

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

JUNIO 2021





Informe de Política Monetaria

JUNIO 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.



Foto Portada: Salar de Atacama / Región de Antofagasta

Alejandro Zurbuchen S. / Representante Legal

Gerencia de División de 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	22
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	30
IV. PRECIOS Y COSTOS	43
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	50
RECUADROS	
Efectos del Covid-19 en el crecimiento de largo plazo a nivel global	18
Impacto de la pandemia en el mercado laboral femenino	38
PIB tendencial	63
Tasa de interés neutral	72
Estimación de los precios de largo plazo del cobre y el petróleo	76

*/ El cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 1 de junio de 2021, excepto en los casos que se indica en el informe. Además, el informe considera la decisión de política monetaria del 8 de junio.



RESUMEN

La recuperación de la actividad ha sorprendido positivamente en los primeros meses del 2021, reflejando el fuerte impulso macroeconómico y la mejor adaptación de la economía a las restricciones sanitarias. El consumo privado ha aumentado con fuerza, alimentado por los retiros de ahorros previsionales y las masivas transferencias fiscales. A ello se agregan las reformas recién aprobadas, con lo que la expansión fiscal será significativamente superior a la prevista en marzo. La suma del mejor desempeño reciente y el aumento del impulso al gasto, en un contexto de condiciones externas más favorables, llevan a un importante aumento del crecimiento proyectado para este año. Aún con estos avances y perspectivas más positivas de recuperación, la percepción general se mantiene marcada por la evolución de los contagios y las cuarentenas, el importante rezago de algunos sectores, las fragilidades en el mercado del trabajo y la persistencia de una alta incertidumbre. El mercado financiero ha reaccionado al conjunto de desarrollos locales, y se observa un aumento de las tasas largas mientras sus similares externos permanecen estables, una caída de la bolsa y aumentos moderados del riesgo soberano. El mayor crecimiento del 2021 adelantará el cierre de la amplia brecha de actividad que generó la crisis del Covid-19, lo que hará menos necesario que el impulso monetario apoye la recuperación de la economía, por lo que éste debería comenzar a moderarse antes de lo previsto en el IPoM anterior. Esto evitará que un aumento de la inflación —actualmente en torno a 3,5%— eleve el costo de la vida y erosione el poder de compra de los hogares más afectados por la crisis. Aun así, se anticipa que, en el escenario central, la TPM estará por debajo de su nivel neutral durante todo el horizonte de política, apuntalando un proceso de recuperación que seguirá enfrentando importantes desafíos.

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

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

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



El mercado laboral continúa mejorando de manera heterogénea. Los datos del INE muestran que más de la mitad de los empleos perdidos tras el inicio de la pandemia se han recuperado. No obstante, el empleo por cuenta propia y asalariado informal, los trabajadores de más baja calificación y las mujeres se mantienen como los segmentos más rezagados. De hecho, la tasa de participación femenina está aún muy lejos de los niveles prepandemia, afectada por las responsabilidades adicionales sobre el cuidado del hogar que han debido asumir muchas mujeres (Recuadro III.1). Por su parte, el número de cotizantes de las AFP y del seguro de cesantía ha retornado a los niveles prepandemia, lo que indica que el empleo asalariado formal se ha beneficiado de mejor manera de la recuperación económica. A su vez, la inactividad ha descendido, aunque se mantiene elevada para sus patrones históricos, y las vacantes han aumentado, con lo que la tasa de desempleo permanece en torno a 10%. Se suma que la ampliación de las cuarentenas impactó más al empleo por cuenta propia y asalariado informal, observándose también un aumento de las solicitudes del seguro de cesantía, pese a que se mantienen bajo sus niveles del 2020. Todo esto es indicativo de que la recuperación del mercado laboral sigue siendo frágil e incompleta.

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

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

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

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

Los indicadores de incertidumbre siguen elevados, muy por encima de los previos a la crisis social, y el mercado financiero chileno se ha desacoplado de las tendencias globales. Así, las tasas de interés de largo plazo han aumentado 30 puntos base desde mediados de abril a la fecha (BCP10), mientras que sus referentes externos no han tenido grandes cambios. Esto ha ido acompañado de una caída de la bolsa de algo más de 10%, una depreciación del peso de 2% y un aumento del premio soberano (CDS) de 15 puntos base, todo ello pese a la significativa alza del precio del cobre. Esto ha coincidido con un período de mayores tensiones políticas y un amplio abanico de iniciativas legislativas en materias previsionales, fiscales y regulatorias.



En el ámbito externo, el crecimiento mundial ha ido consolidando las favorables perspectivas para este año y el próximo, lo que ha sido recogido por los mercados financieros globales. La evolución del escenario externo se liga estrechamente al avance de la vacunación y la reapertura en las economías desarrolladas, lo que ha redundado en el repunte y afianzamiento de la confianza de los consumidores, de las empresas y de la actividad en los sectores más rezagados. Los mercados financieros globales han recogido este panorama, incentivando una mayor toma de riesgos, aumentos de las bolsas de valores y apreciaciones generalizadas de los precios de los activos. Así es como las condiciones financieras se han mantenido favorables, en particular por una mayor estabilidad de las tasas de largo plazo, el descenso de los spreads corporativos y los premios por riesgo, y una entrada de capitales hacia los mercados emergentes. De todos modos, este panorama no es común a todas las economías, observándose rezagos importantes en aquellas donde el control de la pandemia sigue siendo complejo, no existe un plan de vacunación significativo en el corto plazo, el espacio de política es reducido y/o han aumentado las tensiones internas. Varios países de América Latina se encuentran en esta situación.

Los precios internacionales de las materias primas y los alimentos también se han visto impulsados por el panorama de recuperación global, a lo que se añaden dificultades por el lado de la oferta y un dólar que se ha depreciado. El precio del cobre llegó hasta un valor récord de US\$4,86 la libra a principios de mayo, ubicándose al cierre estadístico en niveles en torno a US\$4,5, lo que representa un incremento de 11% respecto de marzo. El precio del petróleo también ha aumentado, y se ubica por sobre US\$65 el barril.

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

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

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

Proyecciones

El escenario central aumenta de forma importante el crecimiento esperado para este año, a un rango entre 8,5 y 9,5%. Cerca de dos tercios de la diferencia con la proyección de marzo se explica por la acumulación de medidas de impulso al gasto, y el tercio restante, principalmente por el mejor inicio del año y adaptación de la economía. Las masivas transferencias fiscales y la aprobación del tercer retiro de ahorros previsionales llevan a proyectar un crecimiento anual del consumo privado en torno a 15% (en torno a 12% en marzo). A su vez, la formación bruta de capital fijo aumentará 11,4% en el año, mientras las exportaciones totales crecerán algo más de 1%. En este escenario, el cierre de la brecha de actividad será más temprano que lo estimado anteriormente.



Para el 2022 y el 2023, los rangos de crecimiento se corrigen a la baja, dada la mayor base de comparación, el paulatino descenso del impulso al consumo y un dinamismo acotado de la inversión.

En el escenario central, el PIB aumentará entre 2 y 3% el 2022, y entre 1,75 y 2,75% el 2023. El incremento anual del consumo privado se moderará significativamente en los próximos dos años, reflejando en buena parte la transitoriedad con que se han definido las actuales medidas de apoyo a los ingresos. En la inversión, para el bienio 2022–2023 se prevén tasas de expansión significativamente menores que en el 2021. Esto, principalmente, por el bajo dinamismo de la FBCF en construcción y obras, la lenta incorporación de nuevos proyectos a los catastros, la mantención de la incertidumbre en niveles elevados, el mayor endeudamiento de las empresas y la evolución de las condiciones financieras locales.

Un elemento central de estas proyecciones es la política fiscal, que este año agregará un impulso superior al contemplado en marzo, considerando los anuncios ya concretados y el gasto adicional que significarán, entre otras, las medidas de apoyo a hogares recientemente aprobadas.

Para el 2022 y el 2023, se asume que no se mantendrá un impulso masivo como este, dando paso a políticas focalizadas en los segmentos más rezagados y una estabilización de las finanzas públicas. Así, después de alcanzar una expansividad récord en el 2021, el escenario central considera que las cuentas fiscales se insertarán en una trayectoria de convergencia a las metas estructurales y hacia una relación sostenible de deuda pública a PIB, en línea con las recomendaciones del Consejo Fiscal Autónomo. Ello podría reforzarse con aumentos permanentes de los ingresos fiscales, derivados de las reformas que han sido recientemente anunciadas por el Gobierno.

El déficit de la cuenta corriente de este año será similar a lo proyectado en marzo, pues el mayor precio del cobre compensa la expansión del gasto interno.

