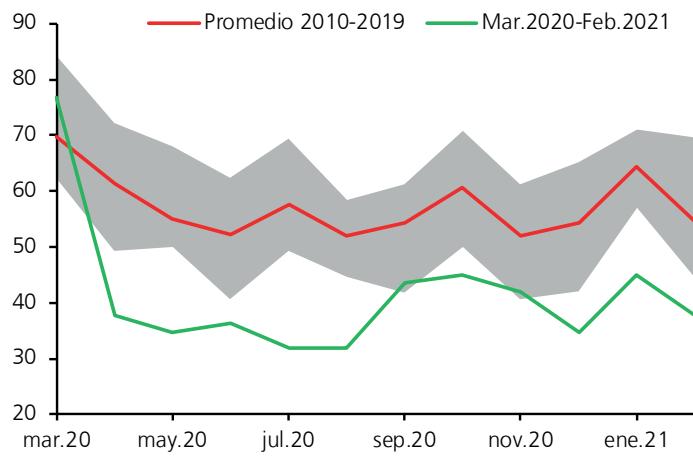
GRÁFICO IV.4 VENTAS E IMPORTACIONES REALES (*)
(índice promedio 2014=100, serie desestacionalizada)



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

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

GRÁFICO IV.5 SERVICIOS SUBYACENTES: PORCENTAJE DE PRODUCTOS CON VARIACIÓN MENSUAL POSITIVA (*)
(porcentaje)

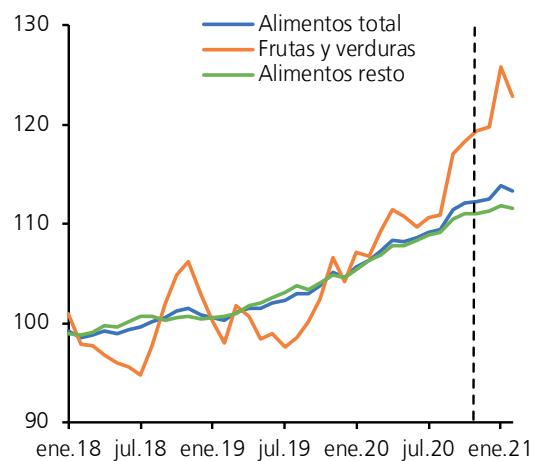


(*) Área gris indica el rango de máximos y mínimos mensuales para el período 2010-2019.
Fuente: Banco Central de Chile.

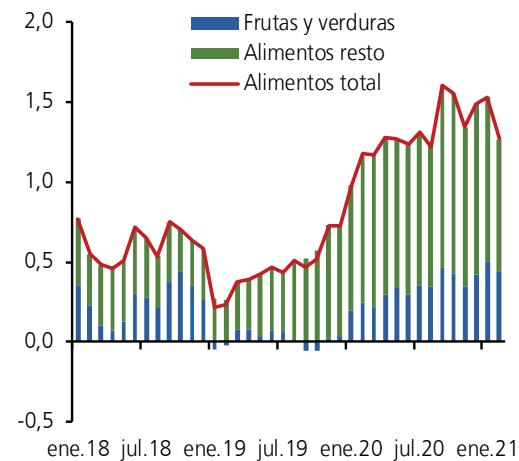


Los precios de los alimentos muestran en la punta una reversión parcial de los incrementos que tuvieron durante el último año, aunque continúan con una alta incidencia en la inflación anual. En particular, resalta la subida sostenida de los precios de las frutas y verduras en el último año y que, luego de ubicarse en los máximos de sus patrones históricos en diciembre del 2020 y enero del 2021, se devolvieron parcialmente en febrero (gráfico IV.6). Detrás de esta alza se suman varios factores, algunos más transitorios derivados de la pandemia, como las restricciones logísticas y la mayor demanda que se ha observado en este período, y otros más estructurales, como la sequía y sus efectos sobre la producción. El resto de los alimentos también acumuló una inflación positiva en los últimos meses, aunque su incidencia en los registros anuales no ha variado significativamente. Esto ocurre en un contexto en que la pandemia también ha provocado algunas disrupciones en la producción y exportación a nivel global. Además del surgimiento de mayores impulsos a la demanda, como el proceso de recuperación económica mundial y, en específico, la mayor demanda de China, que ha presionado los precios internacionales al alza. En febrero, el índice de alimentos de la FAO continuó aumentando y alcanzó un crecimiento anual de 16,7%. En el agregado, la inflación de alimentos tuvo una variación anual de 6,5% en febrero (6,8% en noviembre).

GRÁFICO IV.6 IPC ALIMENTOS (*)
(índice, base 2018=100)



INCIDENCIAS DE ALIMENTOS EN LA INFLACIÓN ANUAL
(puntos porcentuales)



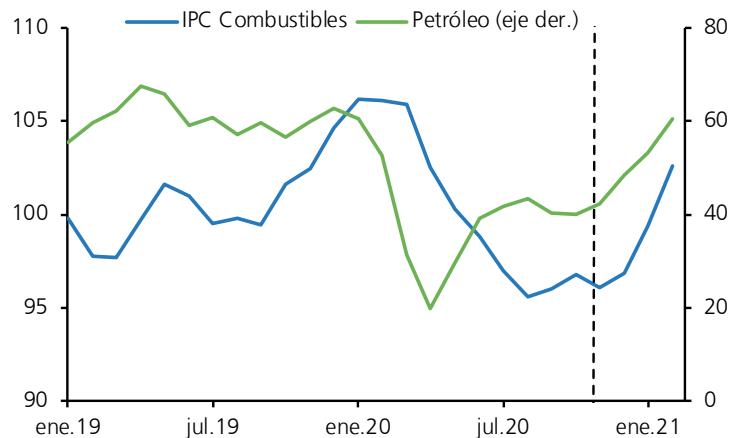
(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2020.

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

La inflación ligada a la energía ha ido aumentando, en concordancia con la recuperación de los precios a nivel externo. El precio del petróleo ha tenido un incremento importante en las últimas semanas, que lo ubica en niveles del orden de US\$60 el barril (promedio Brent-WTI) a comienzos de marzo (cerca de 35% por sobre el cierre estadístico del IPoM anterior). Estas cifras contrastan de forma relevante con los valores que tuvo al comienzo de la pandemia, cuando se ubicó en niveles de un dígito e incluso negativos en algunos momentos. Esta recuperación de la cotización, en línea con el mecanismo de ajuste interno (MEPCO), ha sido traspasada a los precios del mercado local y seguirá teniendo efecto en lo venidero (gráfico IV.7). En términos anuales, el IPC de energía acotó su caída a -2,3% en febrero (-4,2% en noviembre).



GRÁFICO IV.7 IPC COMBUSTIBLES Y PRECIO DEL PETRÓLEO (1) (2)
(índice, base 2018=100; dólares por barril)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2020. (2) Precio promedio entre el barril de petróleo Brent y WTI.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Bloomberg.

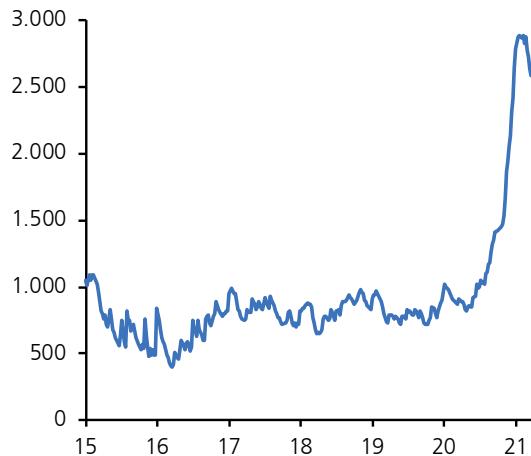
Las presiones de costos vinculadas a la escasez de ciertos insumos y a los problemas logísticos se han mantenido en algunos sectores. En el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de febrero](#) esta situación se reportó principalmente en rubros como la construcción, donde se informaba la falta de materiales. Empresas importadoras de materias primas indicaban una realidad similar. Por una parte, esto se atribuía a temas logísticos, como el alto costo del transporte marítimo, escenario que se ratifica en la tendencia alcista de estos servicios a nivel mundial (gráfico IV.8). Por otra, también se ligaba a problemas de producción y al agotamiento de stocks. Las expectativas de costos a tres meses recogidas por el IMCE subieron desde el cierre estadístico anterior, ubicándose sobre sus promedios históricos durante febrero. Con todo, se espera que esta situación se normalice en los próximos meses en la medida en que se sigan recuperando las importaciones y continúe la reposición de inventarios.

Las presiones de costos laborales aún no son elevadas, en medio de un mercado laboral cuya recuperación va más rezagada que la de la actividad y, por lo tanto, mantiene una brecha significativa de empleo respecto de los niveles pre-pandemia, según cifras del INE. Los indicadores de salarios publicados por la entidad —IR y CMO— subieron en enero; no obstante, el empleo mantiene diferencias relevantes con sus niveles de comienzos del 2020, aun cuando las vacantes han aumentado y la inactividad se ha reducido. En esta línea, los costos laborales unitarios (CLU) construidos con información del INE muestran caídas anuales sucesivas, en particular para sectores como la industria y el comercio (gráfico IV.9), situación que se explica, en parte, por la caída del empleo asalariado. Pero, además, esto se condice con la información recopilada en el IPN que da cuenta que algunas empresas durante la pandemia lograron exhibir una importante ganancia en productividad, derivada de la reestructuración del trabajo o los cambios tecnológicos. Las expectativas de salarios a seis meses recogidas por el IMCE de febrero se ubican en torno a sus promedios históricos.