Con todo, entre el 2020 y 2021, el saldo de la cuenta corriente se volverá negativo, reflejando el aumento de la demanda interna. Comparado con marzo, durante el trienio 2021-2023, la economía mundial tendrá tasas de crecimiento levemente superiores y el precio promedio anual del cobre será entre 20 a 30 centavos de dólar más alto. Además del alza reciente, esta corrección responde al mayor precio de largo plazo (Recuadro V.3). Pese al incremento del precio del petróleo en el horizonte de proyección, los términos de intercambio son, en promedio, 4% superiores a lo estimado en marzo.

El mayor impulso al consumo, en un contexto de cierre más pronto de la brecha de actividad y aumentos de las presiones de costos, eleva las proyecciones de inflación.

La inflación subyacente cerrará el año algo por debajo de 4% anual. El alza de los precios de la energía seguirá dominando el componente volátil. Así, tras alcanzar valores superiores en el segundo semestre, en diciembre del 2021 la inflación anual del IPC total será 4,4%. En el 2022 y el 2023, en la medida que el impulso fiscal y monetario vaya normalizándose, la inflación convergerá hacia 3%, para permanecer en ese valor hacia el fin del horizonte de política, el segundo trimestre del 2023.

En este IPoM, se revisa a la baja el crecimiento de mediano plazo de la economía, dada la persistente caída del crecimiento de la productividad durante la última década.

La estimación del crecimiento del PIB tendencial no minero se reduce a un rango entre 2,4 y 3,4% para el período 2021-2030, que se compara con el rango entre 3,25 y 3,75% estimado para el decenio 2019-2028. Esta revisión responde al menor crecimiento proyectado para la productividad total de factores^{1/}, supuesto sobre el que existe un elevado grado de incertidumbre, que se refleja en el mayor ancho del rango de estimación de crecimiento tendencial (Recuadro V.1). Esto da cuenta, en parte, de que las estimaciones no incluyen los potenciales efectos —al alza o a la baja— originados por los cambios estructurales inducidos por la pandemia o por el proceso político-institucional en marcha.

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



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

Para la TPM neutral, el conjunto de estimaciones arroja cifras del orden de 0,5% en términos reales. Acorde con el rango de estimaciones y la incertidumbre en torno a este cálculo, el Consejo considera que la TPM neutral se ubica en un rango entre 3,25 y 3,75% en términos nominales, una rebaja de 50 puntos base en los límites del rango estimado hasta marzo (Recuadro V.2). Esto refleja en parte la tendencia global a menores tasas de interés neutrales observada en los últimos años y es coherente con la reducción del crecimiento tendencial estimado para Chile. Respecto del mínimo técnico de la TPM, se estima que este sigue siendo de 0,5%.

En síntesis, la mayor proyección de actividad para el 2021 se explica en gran medida por el aumento del consumo privado, respondiendo a la acumulación de medidas de estímulo adoptadas desde el IPoM anterior. Parte importante de estas medidas dan cuenta de una política fiscal considerablemente más expansiva que lo previsto anteriormente. Las perspectivas para la inversión y las exportaciones, en cambio, son más acotadas, con tendencia a desacelerarse en el primer caso. Así, se perfila un escenario de recuperación notoriamente sesgado hacia el consumo, que, de mantenerse o profundizarse con políticas más procíclicas, podría ir incubando desequilibrios macroeconómicos de mayor envergadura, riesgo que debe ser debidamente anticipado.

Escenarios de sensibilidad y riesgos

El escenario central se basa en un conjunto de supuestos como los descritos en los párrafos precedentes, que dan forma a las proyecciones presentadas. Sobre dichos supuestos, pueden realizarse ejercicios de sensibilidad que, manteniendo el crecimiento del PIB en los rangos previstos, requieran de una acción de política monetaria algo distinta. Estos escenarios forman el corredor de TPM presentado en el Capítulo V (gráfico V.1).

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

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

Pese a que la economía ha mostrado una importante recuperación, la pandemia es un fenómeno aún presente y podrían darse eventos inesperados. El escenario central considera que durante el segundo semestre se dará un desconfinamiento creciente de la población y se relajarán las medidas de distanciamiento social, de la mano del logro de las metas del proceso de vacunación. Sin embargo, en lo más reciente los contagios han



aumentado y se han reimpuesto cuarentenas en varias comunas. Si ello se intensifica, la apertura podría ser más lenta, retrasando el cierre de la brecha de actividad, requiriendo que la actual expansividad monetaria se mantenga por algún tiempo más.

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

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

Orientación de la política monetaria

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

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

En particular, el mayor crecimiento previsto para el gasto y la actividad harán menos necesario que el impulso monetario apoye la recuperación de la economía con la intensidad actual, por lo que debería comenzar a moderarse gradualmente, antes de lo previsto en el IPoM anterior. Esto permitirá evitar la acumulación de presiones inflacionarias en un momento particularmente sensible de la recuperación. Es importante recordar que la inflación perjudica especialmente a los hogares de ingresos medios y bajos, que no poseen los mecanismos de protección de su poder adquisitivo y sus activos con que cuentan los más acomodados. Por esto, un escenario de mayor inflación solo potenciaría el impacto regresivo de la pérdida de empleos que estos sectores han tenido durante la crisis.



En todo caso, aún en un contexto de gradual normalización, la política monetaria continuará acompañando la recuperación de la economía. Es así como, partiendo de uno de los niveles más expansivos entre economías comparables, en el escenario central se anticipa que la TPM estará por debajo de su valor neutral durante todo el horizonte de política de dos años.

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

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

RESUMEN PROYECCIONES

	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
PIB (var. anual; %)	8,5-9,5	2,0-3,0	1,75-2,75
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,8	-1,1	-1,9
Inflación total (prom. anual; %)	3,9	3,8	3,0
Inflación subyacente (prom. anual; %)	3,5	3,8	3,1
Inflación a dos años (%) (*)	--	--	3,0
Crecimiento mundial (var. anual; %)	6,5	4,4	3,5
Precio del cobre (prom. anual; US\$cent/libra)	425	400	370

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



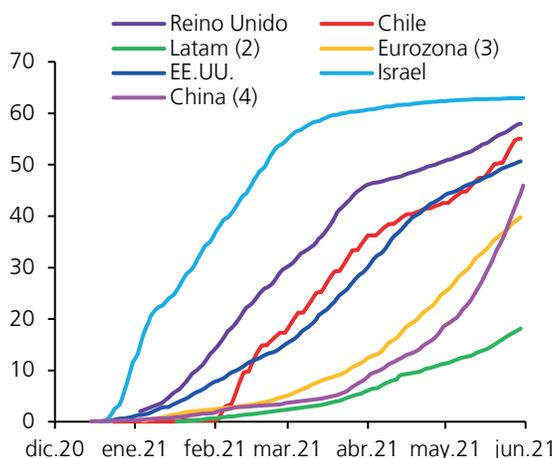
I. ESCENARIO INTERNACIONAL

La economía mundial ha ido consolidando las perspectivas de recuperación para este año y el próximo. La actividad del primer trimestre y los indicadores más recientes de corto plazo dan cuenta de una recuperación en línea con lo previsto. Esta evolución se liga al avance de la vacunación —especialmente en los países desarrollados— y la consiguiente reapertura paulatina de las economías, lo que permitió la mejora de la confianza de los consumidores y empresas, y la recuperación de la actividad en los sectores más rezagados. Este panorama también ha sido recogido por los mercados financieros, incentivando una mayor toma de riesgos, aumentos en las bolsas de valores y una apreciación generalizada de los precios de activos y de materias primas. De todos modos, este escenario no ha sido común a todas las economías, especialmente en América Latina, cuyas perspectivas son menos favorables. En suma, el impulso externo de este año será algo mayor para Chile respecto del IPoM de marzo, principalmente por el mayor precio del cobre. Sin embargo, la preocupación por la inflación en EE.UU. y la posibilidad de que ello provoque una reversión abrupta de las condiciones financieras ha ganado algo más de terreno en lo reciente.

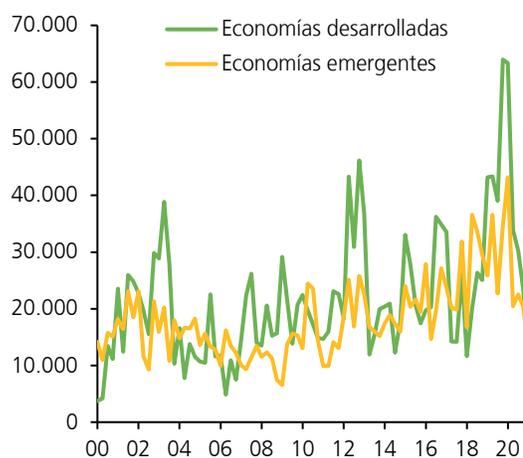
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

Las perspectivas de recuperación se han ido consolidando, a medida que avanza la vacunación mundial y se reduce la incertidumbre asociada a la pandemia (gráfico I.1), previendo así un crecimiento de la actividad global para 2021 algo mayor respecto del considerado en marzo. Las perspectivas de crecimiento mundial se ubican en 6,5% para este año y 4,4% durante el próximo (6,2 y 4,4% en el IPoM de marzo, respectivamente).

GRÁFICO I.1 AVANCE PROCESO DE VACUNACIÓN (1)
(porcentaje de la población)



ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE MUNDIAL (5)
(índice promedio por grupo de países)



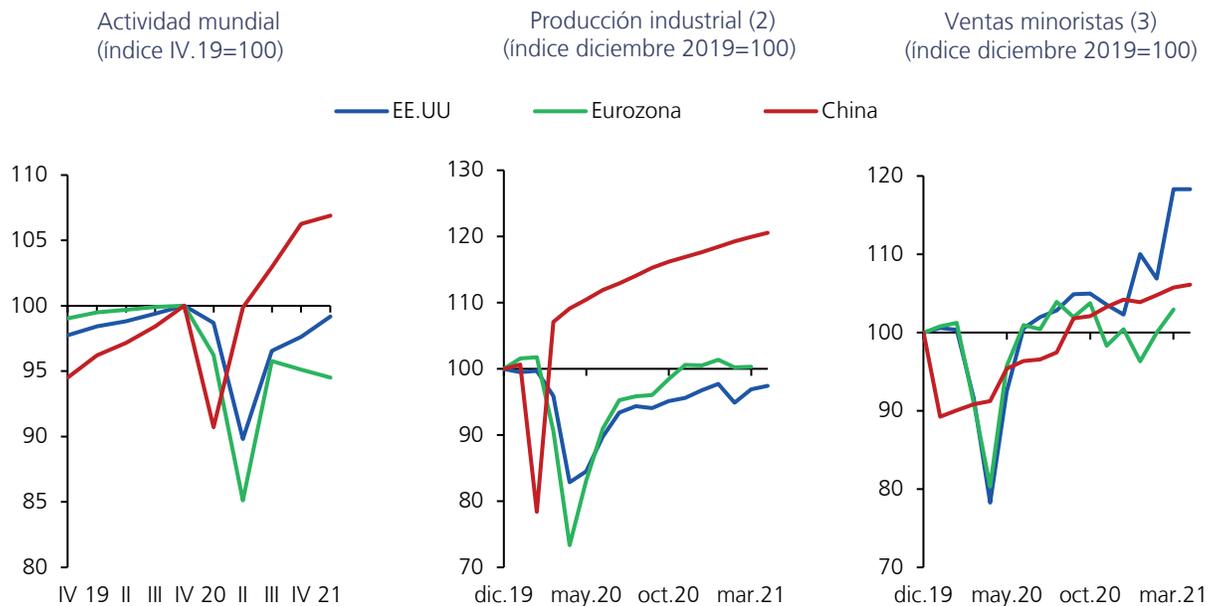
(1) Porcentaje de la población con al menos una dosis. (2) Promedio ponderado por población entre Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Promedio ponderado por población entre Alemania, España, Francia e Italia. (4) Corresponden a datos de dosis totales administradas. (5) Promedio simple del índice entre países. El índice se calcula contando la frecuencia de la palabra “incierto” (o la variante) en los reportes por país de la Unidad de Inteligencia de The Economist. Luego, este se normaliza por el número total de palabras y se reescala multiplicando por 1.000. Un número más alto significa mayor incertidumbre y viceversa. Para mayor detalle, ver [World Uncertainty Index](#).

Fuentes: Our World in Data y Ahir, H., N. Bloom, y D. Furceri (2018).



Las cifras del primer trimestre dieron cuenta de que la actividad mundial siguió recuperándose y mostrando una mayor adaptación al funcionamiento bajo restricciones (gráfico I.2). En la Eurozona, la actividad tuvo una caída menor que el año pasado, reflejo de un impacto más acotado de las cuarentenas sobre el desempeño de las economías del bloque. En China, destacó la evolución favorable del comercio exterior, vinculada a la elevada demanda mundial de bienes, además del consumo e inversión que siguieron repuntando. En EE.UU., se mantuvo la recuperación liderada por el consumo de bienes, impulsado por los paquetes fiscales, y un sector de servicios que siguió mejorando de la mano del levantamiento de restricciones. Esto se dio en medio de un mercado laboral que ha continuado mejorando, aunque el empleo aún se ubica por debajo de los niveles prepandemia y su recuperación se ha visto limitada en parte por factores de oferta. En cuanto a las perspectivas de mediano plazo, se ha ido consolidando una visión de que el efecto de la crisis del Covid-19 tendría efectos mayores en las economías emergentes que en las avanzadas (Recuadro I.1).

GRÁFICO I.2 ACTIVIDAD E INDICADORES DE CORTO PLAZO (1)



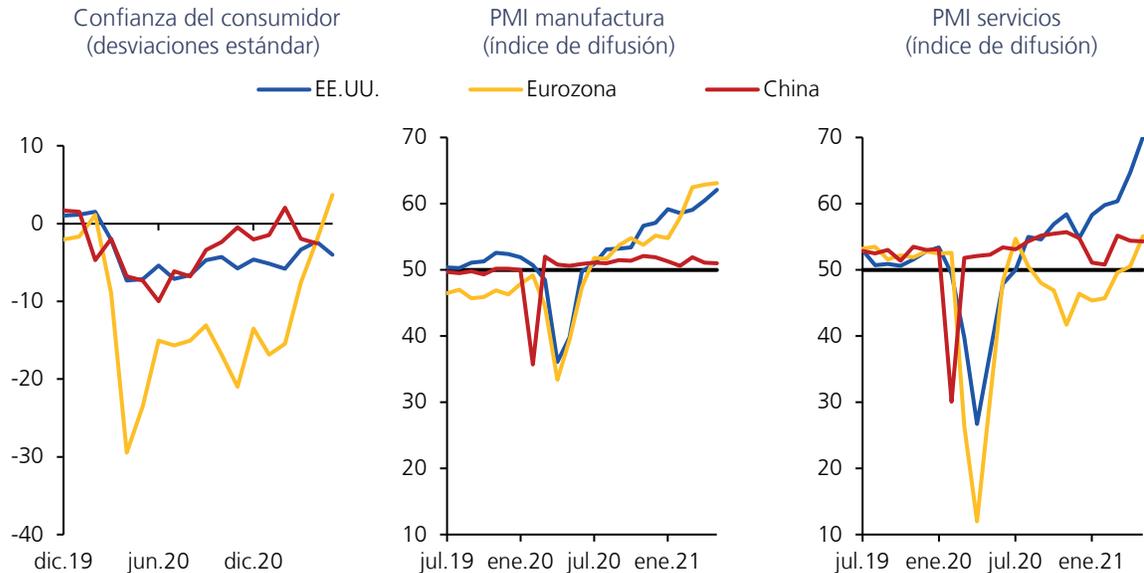
(1) Series desestacionalizadas. (2) Series reales. (3) Series nominales.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a cifras de PIB e indicadores de Bloomberg y Eurostat.

La mayor velocidad de inoculación, principalmente en los países desarrollados, ha permitido la reapertura gradual de las economías, lo que se ha traducido en una mejora de los indicadores de confianza de consumidores y empresas (gráfico I.3). Esto se ha dado a medida que estos países han avanzado con sus planes de desconfinamiento, mejorando así las perspectivas de los servicios (PMI), particularmente de aquellos que requieren de mayor interacción directa. Al mismo tiempo, las perspectivas de compañías manufactureras se han mantenido en torno a sus máximos históricos, favorecidas por la rápida recuperación que ha tenido la demanda de bienes a nivel mundial. En el caso de China, las expectativas más recientes de las firmas ratifican un panorama optimista y siguen indicando un crecimiento de la actividad en lo venidero.