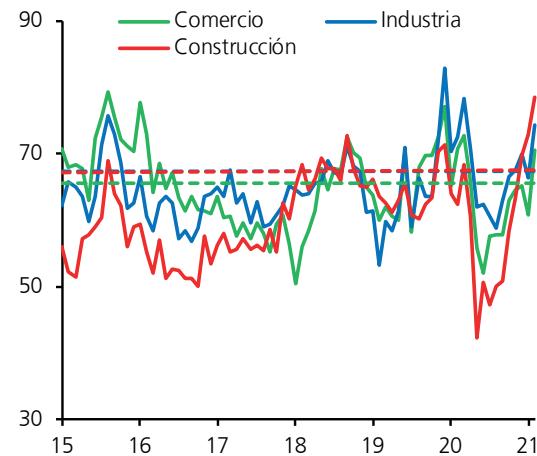


GRÁFICO IV.8 COSTOS DE INSUMOS Y EXPECTATIVAS

Costo de fletes marítimos a nivel global (1)
(dólares)



IMCE: Expectativas de costos (2) (3) (4)
(índice de difusión)

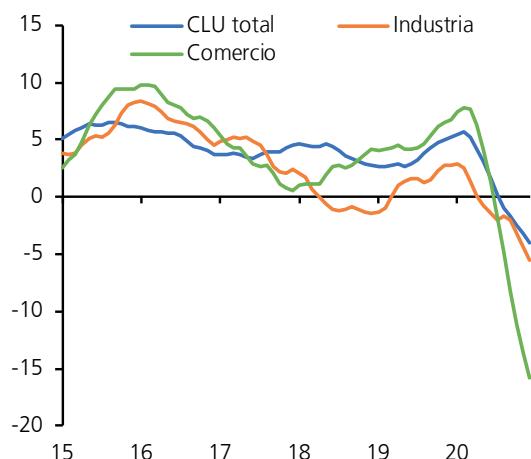


(1) Datos semanales del Shanghai Containerized Freight Index que pondera el precio de 15 rutas desde Shanghai, por un contenedor de 20 pies. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (3) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta febrero del 2021 para cada serie. (4) Las expectativas de costos son a 3 meses plazo.

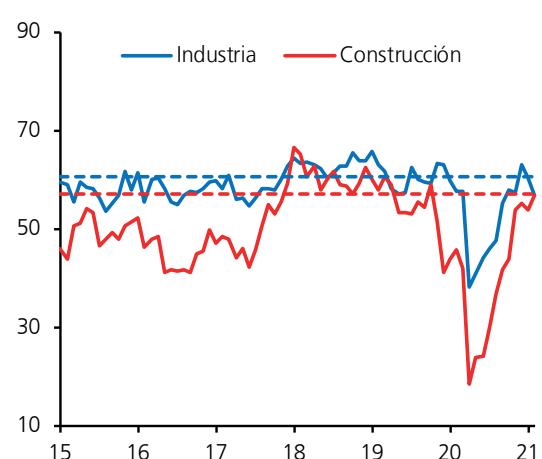
Fuentes: Bloomberg e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO IV.9 COSTOS LABORALES Y EXPECTATIVAS

Costos laborales unitarios nominales (1)
(variación anual, porcentaje)



IMCE: Expectativas de salarios (2) (3) (4)
(índice de difusión)



(1) Promedio móvil de 12 meses de las variaciones anuales. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (3) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta febrero del 2021 para cada serie. (4) Las expectativas de salarios son a 6 meses plazo.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



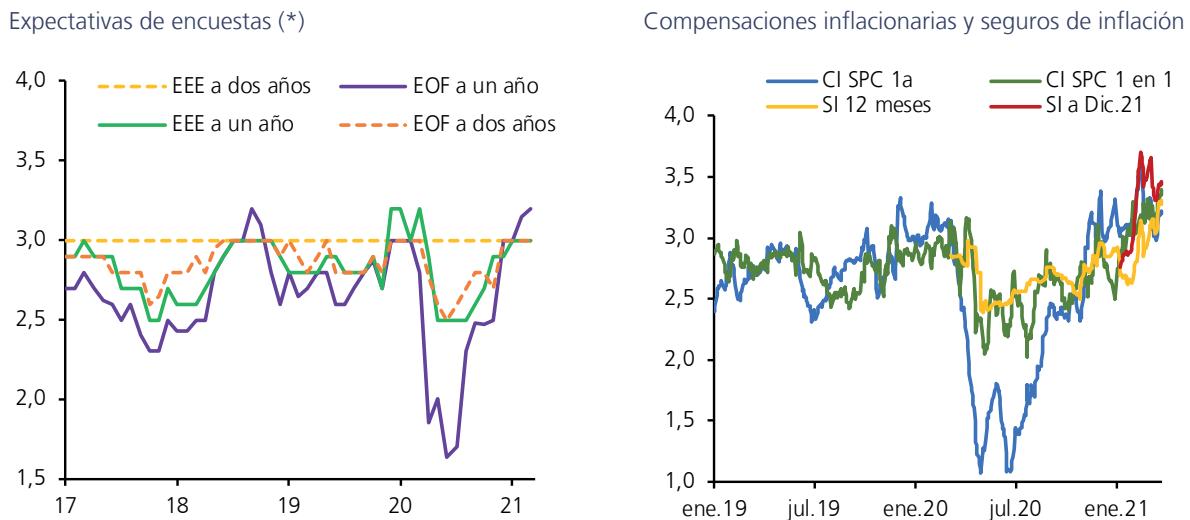
PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Las percepciones de precios de los consumidores y empresas indican algunas alzas en lo venidero. Las perspectivas de los consumidores contenidas en el IPEC han mostrado una tendencia al alza en el porcentaje de personas que cree que los precios de los bienes subirían mucho en los próximos doce meses, con el indicador de marzo en un nivel que no registraba desde inicios del 2012. Según el IPN de febrero, porcentajes comparables de empresas habían modificado sus precios al alza o la baja en los últimos tres meses, mientras que para los próximos tres se observaba un porcentaje algo mayor de empresas que esperaban subirlos. Por otro lado, en el IMCE de febrero se observa un incremento de las expectativas de precios de venta a tres meses de forma transversal en los sectores de construcción, industria y comercio.

Las expectativas de inflación contenidas en las encuestas de mercado se han ajustado al alza para este año y a dos años siguen en niveles similares a los del cierre del último IPoM. A diciembre del 2021, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo subió a 3,2% (2,8% al cierre estadístico del IPoM de diciembre). A un año plazo, la EEE de marzo subió a 3% (2,9% al cierre estadístico del IPoM de diciembre) y la mediana de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de marzo se ubicó en 3,2% (3% al cierre estadístico del IPoM de diciembre). A dos años, tanto la EEE como la EOF siguen en 3% (gráfico IV.10).

Las expectativas derivadas de los precios de los activos financieros dan cuenta de un alza transitoria de la inflación en el corto plazo. Los seguros de inflación anticipan una inflación anual cercana a 4% a mediados de año y a diciembre del 2021 se ubican en 3,4%. A doce meses plazo se mantuvieron en 3,3% respecto al cierre estadístico anterior. Las compensaciones inflacionarias a un año y dos años plazos, contenidas en los swap, se ubican en valores no muy distintos al cierre estadístico anterior, fluctuando en torno a 3%.

GRÁFICO IV.10 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(variación anual, porcentaje)



(*) En el caso de la EOF, considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la publicada el 25/03/2021. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

Fuentes: Banco Central de Chile, ICAP y Tradition Chile.



En el escenario central, se espera que la inflación se acerque de forma transitoria a 4% en los próximos meses, debido principalmente a los precios de la energía, iniciando su convergencia hacia la meta de política en la última mitad del año. En lo próximo, resaltan las mayores incidencias del componente volátil de la canasta, particularmente los mayores precios de los combustibles. Estos no solo han aumentado en los últimos meses, sino que se enfrentan con una baja base de comparación de mediados del 2020. Por otro lado, el componente subyacente enfrentaría presiones más acotadas que en los meses previos por el efecto del traspaso de la apreciación cambiaria a bienes y el impacto de las restricciones de oferta en los servicios, aunque no se descartan nuevas alzas en los precios de los productos con mayor demanda y/o más afectados por las restricciones de oferta. En suma, se proyecta que la inflación subyacente se reduzca a 2,6% hacia fines de año. A mediano plazo las presiones inflacionarias siguen alineadas con la meta de 3%, a medida que las restricciones de oferta vayan desapareciendo, al mismo tiempo que la economía vaya cerrando las holguras de capacidad existentes.



V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

La economía chilena se ha recuperado más rápido que lo anticipado, de la mano de una mejor adaptación de las distintas actividades al contexto de pandemia, un panorama externo que también ha sido más favorable, el apoyo de la política monetaria, fiscal, y medidas que han aumentado la liquidez de los hogares. Todo ello redundó en que el nivel de actividad alcanzado entre fines del 2020 y comienzos del 2021 entregó un mejor punto de partida para las proyecciones de crecimiento de este año. Si bien en lo inmediato el aumento de las restricciones sanitarias hará retroceder la recuperación durante parte del segundo trimestre, son varios los factores que mejoran las perspectivas macroeconómicas en el horizonte de proyección. Estos incluyen el mayor impulso externo; la nueva evidencia acumulada que apunta a que el exitoso proceso de vacunación permitirá avanzar hacia una apertura avanzada durante la segunda mitad del año; y la continua adaptación que han mostrado diversos sectores económicos a lo largo de la pandemia. Por cierto, estos desarrollos positivos son mitigados por la debilitada situación financiera en que han quedado algunas empresas y hogares, y la lenta recuperación que ha mostrado el empleo en relación con la actividad. Además, persisten riesgos importantes relacionados con la evolución de la situación sanitaria y con la posibilidad de deterioros de las condiciones financieras internacionales. El Consejo considera que, si bien las perspectivas para la economía han mejorado, la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política requiere que la política monetaria siga siendo altamente expansiva.

PROYECCIONES PARA LA ACTIVIDAD Y LA DEMANDA

La adaptación de diversos sectores a operar en pandemia incrementó la velocidad de recuperación de los últimos meses. Con ello, el nivel de actividad del primer trimestre —el punto de partida para las proyecciones— es más elevado que lo considerado en diciembre. Los mejores registros denotan una mayor capacidad de adaptación durante la pandemia, mediante la implementación de diversos protocolos y nuevas formas de trabajar que permiten reducir la posibilidad de contagios, observándose un aumento de los trabajadores con permiso temporal en períodos de cuarentena, un fuerte desarrollo de los canales de venta online y de otras actividades remotas. Así, sectores como el comercio y la industria ya alcanzaron y/o superaron los niveles de actividad prepandemia, mientras otros se han encaminado a ello.