GRÁFICO I.3 PERSPECTIVAS DE CONSUMIDORES Y EMPRESAS (1) (2)



(1) Para confianza del consumidor, se estandarizó por media y desviación estándar de 2019. (2) Para los PMI, un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

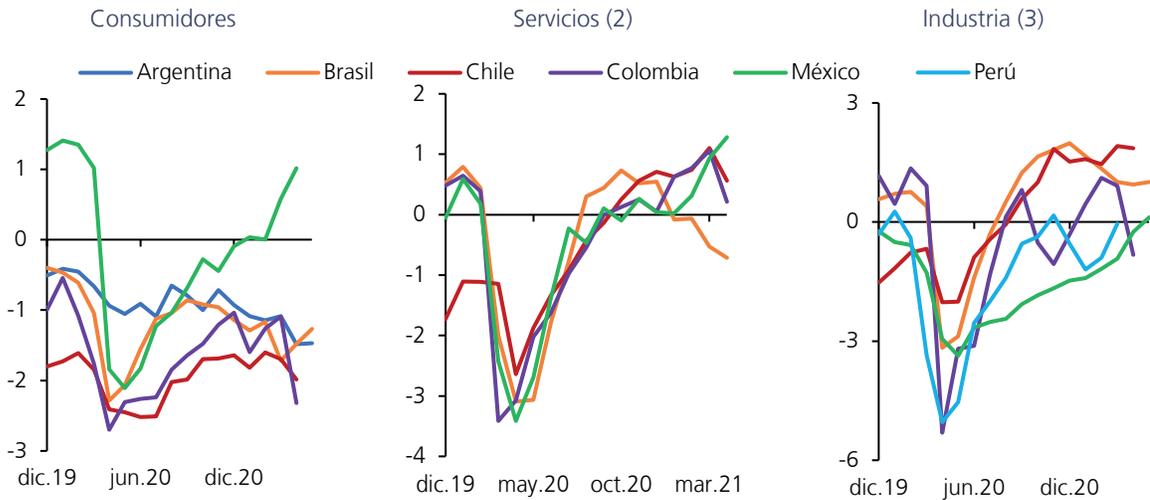
Fuentes: Bloomberg y Eurostat.

En las economías emergentes, las perspectivas lucen menos favorables por la menor velocidad de vacunación y el surgimiento de factores idiosincráticos en algunos países. El agravamiento de la crisis sanitaria en la India, que alcanzó cifras récord de contagios y fallecimientos, significó un aumento de las restricciones en el país y una suspensión de las exportaciones de vacunas para priorizar el suministro local, afectando la provisión en algunos países emergentes. En América Latina, más allá de que la actividad del primer trimestre superó las expectativas, a la lenta vacunación y la vulnerable situación epidemiológica, se han agregado ciertos elementos de incertidumbre social y/o política que dificultarían aun más el proceso de recuperación. Esto, en medio del menor espacio fiscal y de las inquietudes que han surgido sobre la sostenibilidad de la deuda pública, por el significativo aumento de sus niveles en el último tiempo, lo que ha llevado a algunos recortes en las clasificaciones de riesgo soberano. Los factores de incertidumbre en algunos países —como Colombia y Perú— se han traducido en movimientos financieros considerables en los últimos meses, con un debilitamiento de sus monedas y de otros precios de activos financieros. En el caso de Brasil, si bien los indicadores financieros han sido menos afectados en lo reciente, el riesgo inflacionario sigue latente. Todo ello, en conjunto, se ha reflejado en debilitados niveles de confianza de hogares y empresas en varias naciones del bloque (gráfico I.4), anticipando una menor velocidad de recuperación.

El fortalecimiento de las perspectivas y la menor incertidumbre en los países desarrollados han incentivado la toma de riesgos en los mercados financieros. Las bolsas han seguido subiendo en distintas economías y las monedas se apreciaron frente al dólar. Así, las condiciones financieras siguen siendo favorables, particularmente en desarrollados, donde ha continuado el descenso de los *spreads* corporativos (gráfico I.5). Al igual como ocurre con las perspectivas de crecimiento, en las economías emergentes la situación es algo distinta. Si bien han caído los premios por riesgo y se ha mantenido la entrada de capitales, en algunos países de América Latina ha subido el riesgo soberano por los factores internos antes mencionados. Las tasas de interés mundiales de largo plazo han ido moderando la tendencia alcista y transversal que mostraban a principios de año, en un escenario que no ha estado exento de volatilidad, por la mayor inflación de EE.UU.

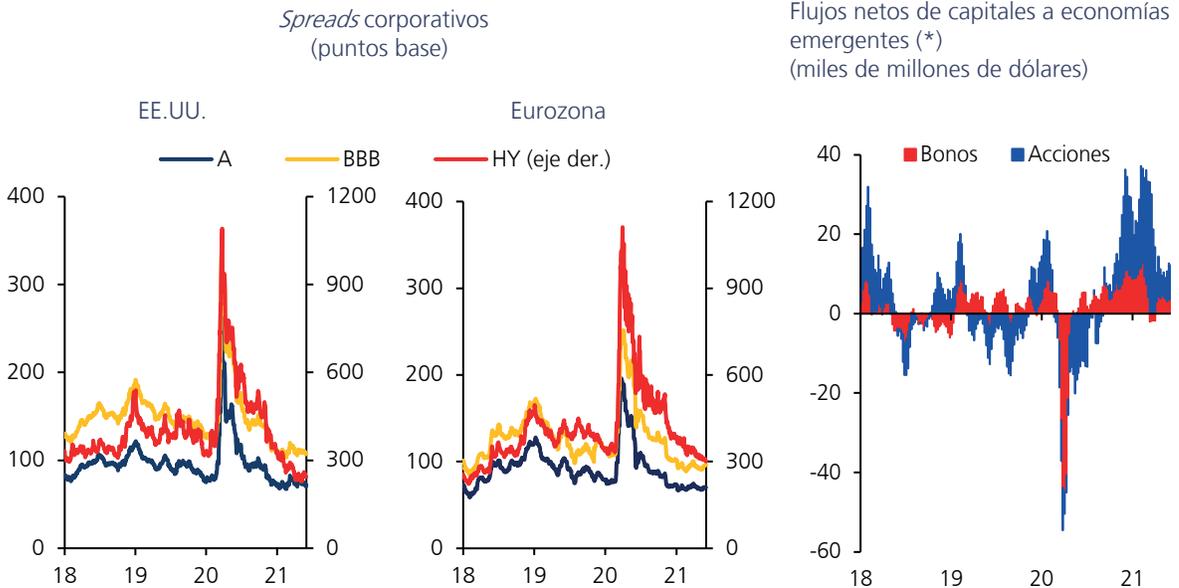


GRÁFICO I.4 INDICADORES DE CONFIANZA (1)
(desviaciones estándar)



(1) Para confianza del consumidor, se estandarizó por media y desviación estándar del período 2006-2021; para servicios 2018-2021 y para industria 2012-2021. (2) Para Brasil, corresponde a PMI de servicios; para Chile, a la categoría de comercio del IMCE; para Colombia, a confianza comercial; para México, a PMI no manufacturero. (3) Para Perú, corresponde a confianza empresarial. Fuentes: Bloomberg y BCRP.

GRÁFICO I.5 CONDICIONES FINANCIERAS



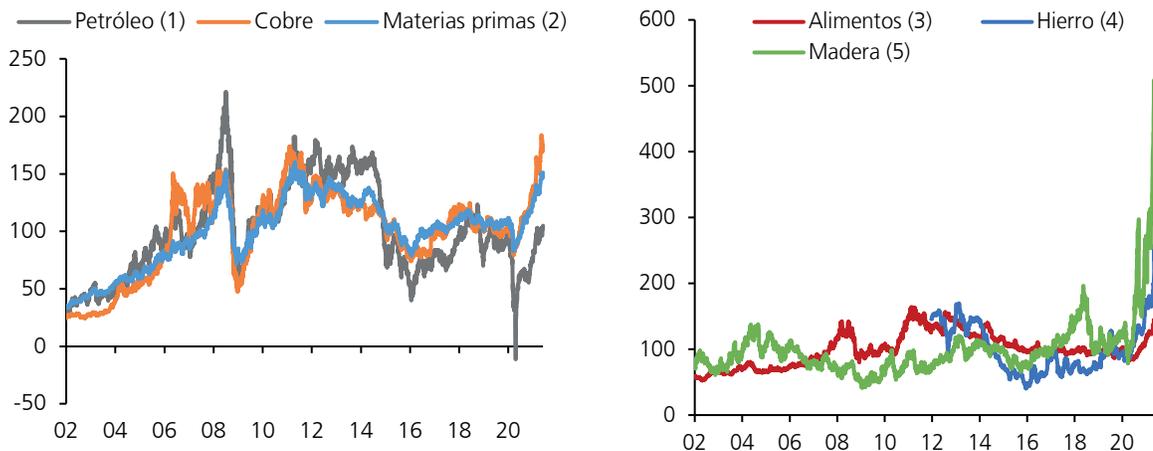
(*) Corresponde al acumulado de cuatro semanas móviles. Considera flujos acumulados hasta el 2 de junio de 2021. Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.



La recuperación y las mejores perspectivas de las principales economías han seguido impulsando los precios de materias primas, a lo que se añaden interrupciones de oferta a causa de dificultades climáticas y logísticas, en medio de la depreciación del dólar a nivel global. Así, los precios de varias materias primas alcanzaron máximos históricos, incluido el cobre (gráfico I.6). Las importaciones chinas del metal se han mantenido en niveles récord, ante los programas de infraestructura implementados y la recuperación de la demanda mundial por bienes. Por el lado de la oferta, en tanto, los inventarios en bolsa se han mantenido en niveles bajos. Así, luego de alcanzar una cotización récord de US\$4,86 la libra en la primera quincena mayo, el precio del metal se ubicó en torno a US\$4,5 al cierre estadístico de este IPoM (+11% desde el cierre estadístico de marzo). El petróleo ha seguido su recuperación (+3,7% desde marzo, para el promedio WTI-Brent), en línea con la mayor demanda de los principales consumidores y con una oferta que ha continuado limitada por parte de la OPEP+.

El alza de precios de las materias primas ha sido generalizada. En esta línea, la madera ha exhibido una tendencia alcista desde el comienzo de la pandemia. Esta se intensificó con la recuperación de los sectores de vivienda y construcción especialmente en EE.UU., provocando desabastecimiento mundial. Todo ello ante la incapacidad de los aserraderos a nivel global para responder a estos requerimientos, lo que ha empujado los precios a máximos históricos. En el caso del hierro, la fuerte demanda de los productores de acero, principalmente en China, y algunas limitaciones de suministro desde Brasil impulsaron los precios a cifras récord. Los alimentos también subieron, destacando las alzas recientes de los aceites vegetales, el azúcar y el maíz que, de acuerdo con la FAO, se atribuyen, en parte, a fenómenos climáticos adversos en algunos países productores, así como a restricciones logísticas.

GRÁFICO I.6 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS
(índice promedio 2002-2021=100)



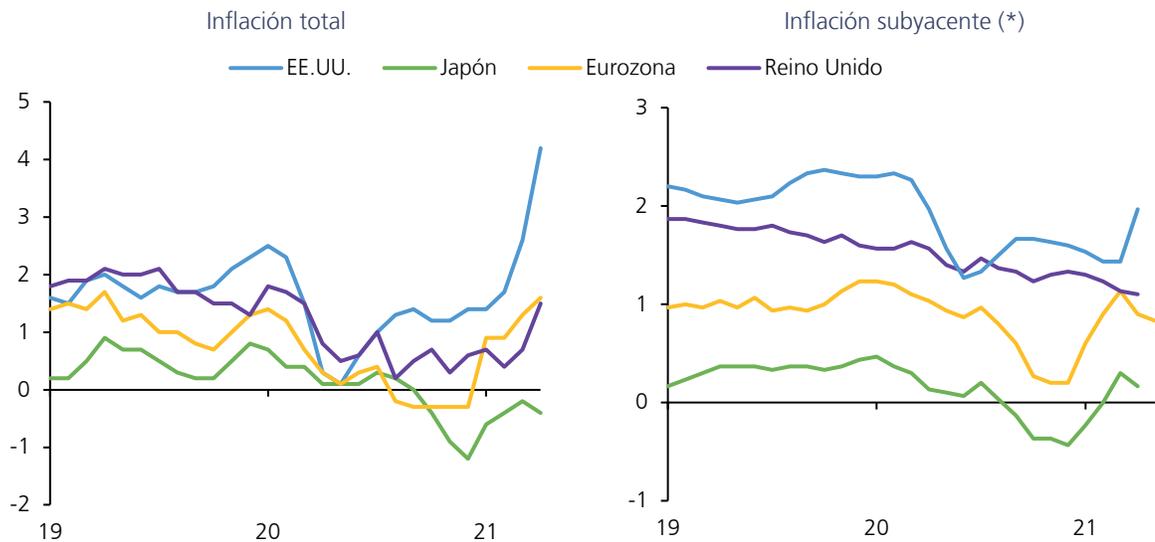
(1) Promedio simple entre WTI y Brent. (2) Corresponde al Bloomberg Commodity Spot Index. (3) Corresponde al S&P GSCI Agricultural & Livestock Index Spot CME. (4) Precios spot de importación de mineral de hierro del puerto de Qingdao, China. (5) Precios de los contratos futuros de madera, medidos en dólares por mil pies tablares.
Fuente: Bloomberg.



En este contexto, los términos de intercambio se corrigen al alza en el horizonte de proyección, siendo el principal factor detrás del mayor impulso externo para la economía chilena. El precio del cobre ha reaccionado a la mayor demanda actual y esperada en un contexto de limitaciones de oferta en el corto plazo, las que debieran atenuarse a medida que entren nuevos proyectos^{1/}. Además, en este marco se han corregido al alza sus precios de largo plazo (Recuadro V.3). Para el 2021, se proyecta un precio del cobre de US\$4,25 la libra (US\$3,95 en el IPoM de marzo), en tanto el barril de petróleo se ajusta a US\$64 (US\$61,5 en el IPoM de marzo, para el promedio WTI-Brent). Así, los términos de intercambio crecerán 17,4% en 2021 (11,7% en el IPoM de marzo)^{2/}.

Los mayores precios de las materias primas, junto al efecto base de los combustibles y las restricciones de oferta vigentes han derivado en una mayor inflación en varias economías (gráfico I.7). Los registros inflacionarios han subido especialmente en EE.UU., sorprendiendo a las proyecciones de mercado. Los incrementos se explican por la recuperación de los precios de los combustibles, así como por el alza de materias primas y de algunos bienes intermedios. A esto se adicionan las limitaciones de oferta de varios mercados en medio de la reapertura de las economías. La capacidad restringida de los proveedores, en un contexto de alta demanda, ha generado atrasos en las órdenes de compra, ya sea por la escasez de insumos y/o por la congestión de las cadenas de distribución (gráfico I.8), en un escenario de elevados costos de transporte a nivel global (gráfico IV.6).

GRÁFICO I.7 INFLACIÓN MUNDIAL
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil de tres meses de las variaciones anuales.
Fuente: Bloomberg.

^{1/} Ver [Recuadro I.1 del IPoM de marzo 2021](#).

^{2/} Para mayor detalle de las proyecciones, ver Capítulo V.



GRÁFICO I.8 PMI GLOBAL DE MANUFACTURA: TIEMPOS DE ENTREGA DE PROVEEDORES (*)
(índice de difusión)



(*) Una caída del índice significa una extensión en los tiempos de entrega de los proveedores.
Fuente: JP Morgan/IHS Markit.

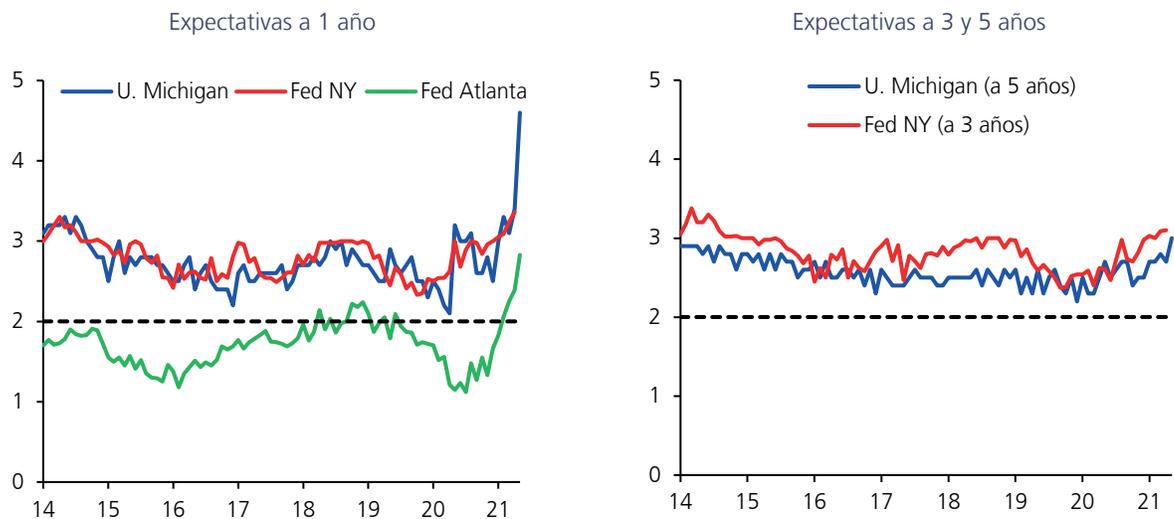
La recuperación global y las mejores perspectivas han reducido la necesidad de nuevos estímulos fiscales, en un contexto que mantiene una alta expansividad monetaria. El despliegue de las medidas fiscales ha continuado dando soporte a hogares y empresas, particularmente en el mundo desarrollado. Los anuncios realizados en EE.UU. durante marzo, sumados a las disposiciones aprobadas durante 2020, siguen siendo los de mayor magnitud, existiendo discusión sobre su oportunidad y efectos en las presiones inflacionarias. Desde marzo a la fecha, el grueso de las economías no ha anunciado nuevos paquetes fiscales para mitigar los efectos de la pandemia. En el plano monetario, gran parte de las autoridades ha mantenido los estímulos y no han variado el *forward-guidance*. A medida que se ha afianzado la recuperación, algunos bancos centrales — como Canadá e Inglaterra— han anunciado o empezado el retiro de parte de las políticas no convencionales. En Brasil, por su parte, ha continuado la subida de tasas en lo reciente, ante los mayores riesgos inflacionarios.