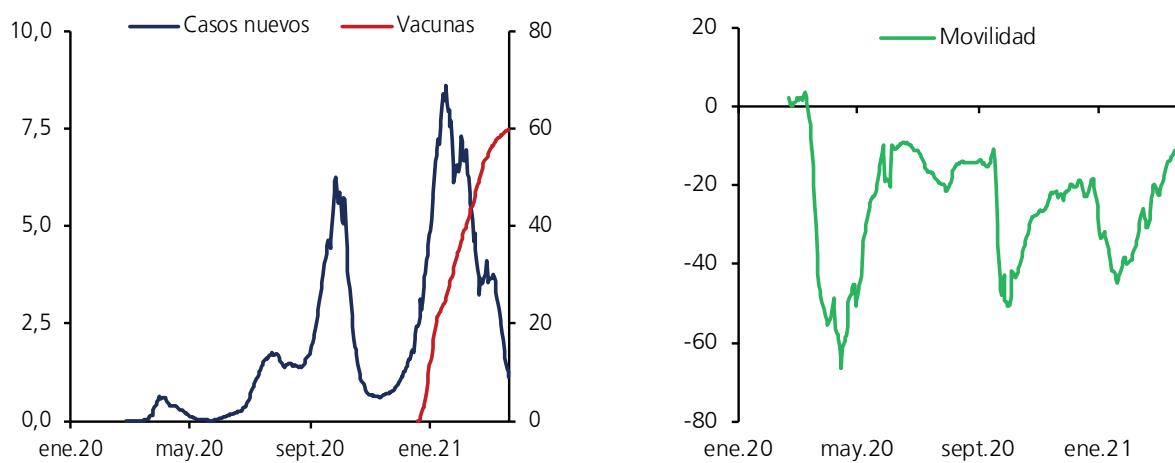
También cooperó en la pronta recuperación una situación externa más favorable, en particular porque los principales socios comerciales también han tenido una recuperación mayor a la anticipada y porque los precios de las exportaciones chilenas, especialmente del cobre, han mostrado incrementos relevantes.

Hacia adelante, diversos elementos serán determinantes para la recuperación en el horizonte de proyecciones. En el plano sanitario, en lo inmediato se contraponen los efectos del significativo aumento de los contagios, con las mejores perspectivas respecto del impacto de las vacunas sobre la apertura de la economía. El deterioro de la situación epidemiológica en las últimas semanas ha llevado a que, al momento de la publicación de este IPoM, cerca del 85% de la población se encuentre en la fase más estricta del plan Paso a Paso (gráfico III.5). En el escenario central, se supone que, durante abril, la restrictividad general se mantendrá similar a la vigente en la última semana de marzo, incluyendo la posibilidad que algunas comunas del país puedan avanzar mientras otras retrocedan en las fases del plan Paso a Paso. Posteriormente,



para mediados del segundo trimestre, el escenario central considera que se dará una paulatina apertura. Estas proyecciones se basan en que el plan de vacunación continuará avanzando según lo previsto, supuesto que no difiere de lo considerado en diciembre. No obstante, desde entonces se ha recabado más información respecto del abastecimiento de las vacunas y de la capacidad de adaptación de los distintos sectores a las restricciones sanitarias. Además, existen nuevos antecedentes respecto del efecto de la vacunación en la relajación de las restricciones sanitarias en países que van más adelantados en la inoculación de su población, como los casos de Reino Unido e Israel. Aunque, al igual que en Chile, el proceso en Israel se dio casi a la par con un fuerte aumento de los contagios, pasadas unas semanas críticas los contagios fueron cediendo, y actualmente ya se ha podido avanzar en la apertura parcial de fronteras, así como retomar el servicio en hoteles, centros comerciales, atracciones, centros de culto y algunos eventos para personas que acrediten estar vacunadas (gráfico V.1). De esta forma, el escenario central contempla que, de continuar el proceso con la velocidad anunciada por la autoridad, en el segundo semestre de este año se alcanzará una apertura avanzada de la economía, algo antes que lo supuesto en diciembre.

GRÁFICO V.1 ISRAEL: VACUNADOS, CONTAGIOS Y MOVILIDAD (*)
(miles de casos nuevos; porcentaje)



(*) Casos nuevos en promedio móvil de siete días. Para las vacunas se considera el porcentaje total de la población que cuenta con al menos una dosis. Movilidad corresponde al promedio de todos los subindicadores del índice de movilidad de Google, a excepción de parques y residencial.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Informe de movilidad de las comunidades ante el Covid-19 de Google y Our World in Data.

Estos antecedentes se traducen, en el margen, en mejoras para los niveles de actividad a lo largo del horizonte de proyecciones. En particular, el escenario central considera que el PIB crecerá entre 6 y 7% este año, algo por sobre lo previsto en diciembre (tabla V.1). En ello coopera la base de comparación que dejó la caída del 2020, el elevado punto de partida a comienzos del 2021, el mejor escenario internacional, la continua adaptación de hogares y empresas a las condiciones que impone la pandemia y la favorable evaluación del efecto que la inoculación de la población tendrá sobre la apertura de la economía, que más que compensan la mayor debilidad de los próximos meses producto de las mayores restricciones —las que, de hecho, se expresan en que el PIB del segundo trimestre tendrá una contracción respecto del primero. Hacia adelante, las tasas de expansión de la actividad convergerán con algún rezago hacia su tendencia, proyectándose para el 2022 un crecimiento entre 3 y 4%, y de entre 2,5 y 3,5% el 2023. En estas proyecciones seguirá siendo fundamental el apoyo de la política monetaria y fiscal. Respecto de esta última, el escenario central contempla mantener el impulso durante este año, sumándose



al presupuesto aprobado las medidas adicionales anunciadas al cierre de este IPoM. En los años venideros, dicho impulso se irá reduciendo en la medida que la emergencia sanitaria ceda y se avance en el proceso de consolidación fiscal. Asimismo, considera que el proceso de discusión constitucional seguirá los cauces institucionales previstos y que no habrá un resurgimiento de episodios generalizados de violencia que afecten a la economía.

TABLA V.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2020 (e)	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	-5,8	6,0-7,0	3,0-4,0	2,5-3,5
Ingreso nacional	-4,7	8,9	3,1	2,3
Demanda interna	-9,1	11,7	3,1	2,7
Demanda interna (sin var. de exist.)	-7,9	11,0	2,8	2,8
Formación bruta de capital fijo	-11,5	9,2	4,9	3,3
Consumo total	-6,8	11,5	2,2	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	-1,0	3,5	4,3	3,7
Importaciones de bienes y servicios	-12,7	21,4	3,6	2,9
Cuenta corriente (% del PIB)	1,4	-0,9	-1,6	-2,4
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	21,2	19,1	19,3	18,9
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	19,8	20,0	20,9	21,2
FBCF (% del PIB nominal)	20,9	20,5	21,2	21,6
FBCF (% del PIB real)	20,7	21,2	21,6	21,6
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	3.370	-2.700	-5.300	-8.400
Balanza comercial	18.369	17.800	15.900	12.300
Exportaciones	73.485	94.900	95.600	95.200
Importaciones	55.116	77.100	79.700	82.900
Servicios	-4.998	-5.500	-7.000	-7.400
Renta	-10.964	-16.800	-16.000	-15.100
Transferencias corrientes	963	1.800	1.800	1.800

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por el lado del gasto, estas proyecciones tienen implícito un crecimiento de dos dígitos del consumo privado durante este año, dando cuenta de la baja base de comparación, del efecto remanente de los retiros de los ahorros previsionales, y de una gradual reapertura que eliminará las restricciones al consumo de algunos bienes y servicios. Luego de contraerse 7,5% en el 2020, el escenario central de este IPoM considera que este año el consumo privado se expandirá en torno a 12%, cifra en que la baja base de comparación tiene un rol relevante. En el IPoM de diciembre se estimó que el efecto acumulado de los dos retiros de fondos previsionales sería del orden de 2,8% del PIB entre el 2020 y 2021, contemplándose que parte importante de estos recursos se invertiría en otros instrumentos de ahorro y pago de deudas, y que la parte destinada a consumo se parcelaría a lo largo de varios trimestres. Los antecedentes acumulados validan ese supuesto. De hecho, un análisis de los montos efectivamente retirados de los ahorros previsionales sugiere que parte de ellos se destinó al consumo de bienes y al pago de deudas, pero casi dos tercios permanece aún en las cuentas bancarias y de ahorro de las personas, factor que también ayuda a explicar la elevada expansión que tendrá el consumo privado este año (tabla V.2). Por otra parte, mucho de la contracción del consumo en



el 2020 se relacionó con la imposibilidad de acceder a algunos bienes y, especialmente, servicios. De hecho, la pandemia ha afectado fuertemente a actividades que requieren de mayor interacción entre personas por la necesidad de mantener el distanciamiento social, con lo que actividades recreativas, de entretenimiento y turismo, por ejemplo, han estado muy limitadas. Una vez que la evolución epidemiológica permita una mayor apertura de estas actividades y el temor al contagio se reduzca, se debería observar un mayor dinamismo, liberándose el gasto reprimido en estos ítems.

TABLA V.2 DISTRIBUCIÓN ESTIMADA DEL USO DE LOS RETIROS DE AHORROS PREVISIONALES (*)

	MMMS	Porcentaje del total	Porcentaje del PIB
Retiro pagado a enero:	24.500	100,0	12,2
Activos:	15.233	62,2	7,6
Ctas. vista y corrientes	8.984	36,7	4,5
Ahorro tradicional	4.092	16,7	2,0
Ahorro previsional	910	3,7	0,5
Ahorro para la vivienda	449	1,8	0,2
Reducción de morosidad y reprogramación	798	3,3	0,4
Consumo de bienes	3.734	15,2	1,9
Sin identificar	5.532	22,6	2,8

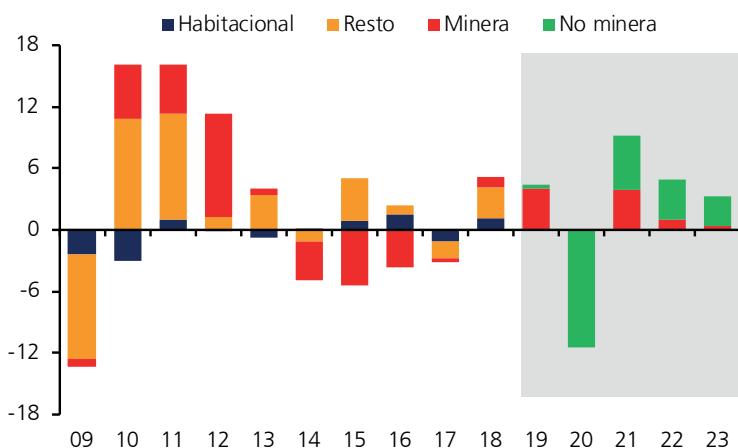
(*) Incremento en activos estimado comparando cambios en los saldos de cuentas agregadas específicas respecto de julio 2020. Las cuentas son: Cuentas vista y corriente de personas naturales, cuentas de ahorro de personas naturales (cuentas de ahorro a plazo y cuenta 2), ahorro previsional (APV, depósito convenido y similares en AFP y entidades reguladas por la CMF), ahorro para la vivienda, y morosidad (Cartera con morosidad de 90 días o más del Sistema Bancario). Consumo de bienes calculado como diferencia entre el gasto efectivo estimado en base a información de Transbank y un consumo contrafactual estimado considerando la evolución de los ingresos de las familias en ausencia de los retiros calculado en base a [Barrera et al. \(2020\)](#). Sin identificar podría incluir efectivo, ahorro en instrumentos no regulados, pago de deudas no bancarias, prepago de préstamos, etc.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a [Barrera et al. \(2020\)](#), CMF, INE, Superintendencia de Pensiones y Transbank.