RIESGOS

Si bien las presiones inflacionarias globales se perciben como transitorias, el riesgo de una reversión de las condiciones financieras ha ganado algo más de terreno dada la mayor preocupación por la inflación en EE.UU. (gráfico I.9). En lo venidero, se prevé un aumento de la inflación en esta economía, tendencia que se revertiría a medida que la oferta de bienes se normalice y que el levantamiento de restricciones reoriente parte de la demanda hacia los servicios. La Reserva Federal (Fed) anunció que no habrá cambios en su normalización monetaria toda vez que las presiones se evalúan transitorias. No obstante, en caso de que la demanda se mantenga boyante por más del tiempo previsto, un escenario de presiones más persistentes no es descartable. En la medida en que ello afecte, de forma significativa, las expectativas de inflación en EE.UU., podría tener implicancias sobre la trayectoria de política monetaria de la Fed. Esto resulta especialmente delicado en un entorno con grandes niveles de deuda corporativa y gubernamental, y heterogeneidad de la recuperación entre países, dejando particularmente expuestas a las economías emergentes.

GRÁFICO I.9 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN EE.UU. (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) La Universidad de Michigan y la Fed NY recogen expectativas de los hogares, la Fed Atlanta costos de las empresas. (2) Línea horizontal segmentada corresponde a la inflación objetivo de la Fed.
Fuentes: Fed y Universidad de Michigan.

La ocurrencia de los escenarios más negativos asociados a la pandemia se ha aminorado en las economías desarrolladas, sin embargo, la disparidad en la velocidad de vacunación con emergentes podría intensificar las diferencias en la recuperación. En los países con mayor porcentaje de inoculación ha disminuido la incertidumbre respecto de la evolución sanitaria, aunque la posibilidad de que aparezcan nuevas cepas sigue vigente. Por el contrario, la vacunación en los emergentes podría ser un escollo aun mayor si su avance toma más tiempo del esperado. En el caso de América Latina, una vacunación aun más lenta y la dificultad para controlar los rebotes y/o un empeoramiento de los factores idiosincráticos antes mencionados dificultaría más el proceso de salida de la crisis. Asimismo, la calibración del retiro de los estímulos fiscales y monetarios continúa siendo un factor sensible para monitorear, con tal de no amenazar la recuperación y al mismo tiempo aminorar los riesgos de desequilibrios macroeconómicos y de estabilidad financiera.



RECUADRO I.1:

Efectos del Covid-19 en el crecimiento de largo plazo a nivel global

Este recuadro resume la evidencia internacional sobre los efectos del Covid-19 en el crecimiento de largo plazo teniendo como fuente de información lo que han señalado organismos multilaterales y lo que se recoge en las expectativas de mercado. El conjunto de información mencionado indica que, comparado con lo esperado previo a la pandemia, hacia el 2024 el nivel de PIB mundial será entre 3 y 5% inferior. Dicho impacto será heterogéneo entre países, siendo los emergentes y en desarrollo los más afectados. El efecto también es menor en países que han tenido mayor respuesta de política fiscal y su estructura económica es menos dependiente del turismo (FMI, 2021). Respecto de la tasa de crecimiento de largo plazo, los efectos también serían mayores en los emergentes y en desarrollo, que en las economías de mayores ingresos (tabla I.1).

TABLA I.1 EFECTO EN EL NIVEL DE PIB CINCO AÑOS EN ADELANTE
(diferencia con proyección prepandemia, porcentaje)

	Mundo	Avanzados	Emergentes
Banco Mundial	-5,0		
OECD (*)	-3,0	-1,6	-2,2
FMI	-2,8	-0,7	-4,2

(*) Corresponde a la mediana de las estimaciones para cada grupo, en el del FMI a los promedios.

Fuentes: Banco Mundial (2021), FMI (2021) y OCDE (2021).

Pese a los elementos particulares de la crisis del Covid-19, una de las guías utilizadas por los organismos internacionales para la estimación de sus efectos de largo plazo ha sido el comportamiento de los países durante otras contracciones económicas^{1/}. El análisis de dichos episodios muestra que las recesiones profundas tienen impactos persistentes, aunque son menores en las crisis sanitarias que en las crisis financieras. La caída de la actividad observada en los episodios previos se explica fundamentalmente por menores niveles de productividad y, especialmente en las crisis financieras, por menor crecimiento del stock de capital.

La pérdida del nivel de bienestar que traería la crisis del Covid-19 se asocia a menores niveles de productividad y, en el caso de las economías emergentes, a un menor ritmo de acumulación de capital. Esto considera que la inversión se ha visto perjudicada por el aumento en la incertidumbre que ha ocasionado el Covid-19, a lo que se agrega el mayor endeudamiento para enfrentar la crisis, lo que afectaría las decisiones de gasto en capital. Junto con lo anterior, el mismo hecho que los agentes anticipen (a partir de la experiencia previa) que las recesiones

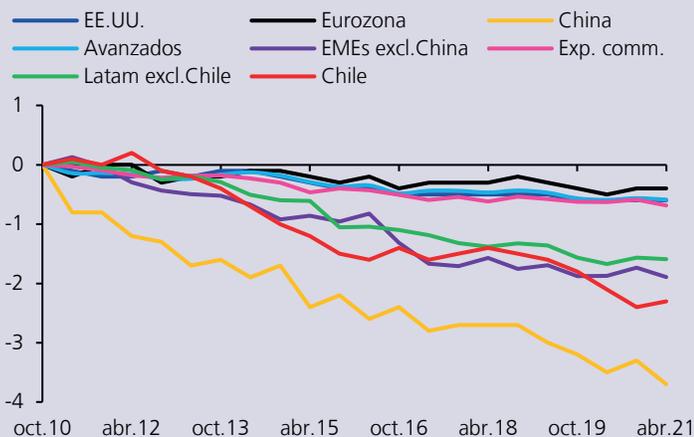
^{1/} Ver Banco Mundial (2021), FMI (2021), OCDE (2021).



profundas tienen efectos duraderos en el PIB, también deprime la inversión. Es importante mencionar que estos efectos en la acumulación de capital podrían ser mayores que los contemplados si es que la crisis del Covid-19 termina teniendo repercusiones financieras más negativas que las contempladas hasta ahora. En cuanto a la menor productividad que se espera tras la pandemia, parte de ella está ligada a la menor acumulación de capital y a las tendencias observadas tras las otras crisis. Finalmente, es relevante destacar que el análisis del [FMI \(2021\)](#) indica que las pérdidas permanentes en el nivel de PIB serán menores en aquellas economías que tuvieron una respuesta de política mayor en el 2020.

Las expectativas del mercado sobre el crecimiento de largo plazo han venido corrigiéndose sistemáticamente a la baja en los últimos diez años. La visión del mercado se obtiene a partir de las encuestas de Consensus Forecasts, que dos veces por año presenta proyecciones del crecimiento tendencial en un horizonte de 6 a 10 años. En estos datos se aprecia que las perspectivas de crecimiento de mediano y largo plazo en el todo el mundo muestran una tendencia muy marcada de revisión a la baja en los últimos once años. En efecto, entre octubre del 2010 y octubre del 2019, las perspectivas de crecimiento tendencial se redujeron en 0,6 puntos porcentuales (pp) para las economías desarrolladas, en 2,5pp para las emergentes y en 1,6pp para América Latina (gráfico I.10). Tras el Covid-19 las correcciones han sido de menor magnitud salvo para China y Chile

GRÁFICO I.10 AJUSTE EN PROYECCIONES DE CRECIMIENTO A 6 Y 10 AÑOS DESDE OCTUBRE 2010 (*)
(puntos porcentuales)



(*) Diferencias entre las proyecciones en cada fecha (abril y octubre de cada año) y las de octubre de 2010. Promedios de economías avanzadas, emergentes, LATAM y exportadores de commodities ponderados por PIB a poder de compra (PPC). Economías avanzadas considera EE.UU., Canadá, Eurozona, Noruega, Reino Unido, Japón, Australia, Nueva Zelanda. Emergentes excluyendo China considera Hong Kong, India, Indonesia, Filipinas, Singapur, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. LATAM considera Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Exportadores de Commodities considera Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega.

Fuente: Consensus Forecasts.



TABLA I.2 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO A 6 Y 10 AÑOS (1) (2)
(porcentaje)

	Desarrolladas	EMEs excl. China	EE.UU.	Eurozona	China	Exp. commodities	Latam excl. Chile	Chile
oct-10	2,1	5,7	2,6	1,6	7,8	2,7	4,2	4,9
oct-15	1,8	4,7	2,2	1,3	5,6	2,3	3,1	3,4
oct-19	1,6	3,8	2,0	1,2	4,6	2,0	2,6	3,1
abr-21	1,5	3,8	2,0	1,2	4,1	2,0	2,6	2,6
Ajuste en la proyección								
Abr.21-Oct.10	-0,6	-1,9	-0,6	-0,4	-3,7	-0,7	-1,6	-2,3
Oct.19-Oct.10	-0,6	-1,9	-0,6	-0,4	-3,2	-0,6	-1,6	-1,8
Abr.21-Oct19	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,1	0,0	-0,5

(1) La estimación para Chile es la de Consensus Forecast que difiere de la proyección del Banco Central de Chile que se presenta en el Recuadro V.1 de este IPoM. (2) Promedios de economías desarrolladas, emergentes, Latam y exportadores de commodities ponderados por PIB a poder de compra (PPC). Economías desarrolladas considera EE.UU., Canadá, Eurozona, Noruega, Reino Unido, Japón, Australia, Nueva Zelanda. Emergentes excluyendo China considera Hong Kong, India, Indonesia, Filipinas, Singapur, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Latam considera Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Exportadores de commodities considera Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega.

Fuente: Consensus Forecasts.

que mantuvieron una tendencia similar a la que venían mostrando con anterioridad (tabla I.2). Esta visión relativamente benevolente sobre la tasa de crecimiento de largo plazo en los países en desarrollo contrasta con la del [Banco Mundial \(2021\)](#), que estima para la década 2020-2029 una reducción de 0,6pp por año de la expansión del producto potencial de este grupo de economías. Esta desaceleración se explicaría en partes iguales por menores contribuciones de la inversión y de la productividad.

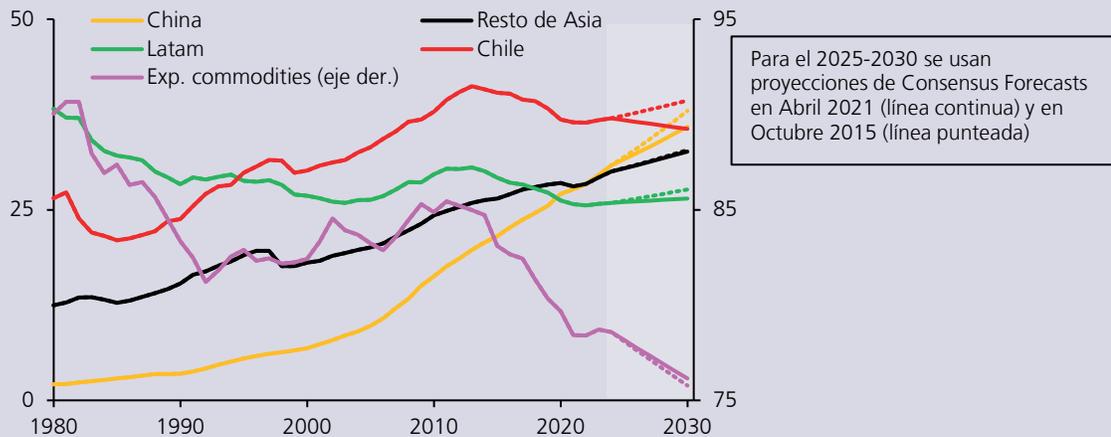
Perspectivas para la convergencia de mediano plazo

Durante las últimas dos décadas se ha observado una mayor convergencia entre los niveles de PIB per cápita en el mundo. Según documentan [Kremer, Willis y You \(2021\)](#), si bien las brechas de ingresos entre países han mostrado patrones cambiantes en el tiempo, éstas han tendido a cerrarse en los últimos años. Es así como las brechas relativas entre países pobres y ricos pasaron de ser estables durante los años 60, a ampliarse significativamente durante las décadas de 1970 y 1980, años en que muchos países de bajos ingresos experimentaron crecimientos nulos o negativos (lo que los autores denominan “desastres económicos”). Sin embargo, dicha divergencia en el ingreso de los países comenzó a reducirse durante los noventa, hasta convertirse en una convergencia a partir del cambio de siglo, fenómeno que se prolongó y acentuó durante las últimas dos décadas. Durante los últimos veinte años, no solo se observó una menor frecuencia de “desastres económicos”, sino que, además, se evidenció una aceleración significativa del crecimiento de países de ingresos bajos y medios, acompañado de una desaceleración del crecimiento de las economías desarrolladas.



En la próxima década se observaría mayor divergencia entre los niveles de ingreso de países desarrollados y emergentes, revirtiendo la tendencia de las décadas recientes. Ello será el resultado tanto (i) del impacto mayor del Covid-19 en las economías en desarrollo respecto de las desarrolladas que se mencionó previamente, y (ii) de la desaceleración generalizada de la tasa de crecimiento tendencial que anticipa el mercado (tabla I.2). Esto se muestra en el gráfico I.11, que presenta, para algunas zonas y países, la evolución de su PIB per cápita relativo al de EE.UU. bajo dos supuestos de crecimiento de largo plazo post 2024: el proyectado por Consensus Forecast en la encuesta más reciente, y el que se proyectaba en octubre del 2015^{2/}. De esta forma, tanto las tendencias pre Covid-19, como las desiguales consecuencias económicas de la pandemia, contribuirán a ampliar las brechas de desarrollo relativo entre economías emergentes y el mundo avanzado, tendencia particularmente marcada para el caso chileno, dada las revisiones recientes en su estimación de crecimiento tendencial (ver Recuadro V.1).

GRÁFICO I.11 EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES DEL PIB PER CÁPITA (*)
(relativo al PIB de EE.UU., porcentaje)



(*) PIB per cápita a precios constantes (paridad de poder de compra a precios de 2017), como porcentaje de EE.UU. en cada año. Las series desde 1980 hasta el 2020, así como las proyecciones hasta el 2024 son tomadas del WEO de abril 2021. Para proyectar el PIB entre el 2025 y 2030 se usan las proyecciones de crecimiento de 6 a 10 años de Consensus Forecasts de abril del 2021 (línea continua) y de octubre del 2015 (línea punteada). El crecimiento de la población en cada país entre el 2025 y 2030 se proyecta extrapolando el último valor proyectado en el WEO de abril 2021. Los promedios de economías de LATAM (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), Resto de Asia Emergente (Hong Kong, Singapur, Tailandia, Taiwán, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Vietnam), y exportadores de commodities (Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda) se calculan ponderando por su población en el 2020.

Fuentes: Banco Central de Chile, con datos del WEO Abril 2021 y Consensus Forecasts.

^{2/}Para Chile en vez de la encuesta más reciente del Consensus Forecasts se usa la proyección de crecimiento tendencial 2026-2030 presentada en el Recuadro V.1 de este IPoM.



II. CONDICIONES FINANCIERAS

La sostenida recuperación de la economía global ha continuado apuntalando el comportamiento de los mercados financieros externos, como lo refleja el desempeño de las plazas bursátiles, las tasas de interés y los precios de las materias primas. El mercado local siguió estas tendencias en la primera parte del año; no obstante, desde hace unas semanas los factores idiosincráticos han tomado mayor preponderancia, observándose una marcada caída de la bolsa, una depreciación multilateral del peso y un incremento más pronunciado de las tasas de interés de largo plazo. En cuanto al crédito, las condiciones de oferta y demanda aparecen más favorables, aunque algunas fuentes develan que una fracción de las empresas más pequeñas o de los rubros más golpeados por la pandemia afrontan más limitantes frente a la necesidad de endeudarse. En este contexto, el Banco mantuvo la TPM, en tanto las políticas no convencionales culminaron recientemente.