A pesar de que la inversión tuvo una caída más marcada que el consumo, se espera que su recuperación sea más lenta debido a la elevada incertidumbre y la mayor carga financiera de muchas empresas. De todas maneras, la proyección de crecimiento para este año de la formación bruta de capital fijo (FBCF) es mayor que la contemplada en diciembre. Ello considera la sorpresa positiva que mostraron los datos de internaciones de maquinaria y equipos en lo que va del 2021 y el buen cierre de la construcción a fines del 2020. Hacia adelante, para el componente de construcción y obras, los protagonistas serán la inversión pública y en menor medida la inversión minera. Para la primera, el presupuesto público para el 2021 contempla un incremento cercano a 35% en términos reales. Para la segunda, la mantención de altos precios del cobre ya ha comenzado a traducirse en la aceleración de algunos proyectos que permiten apurar la producción, mientras que también se incorpora la recalendariización de proyectos que habían sido detenidos con anterioridad. El Catastro de la Corporación de Bienes de Capital da cuenta de la postergación de proyectos hacia el 2022 y el 2023 por la mayor afectación que estiman tendrían las actividades producto de la contingencia generada por la pandemia. En tanto, la inversión productiva no minera seguirá más rezagada en el escenario central (gráfico V.2). Más allá de la incertidumbre que impone la situación sanitaria y la evolución del proceso de cambios institucionales en el que está embarcado el país, algunas empresas señalan que la carga financiera está limitando su capacidad para invertir, tal como lo señala el [Informe de Percepciones de Negocios de febrero](#). Así, luego de representar cerca de 21% del PIB en términos nominales en el 2020, la FBCF subirá gradualmente en los años siguientes hasta alcanzar a 21,6% del PIB en el 2023.



GRÁFICO V.2 INCIDENCIAS REALES ANUALES EN LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (*)
(puntos porcentuales)



(*) Hasta 2018 dato efectivo. FBCF total del 2019-20 según lo publicado el 18 marzo 2021. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para el 2019-22 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

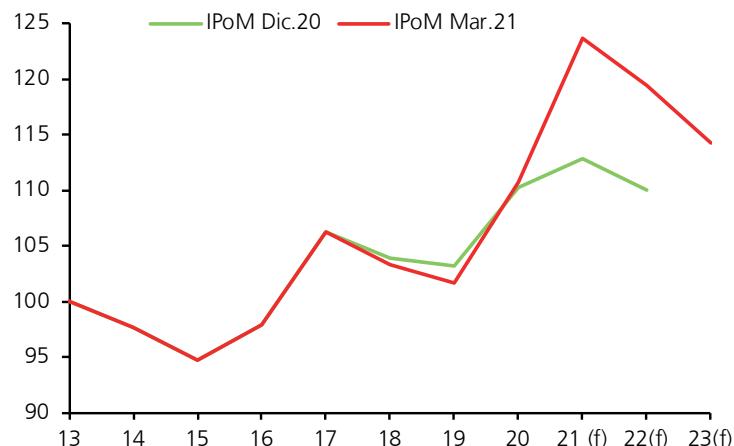
Fuente: Banco Central de Chile.

La caída del consumo excedió la contracción de los ingresos, resultando en un aumento del ahorro privado que fue solo parcialmente contrarrestado por el desahorro del Gobierno. Lo anterior, junto con la caída de la inversión, llevó a una reversión importante del saldo de la cuenta corriente. Esta pasó de un déficit de 3,7% del PIB en el 2019 a un superávit de 1,4% del PIB en el 2020. En todo caso, se debe destacar que no hay evidencia que vincule el cambio en el saldo de la cuenta corriente con restricciones de financiamiento externo, algo usual en este tipo fenómenos. Desde una perspectiva comparada, las reverisiones de cuenta corriente durante la crisis del Covid-19 fueron comunes en países emergentes y algo menos en desarrollados. En el caso de estos últimos, es probable que la existencia de una red de seguridad social más extendida ayudara a una expansión más rápida de las transferencias fiscales, lo que mitigó algunos de los determinantes mencionados, sosteniendo mayores niveles de gasto agregado ([Recuadro III.2](#)). Para el 2021 y 2022, en la medida que estos factores desaparezcan, la cuenta corriente volverá a registrar un déficit (de 0,9 y 1,6% del PIB, respectivamente). De todas formas, este será menor que el contemplado en diciembre. El incremento cercano a 10% de los términos de intercambio en el horizonte de proyección juega un papel importante en eso, por el alza del valor de las exportaciones mineras que conlleva ([gráfico V.3](#)). En ambos años, dicho incremento no alcanza a ser compensado por el repunte de las importaciones que traerá aparejada el mayor precio del petróleo previsto y la propia recuperación de la economía. Dando cuenta de que el alza de los precios de exportación se da con mayor fuerza este año, la cuenta corriente a precios de tendencia^{1/} tendrá este año un déficit muy similar al previsto en diciembre, de 5,4% del PIB. Hacia el 2022 el efecto cantidades se reflejará con mayor fuerza, con lo que a precios de tendencia el déficit de la cuenta corriente será 5,5% del PIB.

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



GRÁFICO V.3 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2013=100)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Un puntal importante de la recuperación de la economía chilena será el mayor impulso externo, derivado tanto del dinamismo que han mostrado los principales socios comerciales como de términos de intercambio que se prevén más elevados. El escenario central revisa al alza el crecimiento esperado de los socios comerciales, con especial fuerza para el 2021 (año en que pasa de 5,5 a 6,3%) (tabla V.3). Más allá de que hacia fines del 2020 se observó también una recuperación mayor que la prevista en varias economías del mundo, el ajuste se explica principalmente por el efecto del significativo paquete de estímulo fiscal que fue aprobado en EE.UU. (que representa del orden de 9% del PIB de 2019) y que llevará a esta economía a crecer 6,7% este año. Otras economías también se verán beneficiadas por estímulos fiscales, entre los que destacan Reino Unido y Japón. China seguirá apoyando la recuperación global de la mano de la inversión pública y la mayor demanda externa

TABLA V.3 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom.	2020	2021	2022	2023
	10-19	(e)	(f)	(f)	(f)
Mundo a PPC	3,7	-3,3	6,2	4,4	3,5
Mundo a TC de mercado	3,1	-3,6	5,8	4,1	3,0
Socios comerciales	3,8	-2,3	6,3	4,2	3,5
Estados Unidos	2,3	-3,5	6,7	3,9	2,2
Eurozona	1,4	-6,8	4,0	4,3	2,9
Japón	1,3	-4,9	2,9	2,2	1,2
China	7,7	2,3	8,7	5,2	5,3
India	7,1	-7,1	10,0	5,8	6,1
Resto de Asia	4,5	-2,7	6,0	4,7	3,5
América Latina (excl. Chile)	1,7	-7,2	3,8	3,2	2,3
Exp. de prod. básicos	2,4	-4,5	4,7	3,6	2,4

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación. (f) Proyección.

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



por sus productos. Por otra parte, el escenario central considera una situación relativamente más rezagada de América Latina y Europa. Si bien las proyecciones recogen las mayores cifras efectivas en estas economías, en ambos se prevé una ralentización por la prolongación y/o intensificación de las restricciones sanitarias y procesos de vacunación que han mostrado mayor lentitud. Tal como en Chile, se considera que en la medida que la pandemia vaya cediendo y las personas y empresas alrededor del mundo vuelvan a retomar sus actividades se podrá revertir parte del ahorro precautorio y/o gasto contenido. Para el 2022 y 2023, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales no sufren mayores cambios, esperándose que convergan gradualmente a sus tasas de crecimiento de largo plazo.

El alza que se proyecta para los términos de intercambio se basa, en lo primordial, en que el precio del cobre se ubicará en promedio en US\$3,95, 3,75 y 3,55 la libra el 2021, 2022 y 2023, respectivamente, dando cuenta de que varios de los factores que empujaron el precio hacia sus máximos de la última década amainarán, pero seguirán presentes. Dentro de los factores que explican el alza del precio del cobre está la rápida recuperación de China, aunque la intención de su gobierno de impulsar el consumo frente a la inversión como motor de crecimiento le quitaría impulso a la demanda del cobre hacia adelante. De igual modo, pese a que las interrupciones en la operación de algunas faenas relevantes provocaron que la oferta mundial cayera después de casi 20 años, la mantención de precios elevados debiera impulsar la inversión en nuevos proyectos. La depreciación del dólar y el aumento en la liquidez global también impulsó un incremento generalizado en los precios de las materias primas, pero se estima que el nuevo paquete fiscal de EE.UU. puede generar una respuesta del dólar en dirección opuesta en lo venidero. Más permanente será el impacto de la transición hacia fuentes energéticas menos contaminantes —por ejemplo, por los anuncios de carbono cero en China, la vuelta de EE.UU. al acuerdo de París y el anuncio de la Unión Europea de destinar un 30% del presupuesto de recuperación para la inversión en transición climática. Esto redundará en un aumento de la demanda por autos eléctricos y otras inversiones en energías renovables cuya fabricación es altamente intensiva en cobre (Recuadro I.1). Si bien el precio del petróleo también ha tenido alzas importantes (superiores a 40% desde el cierre del IPOM de diciembre), y se prevén precios superiores de los combustibles en el horizonte de proyección, este efecto no alcanza a contrarrestar la evolución prevista para el cobre. Así, los términos de intercambio serán en promedio 10% superiores a lo previsto en diciembre durante todo el horizonte de proyección, principalmente por el alza que ya tuvieron hacia fines del 2020 y principios del 2021 (tabla V.4).

TABLA V.4 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

	Prom. 10-19	2020	2021	2022	2023
		(f)	(f)	(f)	
(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	1,1	8,9	11,7	-3,4	-4,4
Precios externos (en US\$)	0,6	-1,5	6,9	2,0	2,2
(nivel)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	306	280	395	375	355
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	39	60	58	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	42	63	61	59
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³)(*)	610	333	505	490	476
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	0,5	0,3	0,3	0,6

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

(f) Proyección.

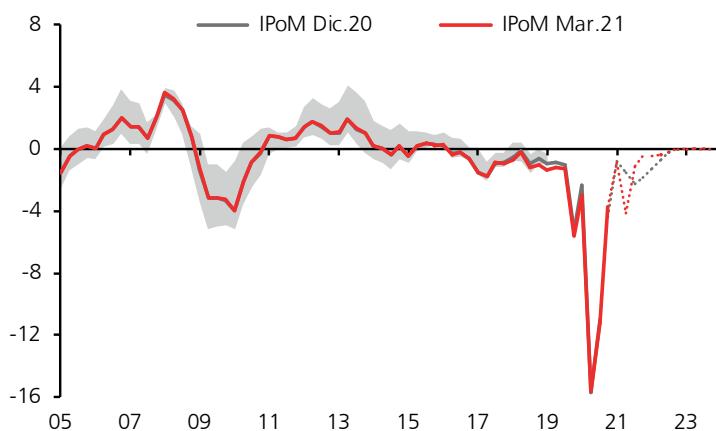
Fuente: Banco Central de Chile.



HOLGURAS DE CAPACIDAD

Se estima que el nivel de PIB potencial se habría elevado hacia fines del 2020 a la luz de la mencionada adaptación de diversos sectores y el consecuente aumento de la productividad. Este efecto fue más que compensado por la recuperación del PIB efectivo, con lo que la brecha de actividad habría seguido cerrándose (gráfico V.4). Hacia fines del horizonte de proyección el escenario base asume un rango de crecimiento que está algo por debajo de la estimación de su tendencial. Sin embargo, la incertidumbre sobre esta última estimación es alta, pues la pandemia ha provocado efectos importantes en distintos ámbitos, como la salud financiera, la productividad de las empresas o la funcionalidad de las cadenas logísticas, los que podrían tener efectos variados en la capacidad de crecimiento de mediano plazo. De todas formas, un análisis más acabado de los parámetros estructurales se tendrá en el IPoM de junio próximo, cuando el Consejo realice un análisis exhaustivo que permita actualizarlos.

GRÁFICO V.4 BRECHA DE ACTIVIDAD (1) (2)
(nivel, puntos porcentuales)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Más allá del tamaño de la brecha, varios indicadores de los mercados de bienes y factores dan cuenta de la existencia de holguras, destacando lo que acontece en el mercado laboral. En línea con lo que ocurre con la actividad, existe una gran heterogeneidad entre sectores, con amplias holguras en algunos sectores de servicios, muy afectados por las reducciones de la movilidad, mientras que son menores en aquellos en que la actividad se ha retomado más prontamente, o que enfrentan limitaciones derivadas de problemas logísticos. Si bien esto explica importantes cambios en precios relativos, no inciden en la inflación de mediano plazo. Aunque tanto la oferta como la demanda por empleo han mejorado respecto de mediados de año, con índices de avisos laborales de internet superiores a los de un mes promedio y una disminución de la inactividad, el mercado laboral solo ha recuperado cerca de la mitad de los puestos de trabajo perdidos durante la pandemia. Particularmente afectado está el empleo en los sectores en los que la interacción entre personas es clave y donde no es posible trabajar a distancia —actividades de alojamiento, servicios de comidas, artísticas, de entretenimiento y recreativas. También destaca que la inactividad se mantiene alta para las mujeres, muchas de las cuales han abandonado el empleo remunerado para dedicarse al cuidado de hijos y familiares. Asimismo, una característica importante de esta etapa del ciclo ha sido que incluso en aquellos sectores donde la actividad se ha recuperado (como, por ejemplo, el comercio) la contratación de personas no ha ido a la par con la actividad.



CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN

La inflación se ha ubicado en torno a 3% anual en los últimos meses, principalmente por el efecto de los precios volátiles y las restricciones de oferta, en un contexto de fuerte demanda por algunos bienes. Si bien se proyecta una menor inflación subyacente en los próximos meses, el componente volátil elevará la inflación total a valores cercanos a 4% anual a mediados de año. La parte volátil de la inflación está especialmente afectada por los precios de los combustibles. Estos no solo han aumentado en los últimos meses, sino que se enfrentan con una muy baja base de comparación del 2020. De hecho, entre marzo y diciembre de ese año el precio promedio del petróleo Brent y WTI fue cercano a US\$38 el barril, mientras que actualmente se transa en valores que bordean los US\$60 y las proyecciones apuntan a que permanecerá en niveles similares en lo que resta del año. Por otro lado, la apreciación del peso restará presión a la inflación subyacente de bienes, especialmente a través de su efecto en los bienes importados. Para efectos de las proyecciones se considera que el *pass-through* de la variación del tipo de cambio se ubicará en sus promedios históricos. Respecto del tipo de cambio real, el escenario central supone que este seguirá apreciándose hacia sus niveles de largo plazo, apoyado por el incremento de los términos de intercambio, la mayor productividad que implica la adaptación de la economía a operar en pandemia y que la economía tendrá una recuperación relativamente mejor que los socios comerciales de la región. En tanto, en el corto plazo, los precios de los servicios, sector que ha sido más afectado por las restricciones que impone la pandemia, contribuirán también a moderar la inflación subyacente, efecto que se irá diluyendo en la medida que el consumo de estos pueda reanudarse.

A mediano plazo, en la medida que las restricciones de oferta desaparezcan, el producto potencial repunte y la economía vaya cerrando las holguras de capacidad existentes, la inflación convergerá a la meta (tabla V.5). En el escenario central se estima que esta convergencia se iniciará en la segunda mitad del año, con lo que la inflación se ubicará en 3% a fines de año. Considerando que la evolución de la inflación en el corto plazo estará determinada principalmente por su componente volátil, la medida subyacente tendrá una trayectoria que está por debajo de la del IPC total. De hecho, se proyecta que mientras la inflación total suba, la inflación subyacente, medida por el IPC sin precios volátiles, se reducirá hasta 2,6% en el cuarto trimestre de este año y convergerá a 3% desde abajo hacia fines del 2022 (gráfico V.5).

TABLA V.5 INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2020	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
IPC promedio	3,0	3,4	2,9	3,0
IPC diciembre	3,0	3,0	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	2,7	3,0	2,8	3,0
IPC subyacente diciembre	3,3	2,6	3,0	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

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

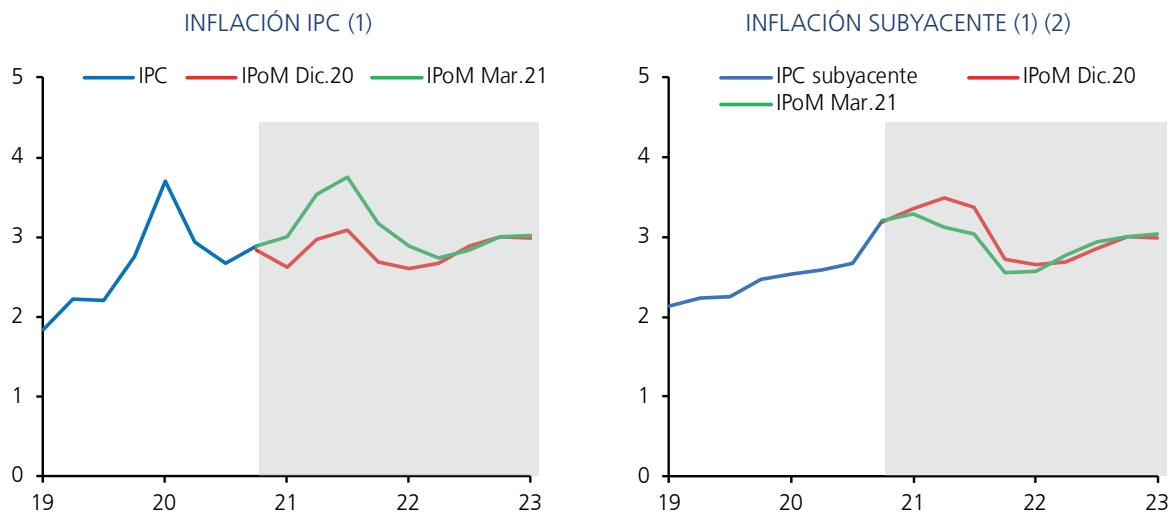
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2023.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO V.5 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(variación anual, porcentaje)



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

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

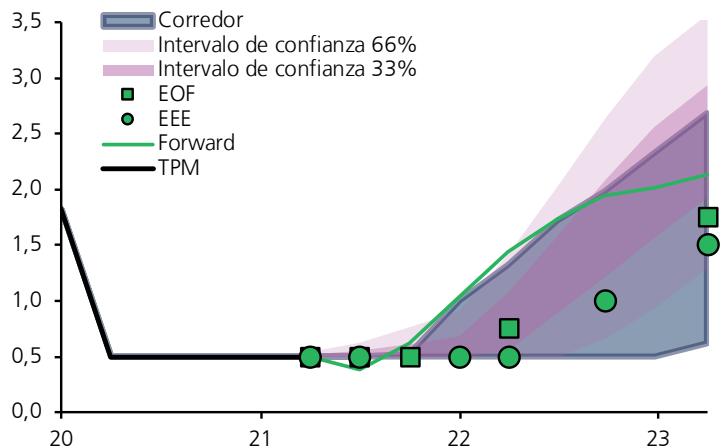
En lo venidero, será muy relevante para la política monetaria distinguir entre movimientos transitorios de precios —producidos por el dispar comportamiento de las economías y los ajustes del mercado después de un shock inédito— e incrementos más sostenidos de la inflación. En el escenario central, la economía chilena seguirá recuperando la actividad y el empleo, con una inflación que se ubicará en la meta de 3% a dos años plazo. En el intertanto, las proyecciones muestran que la inflación tendrá un incremento transitorio inducido por el comportamiento de los precios volátiles. De hecho, la inflación subyacente oscilará durante todo el horizonte de proyección en torno a 3%, con valores que son incluso inferiores a lo previsto en diciembre.

El Consejo considera que, si bien las perspectivas para la economía han mejorado, la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política requiere que la política monetaria siga siendo altamente expansiva. Con esto, la TPM se mantendrá en su mínimo de 0,5% hasta que la recuperación de la economía se afiance y se vaya propagando a los componentes del gasto más rezagados, lo que aún tomará varios trimestres. El Consejo reitera que futuros cambios en la política monetaria dependerán de la evolución del panorama macroeconómico y sus implicancias para la evolución de la inflación. Las medidas no convencionales seguirán operando en las condiciones vigentes, complementando la orientación de la política monetaria definida por la TPM, y sus eventuales modificaciones serán anunciadas con suficiente anticipación.

De todos modos, pese a la positiva evolución reciente de la economía, persisten varios escenarios de sensibilidad, principalmente derivados de lo inédito del shock ocasionado por la pandemia, que podrían implicar ajustes en la trayectoria futura de la política monetaria, tal como se deriva del corredor de la TPM (gráfico V.6).



**GRÁFICO V.6 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 25 de marzo, la EEE publicada el 10 de marzo y la curva forward. 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.

ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD Y RIESGOS

El desarrollo de la situación epidemiológica es clave para determinar cómo evolucionarán las restricciones sanitarias, lo que tiene efectos relevantes en la velocidad de crecimiento prevista. En Chile, el empeoramiento de la situación sanitaria ha obligado a que, al momento de la publicación de este IPoM cerca del 85% de la población esté en confinamiento total, lo que afectará negativamente a la economía en el segundo trimestre. En todo caso, este efecto será menor que al comienzo de la pandemia, pues las empresas y hogares, así como las restricciones mismas asociadas a las fases del plan Paso a Paso, han continuado adaptándose, y las políticas públicas ya cuentan con un set de herramientas para enfrentar esta situación e ir en ayuda de los más afectados. Sin embargo, atrasos en el proceso de vacunación, un incremento mayor al anticipado en los contagios o la aparición de nuevas cepas del virus que compliquen el manejo sanitario podrían ser elementos que retrasen el proceso de apertura de la economía. Una situación como esta llevaría a que los consumidores mantengan contenido el gasto ante el temor al contagio, mientras, por el lado de la inversión, esta se vería reducida por la mayor incertidumbre y las dificultades de ejecución de los proyectos. En concordancia con el menor gasto, un escenario de este tipo contendría la inflación, con lo que el estímulo monetario debiera mantenerse por más tiempo que el contemplado en el escenario central, como muestra el borde inferior del corredor de TPM.

Otro elemento de atención tiene relación con la eventual magnitud de las cicatrices de la pandemia. Si bien los microdatos tributarios muestran que parte importante de las empresas que suspendieron actividades volvieron a reportar ventas hacia fines del año pasado ([Recuadro V.1](#)), y que el ahorro de los hogares tuvo un significativo aumento durante el 2020, persisten dudas acerca de los efectos más persistentes en la productividad y salud financiera de hogares y empresas. En el escenario central, el principal impulso de la inversión en el 2021 proviene de la continuación de los grandes proyectos mineros y la inversión pública, mientras que el resto de la inversión productiva mantendrá una participación menor. Sin embargo, pese a la capacidad de adaptación que han mostrado las empresas hasta ahora, factores como el aumento de la incertidumbre, dificultades para cumplir con los compromisos financieros, una persistencia mayor a la esperada de las restricciones o pérdidas de la productividad, podrían tener un impacto mayor al estimado en las decisiones de inversión y contratación.

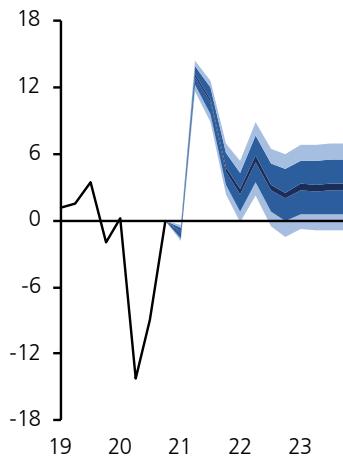


De hecho, más allá de la incertidumbre propia de la pandemia, en el [Informe de Percepciones de Negocios de febrero](#) las empresas señalan las dudas sobre la situación económica, la situación política, la demanda insuficiente y problemas de financiamiento como limitantes a la hora de decidir la realización de nuevos proyectos, y sus perspectivas respecto a aumento de dotación permanecen muy acotadas. Por el lado del empleo, otro factor relevante es la posible mayor prevalencia del teletrabajo y la obsolescencia de las competencias de las personas que quedaron sin empleo por mayor tiempo, especialmente si al mismo tiempo se han producido cambios tecnológicos u organizativos ahorradores de mano de obra. Una recuperación más lenta del mercado laboral conllevaría un deterioro de las expectativas, lo que redundaría en un menor consumo, impactando el crecimiento de la actividad y la inflación. De materializarse escenarios de estas características, la velocidad de recuperación podría ralentizarse, prolongando las holguras de la economía y la permanencia de la TPM en su mínimo técnico.

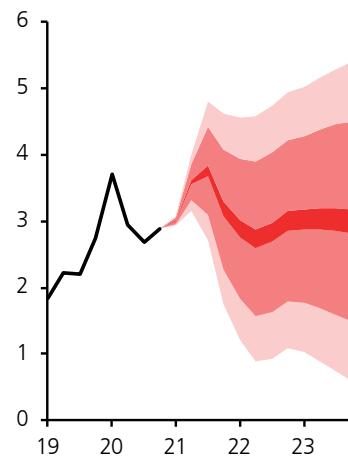
Existe también la posibilidad de una recuperación más rápida de la demanda en la segunda mitad del año. Una porción de la economía ha incrementado sus ahorros en forma significativa durante esta pandemia, entre otros, ante las limitaciones al consumo. Sumado a la liquidez proveniente de los retiros de parte de los fondos de pensiones, esto podría redundar en una mayor velocidad de recuperación del gasto que lo implícito en el escenario central. En la medida que dicho comportamiento no sea acompañado de un aumento comparable en el PIB potencial, las presiones inflacionarias de mediano plazo podrían elevarse, requiriendo un retiro más temprano del estímulo monetario, en línea con la parte superior del corredor de TPM.

En esta oportunidad, considerados estos escenarios de sensibilidad, el Consejo estima que tanto la inflación como la actividad presentan un balance de riesgos equilibrado. En todo caso, persiste la posibilidad de escenarios de riesgo más negativos, en particular por la evolución sanitaria de la pandemia, la forma de la recuperación en las distintas economías y las cicatrices que dejará este evento (gráfico V.7).

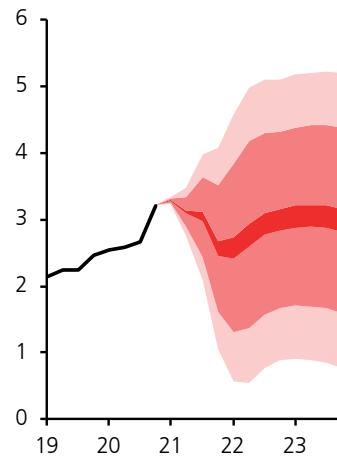
GRÁFICO V.7 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN
PIB TRIMESTRAL (1)



INFLACIÓN IPC (1)



INFLACIÓN IPC SUBYACENTE (1)(2)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento y la inflación que realiza el Consejo. (2) Medida por el IPC sin volátiles.

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



Las proyecciones también consideran escenarios de riesgos cuyas consecuencias desviarían el crecimiento por fuera del rango de proyecciones para los próximos años. Entre estos, destaca un escenario más negativo para la pandemia a nivel mundial, así como ajustes de condiciones financieras provocado por un eventual desanclaje de expectativas inflacionarias ante los significativos impulsos fiscales internacionales. La aparición de nuevas variantes del virus, así como el retraso del proceso de vacunación en gran parte del mundo emergente y en Europa, podrían desencadenar una prolongación significativa de las medidas de confinamiento. En un contexto donde muchos países ya han estrechado considerablemente sus espacios de política, este tipo de escenarios podría afectar en forma más severa la trayectoria de crecimiento de los socios comerciales y los términos de intercambio en el horizonte de proyección. Por otra parte, el paquete fiscal anunciado en EE.UU. para enfrentar la pandemia ha sido muy significativo (acumulando un estímulo superior a 25% del PIB desde el comienzo de la pandemia), y es posible que se sumen otras medidas asociadas a planes de infraestructura pública. Estos anuncios han coincidido temporalmente con una importante alza de tasas largas internacionales. En la medida que dicho comportamiento sea simplemente el reflejo de las mejores expectativas, esto no impondría un freno al crecimiento de Chile ni de otros países cuyas perspectivas de recuperación se encuentran alineadas temporalmente con las de EE.UU. Sin embargo, existe preocupación en parte del mercado de que el tamaño de los estímulos en EE.UU. pueda provocar un ajuste más abrupto de las expectativas inflacionarias y la trayectoria de tasas de la Fed, gatillando un estrechamiento significativo de las condiciones financieras internacionales, comparables quizás a lo observado durante el *taper tantrum* de 2013. De materializarse, un escenario como este podría rebajar varios puntos la proyección de crecimiento para Chile en el horizonte de proyección, mientras que su impacto sería particularmente severo en países emergentes de peores perspectivas de crecimiento y/o que han acumulado mayores desequilibrios macroeconómicos durante la pandemia.



RECUADRO V.1:

Dinámica de las empresas chilenas durante la crisis del Covid-19

Un desafío clave durante la crisis del Covid-19 ha sido diseñar políticas macroeconómicas que apoyen la sobrevivencia de empresas que, siendo viables en el mediano plazo, han experimentado un fuerte shock de liquidez por las restricciones sanitarias. En Chile, esto motivó los programas de crédito Covid-Fogape y la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de la Colocaciones (FCIC) del Banco Central. Además de apoyar la capacidad productiva del país, lograr dicho objetivo facilitaría la recuperación más pronta del mercado laboral y los ingresos de los hogares. El IPoM de septiembre del 2020 ([Recuadro II.2](#)) documentó evidencia preliminar del positivo impacto de estos programas en la sobrevivencia de empresas, pero también encendió ciertas alertas al mostrar un significativo aumento en la proporción de empresas que dejaron de reportar ventas por varios meses.

El presente Recuadro complementa ese análisis en varias dimensiones. Primero, extiende hasta fines del 2020 la evidencia de empresas “sin reporte” por un período prolongado, encontrando una significativa recuperación: de cada tres empresas que dejaron de reportar por tres meses o más, casi dos de ellas volvieron a reaparecer en los registros tributarios con ventas positivas. Segundo, luego de caer significativamente durante los peores meses de la pandemia, la tasa de creación de nuevas empresas ha subido con fuerza, aportando al dinamismo económico observado en los últimos meses. El mayor número de empresas operando desde mediados del 2020, ya sea nuevas o porque hayan retornado, redundó también en la recuperación de interconexiones comerciales entre las empresas y sus proveedores, cuya caída había sido señalada como preocupante ([Recuadro IV.1, IPoM diciembre 2020](#))^{1/}. Tercero, se estudian algunas características de las nuevas empresas, encontrando que su composición sectorial, tamaño, e intensidad de contratación no distan mucho de patrones históricos. Si bien existen muchas dimensiones de análisis pendientes antes de un diagnóstico más acabado, estos antecedentes representan una buena noticia respecto de la magnitud de las cicatrices de la pandemia, sugiriendo que escenarios más negativos respecto de la salud del sector productivo chileno se habrían evitado hasta ahora.

Cuantificación de los márgenes de entrada y no reporte de empresas en Chile durante la crisis del Covid

Entre febrero y junio del 2020, el número de empresas que registraron ventas se redujo de forma importante, pasando desde 650 mil a 550 mil, equivalente a una caída cercana al 15% (gráfico V.8)^{2/}. Esta tendencia se revirtió a partir de junio, cerrando el 2020 con 670 mil empresas que reportaron ventas, un aumento de 3% desde el comienzo de la crisis del Covid-19^{3/}.

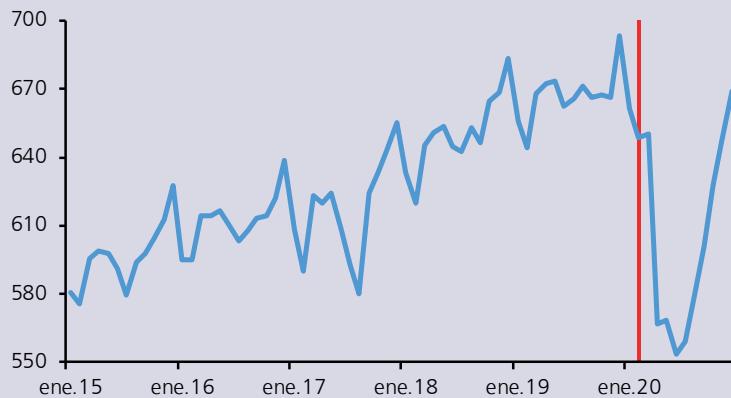
^{1/} En EE.UU., el estudio de la dinámica de entrada y salida de empresas durante la crisis del Covid-19 muestra una dinámica similar, según los datos del [US Census Bureau](#), que publica estadísticas semanales de creación de nuevas empresas. Allí, se ha observado un comportamiento disímil en el curso del 2020, con una caída significativa hacia finales del primer trimestre fuertemente influida por la pandemia y una posterior recuperación ([Haltiwanger, 2020](#)). En general, la dinámica de empresas ha sido un tema relevante para el estudio de la asignación de recursos en una economía desde por lo menos Schumpeter (1939). En un trabajo reciente, [Ates y Saffie \(2021\)](#) analizan estos márgenes para Chile desde una perspectiva histórica.

^{2/} Se considera como empresa cada RUT que registra ventas según los registros administrativos (Formulario F29 del SII, disponible solo en forma innominada en el Banco Central para proteger el anonimato de empresas y trabajadores). Como no se cuenta con registros en tiempo real de la salida definitiva de empresas, se utiliza como sustituto imperfecto el concepto de “no reporte” de ventas.

^{3/} Como referencia, el crecimiento anual promedio en el número de empresas desde el 2015 es 3%. Los resultados cualitativos se mantienen si: a) las series de número de empresas se desestacionalizan; ii) se emplea una medida alternativa de empresa que condiciona reportar empleados y haber pagado cotizaciones en AFP y AFC; y iii) se filtra por empresas de rotación atípica i.e. que cambien de RUT periódicamente pero sigan con la misma planta, además de fusiones y adquisiciones.



GRAFICO V.8 NÚMERO DE EMPRESAS EN CHILE, 2015-2020 (*)
(miles)



(*) Corresponde al total de empresas que en cada mes reporta ventas en el Formulario F29. La línea roja corresponde a febrero del 2020 —el último antes de la llegada del Covid-19 a Chile.

Fuente: Banco Central de Chile en base al formulario F29 del SII.

El panel (a) del gráfico V.9 presenta el flujo mensual de empresas entrantes —que aparecen por primera vez en los registros tributarios— y re-entrantes —que dejaron de reportar por tres o más meses, pero luego reaparecen—. En el panel (b) se muestran aquellas que dejaron de reportar ventas y no volvieron a hacerlo hasta el final del periodo de análisis^{4/}. Destaca el importante aumento de las empresas re-entrantes, que a diciembre del 2020 llegaron a un flujo mensual en torno a 40 mil, desde los bajos niveles registrados en abril (20 mil). Respecto de la creación de empresas, se observa una caída en el flujo mensual, que llega a 9 mil mensuales al inicio de la crisis social y toca un mínimo en torno a 6 mil en abril del 2020 —esto comparado con un promedio mensual de 11 mil nuevas empresas durante el 2018. Dicha ralentización se revirtió a partir de mayo, con una recuperación que alcanzó un *peak* cercano a las 13 mil empresas en noviembre. Por su mayor volumen, la recuperación de las empresas re-entrantes es el factor dominante en la evolución del total de empresas.

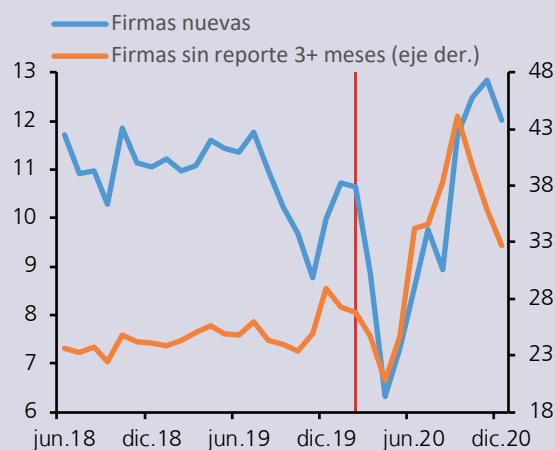
Por su parte, el número de empresas que dejaron de reportar ventas hasta el final del período de análisis (panel b), se acelera a comienzos de la pandemia, llegando a un *peak* cercano a 30 mil mensual en abril del 2020. Luego se estabiliza en niveles alrededor de 14 mil empresas al mes. Dicha desaceleración constituye un tercer factor que contribuye a recuperar el número de empresas.

^{4/} La correcta medición del flujo de empresas que dejan de reportar ventas enfrenta desafíos evidentes entre más cercano es el final de la muestra. Para esto, la muestra se ajusta según la probabilidad de recuperación histórica, empleando la distribución de re-entrada de empresas a diferentes horizontes. Lo anterior también se ajusta según la información obtenida en los meses de pandemia, en los que dicha distribución cambió, reflejando una mayor re-entrada de empresas. Con todo esto, por prudencia, se documenta el flujo mensual solo hasta octubre del 2020.

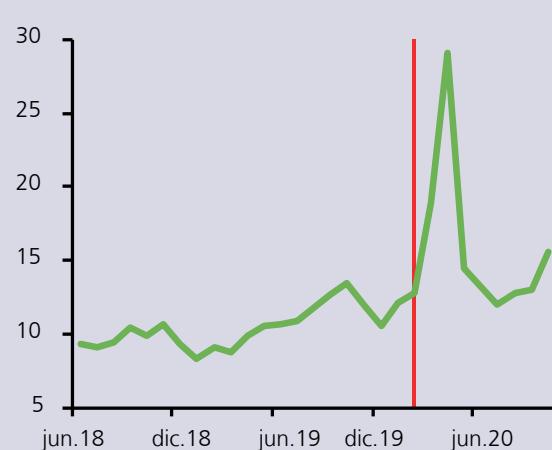


GRAFICO V.9 MÁRGENES DE ENTRADA Y NO REPORTE DE EMPRESAS, 2018-2020 (miles)

(a) Entrada y re-entrada de empresas (1)



(b) Empresas que no reportan ventas (2)



(1) La línea azul muestra el flujo mensual de empresas que por primera vez reportan ventas. La línea naranja es el flujo mensual de empresas que vuelven a aparecer, luego de no reportar ventas por tres o más meses consecutivos. El último dato es diciembre del 2020. (2) Se incluye el flujo mensual de empresas que dejan de reportar ventas positivas y no han vuelto a hacerlo hasta el final de la muestra en Enero del 2021. Para los últimos meses de la muestra se ajusta según la probabilidad de recuperación histórica, y se realiza un segundo ajuste según la información obtenida en los meses de pandemia. Última observación corresponde a octubre del 2020. La línea roja vertical en ambos gráficos corresponde a febrero del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile en base al formulario F29 del SII.

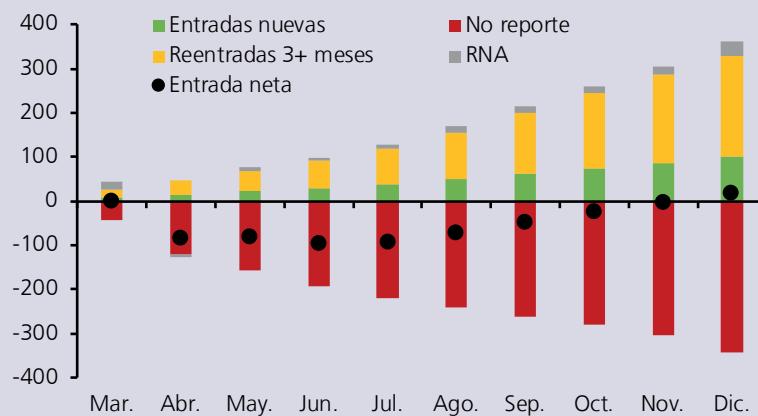
El gráfico V.10 analiza las contribuciones relativas de los factores anteriores, descomponiendo el cambio del número de empresas para cada uno de los meses entre marzo y diciembre con respecto a febrero del 2020. El número de empresas que dejaron de reportar por tres o más meses se muestra con las barras rojas. El subgrupo dentro de esta categoría que vuelve a mostrar ventas —las re-entradas— se grafican con las barras de color amarillo. La entrada de empresas nuevas se representa con las barras verdes. La suma de los tres componentes —la creación neta de empresas— se presenta con los puntos negros y, como se mencionó arriba, asciende a cerca de 20 mil empresas entre febrero y diciembre del 2020^{5/}, lo cual se observa en la última barra del gráfico V.10. Esta creación neta acumulada es explicada por una creación de 100 mil empresas nuevas; 340 mil empresas que dejaron de reportar ventas por tres meses o más; 230 mil empresas que, habiendo salido por tres meses o más, volvieron a reportar ventas desde febrero, y 30 mil que tienen una rotación que cae fuera de las definiciones anteriores^{6/}. Esto significa que 2 de cada 3 empresas que en algún momento dejaron de reportar sus ventas por tres meses o más lograron recuperarse durante el año. También es importante subrayar que la creación de nuevas empresas fue solo 10% menor de lo observado en los mismos meses del 2018 (110 mil empresas).

^{5/} En sentido estricto, se debe sumar un cuarto componente correspondiente a rotación no asignada de empresas. Ver nota explicativa del gráfico V.10 para más detalles.

^{6/}Cabe mencionar que las re-entradas observadas desde febrero también incluyen empresas que dejaron de reportar ventas por tres o más meses antes de febrero, y por tanto incluye la re-entrada de empresas que, por ejemplo, dejaron de reportar durante el estallido social. La rotación no asignada corresponde a empresas que volvieron a reportar entre marzo y abril pero habiendo dejado de reportar por solo 1 o 2 meses, y resta empresas que, habiendo dejado de reportar en noviembre o diciembre del 2020, vuelven a hacerlo en enero del 2021.



GRAFICO V.10 DESCOMPOSICIÓN DE LA ENTRADA NETA DE EMPRESAS EN CHILE EN 2020 (*)
(miles)



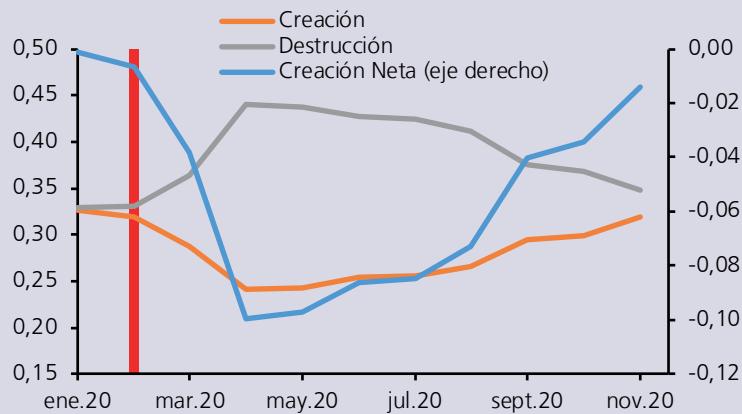
(*) La entrada neta se calcula como la diferencia del número de empresas para cada mes entre marzo y diciembre del 2020, con respecto al registrado en febrero de ese año. A manera de ejemplo, la última barra muestra la diferencia entre diciembre y febrero, equivalente a 20.455 empresas. Esta a su vez se descompone entre cuatro componentes de la siguiente forma: a las entradas de empresas nuevas (barra verde, 100.620) se les resta la salida de empresa (barra roja, 341.572), y se adiciona la re-entrada de empresa (barra amarilla, 229.321). En las salidas se incluyen a las empresas que dejan de reportar ventas entre marzo y diciembre para las cuales se separa, con información hasta enero del 2021, que no reportaron por 3 o más meses consecutivos (a excepción de aquellas que dejaron de reportar en diciembre, en cuyo caso dejarían de reportar solo dos meses). Para la re-entrada se consideran dos tipos de empresas: aquellas que vuelven a entrar a partir de junio y hasta diciembre, habiendo dejado de reportar en algún momento desde marzo por 3 o más meses consecutivos, y aquellas que, habiendo dejado de reportar desde antes de marzo por 3 o más meses consecutivos, lo volvieron a hacer en algún momento entre marzo y diciembre. El cuarto y último componente es la rotación no asignada (RNA, barra gris, 32.086) que, para coherencia con la entrada neta, suma empresas que volvieron a reportar entre marzo y abril, pero habiendo dejado de reportar por solo 1 o 2 meses, y resta empresas que habiendo dejado de reportar en noviembre o diciembre vuelven a hacerlo en enero del 2021.

Fuente: Banco Central de Chile en base al formulario F29 del SII.

Otro margen relevante estudiado en el IPoM de diciembre 2020 ([Recuadro IV.1, IPoM diciembre 2020](#)) se refiere a la evolución de las conexiones entre empresas y sus proveedores. En esa oportunidad, se documentó una caída relevante en el número de estas conexiones, levantando ciertas alertas respecto de sus posibles efectos en la eficiencia de las cadenas productivas y la recuperación económica. El gráfico V.11 actualiza ese análisis a diciembre del 2020, mostrando que, coherente con la recuperación del número de empresas durante el segundo semestre, se observa también un aumento en las conexiones entre empresas y proveedores, retornando a los niveles pre-pandemia.



GRAFICO V.11 CREACIÓN Y DESTRUCCIÓN DE RELACIONES CON PROVEEDORES (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Se documenta la creación y destrucción bruta (eje izquierdo) y la creación neta (eje derecho) de relaciones productivas de las empresas con sus proveedores, expresadas en crecimiento año/año. Se incluyen las empresas que pertenecen al Directorio de Cuentas Nacionales, excluyendo aquellas ligadas a EGA y Administración Pública. La línea roja corresponde a febrero del 2020.
Fuente: Banco Central de Chile en base a datos de la factura electrónica.

Características de las empresas entrantes durante la crisis del Covid-19

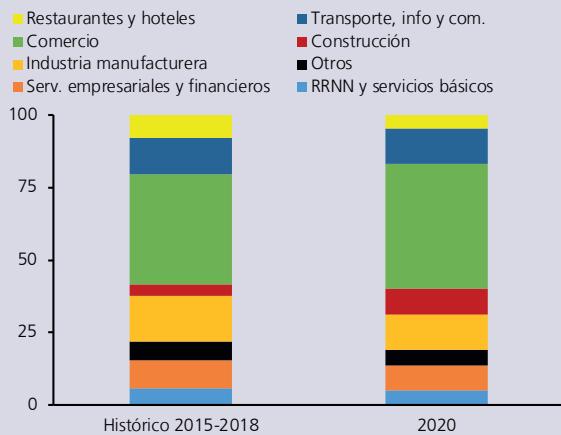
Una pregunta relevante es qué características tienen las nuevas empresas creadas durante la crisis. Por ejemplo, si estas muestran un sesgo sectorial relevante, podría ser indicativo de cambios estructurales que impliquen desafíos y costos de ajuste en el corto plazo —en particular, en la medida que requieran una adecuación de las competencias en el mercado laboral. Por otra parte, si su tamaño es menor, o bien se observa una menor intensidad de contratación de trabajadores respecto de patrones históricos, el impacto positivo de las nuevas empresas creadas se vería en parte mitigado.

El panel (a) del gráfico V.12 muestra la distribución sectorial de las empresas nuevas. El panel (b) lo hace por tamaño, según cuatro estratos, usando como comparativo un histórico de empresas entrantes entre los años 2015 y 2018. Los patrones no distan mucho de años previos, más allá de que se observa alguna mayor intensidad de creación en el Comercio y la Construcción, y una algo menor en la Industria Manufacturera, Restaurantes y Hoteles y Servicios Empresariales. Tampoco se observa un cambio relevante en la distribución de tamaño. Además, las nuevas empresas muestran niveles de contratación comparables a años anteriores. Así, el número promedio de empleos es cercano a tres trabajadores por empresa —en torno a siete si se toman registros de empresas con dos o más trabajadores desde su inicio—, lo cual está alineado con años anteriores.

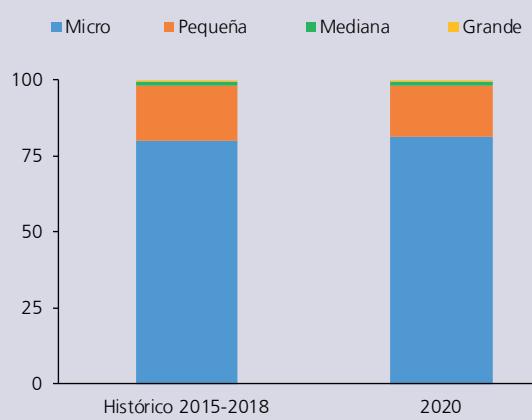


GRAFICO V.12 CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS NUEVAS (*)
(porcentaje del total de empresas nuevas)

(a) Por sector económico



(b) Por tamaño



(*) Panel a: Fracción porcentual de cada sector en la distribución de empresas entrantes. Panel b: Fracción porcentual de cada estrato en la distribución de empresas entrantes. Grandes: ventas de más de 100.000 UF; Mediana: con ventas entre 25.000 y 100.000 UF; Pequeña: con ventas entre 2.400 y 25.000 UF; Micro: ventas menos de 2.400 UF.

Fuente: Banco Central de Chile en base al formulario F29 del SII.

Conclusiones

La pandemia tuvo grandes efectos en la dinámica de entrada y salida de empresas durante el 2020. Luego de caer con fuerza en la primera mitad del año, la entrada neta de empresas se recuperó en forma muy relevante hacia fines de año. Este resultado se explicó, principalmente, por la recuperación de empresas que en algún momento dejaron de registrar ventas por períodos prolongados, pero también por una recuperación importante del flujo de entrada de nuevas empresas. Sobre estas últimas, sus características son similares a las de años anteriores, en términos de su composición sectorial, tamaño e intensidad de contratación. Esta recuperación también se manifiesta en las conexiones entre empresas y sus proveedores.

Si bien esta evidencia no concluye el análisis respecto de las cicatrices de la pandemia —el cual deberá evaluar en forma más completa factores como el mayor endeudamiento y la aún parcial recuperación del empleo en las empresas que lograron sobrellevar la crisis, entre muchos otros—, la sobrevivencia de empresas durante la pandemia y la recuperación en la dinámica de creación son sin duda buenas noticias. Esto, además, ayuda a explicar la recuperación más rápida que tuvo la actividad en la última parte del 2020. El Banco Central continuará contribuyendo al entendimiento de los fenómenos macroeconómicos relevantes a partir de las crecientes posibilidades analíticas que se abren con la disponibilidad de microdatos.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA MARZO 2021