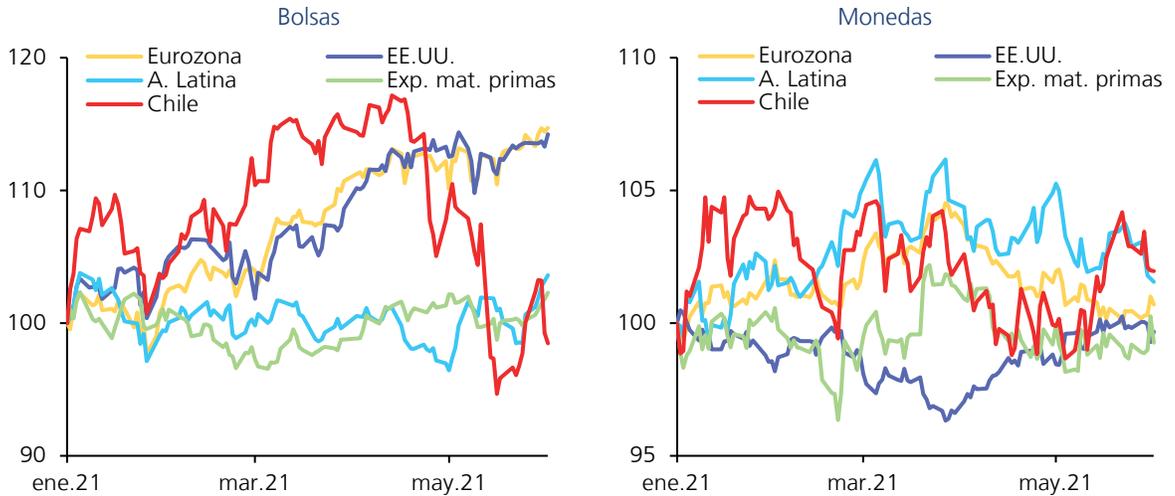
EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros internacionales mantienen un tono positivo, apoyados en la continua recuperación de la actividad mundial, la expansividad de las políticas macroeconómicas y la mayor apertura de un conjunto importante de economías, en especial desarrolladas. En general, desde fines de marzo —cierre estadístico del IPoM anterior— las bolsas y los precios de las materias primas siguieron incrementándose, con renovados máximos algunos de ellos, al mismo tiempo que un grupo importante de premios por riesgo se redujo (gráfico II.1). Con vaivenes, gran parte de las monedas se ha apreciado frente al dólar, en medio de entradas de capitales hacia las economías emergentes. En el mundo desarrollado, las tasas de interés nominales de los bonos *benchmark* a 10 años permanecieron más bien estables en EE.UU., Reino Unido y Japón, mientras en algunos países de la Eurozona hubo alzas acotadas. En todos los casos, estas tasas permanecen bajas en perspectiva histórica.

El mercado chileno siguió los movimientos internacionales en la primera parte del año. Sin embargo, en las últimas semanas los factores idiosincráticos han ido cobrando relevancia. Es así como durante el segundo trimestre se ha observado un desacople respecto de las principales economías, en un contexto en que los índices de incertidumbre locales permanecen elevados en términos históricos (gráfico II.2). Los factores idiosincráticos comprenden varios elementos, cuyos efectos individuales son difíciles de distinguir. Entre ellos se cuentan sorpresas en datos efectivos de actividad, cambios en las medidas sanitarias, expectativas de mayor gasto fiscal y eventos del ámbito político, legislativo e institucional, como la aprobación del tercer retiro de los ahorros previsionales y el resultado de las elecciones de mediados de mayo. En este entorno, los premios por riesgo soberano (CDS) han aumentado hasta sus mayores niveles en varios meses, aunque permanecen acotados en perspectiva histórica. Con anterioridad, importantes agencias clasificadoras habían anunciado la rebaja de la nota crediticia del país, en gran parte aduciendo el debilitamiento de las finanzas públicas.

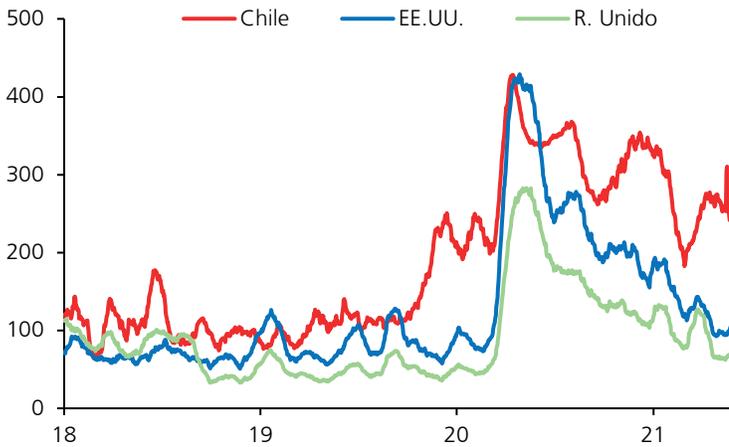


GRAFICO II.1 MERCADOS FINANCIEROS GLOBALES (*)
(índice 4 de enero 2021=100)



(*) 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. Datos hasta el día 4 de junio del 2021.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRAFICO II.2 PERCEPCIÓN E INCERTIDUMBRE - EPU (*)
(índice)



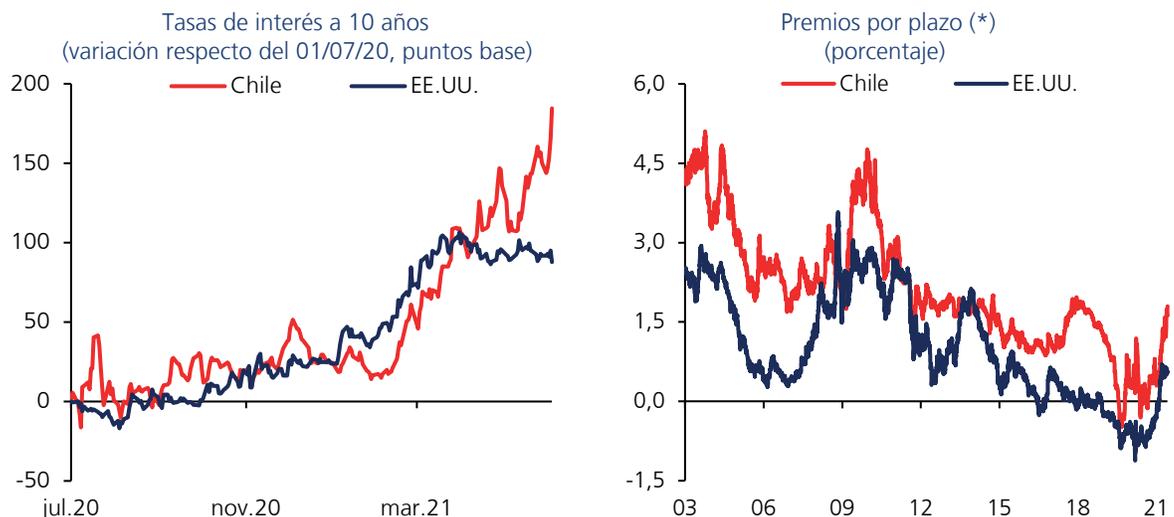
(*) Media móvil a 30 días. Datos hasta el día 4 de junio del 2021.
Fuente: Becerra y Sagner (2020), y www.policyuncertainty.com.



La mayor percepción de riesgo ha afectado negativamente el desempeño de la bolsa y del peso, que además exhibieron una alta volatilidad. La trayectoria del IPSA mostró divergencias respecto del resto de las plazas bursátiles a partir de la segunda quincena de abril (-14% desde esa fecha hasta la semana previa a la publicación de este IPoM), deshaciendo gran parte de las ganancias acumuladas durante este año. Con marcados vaivenes, el peso no tuvo grandes cambios comparados los cierres estadísticos de este IPoM y del anterior. En todo caso, el comportamiento de la moneda local tendió a desalinearse de lo que sugieren sus fundamentos de corto plazo. En particular, no refleja del todo el fuerte incremento del precio del cobre, que se sitúa en niveles históricamente elevados.

En el mercado de renta fija local, las tasas de interés de largo plazo acumulan aumentos significativos, asociados a una descompresión de los premios por plazo. Buena parte de esto se explica por los eventos del ámbito institucional antes señalados, además de las mejores expectativas para la actividad local, todo ello en un escenario de mayor expansividad de la política fiscal. Desde el cierre estadístico del IPoM de marzo hasta la semana anterior a la publicación de este IPoM, el rendimiento nominal a 10 años subió alrededor de 100 puntos base (pb), mientras que su símil de EE.UU. no tuvo grandes cambios (gráfico II.3). La recomposición de premios y perspectivas de corto plazo más positivas también han llevado a alzas significativas de las tasas de los instrumentos más cortos en pesos. Además, esto se da en un contexto en que la demanda de agentes institucionales por estos títulos ha caído, lo que ha redundado en que el mercado local exija mayores premios a la colocación de deuda soberana. De cualquier forma, los premios por liquidez (BTP-Swap Promedio Cámara) continúan negativos a plazos inferiores a 10 años, en medio de la vigencia de las acciones extraordinarias del Banco Central y el interés por estos bonos, entre otros destinos, para su uso como colaterales en la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). En la curva *benchmark* en UF, los aumentos de tasas han sido superiores. Para los papeles a dos años, influyó también el descenso de las expectativas de inflación con motivo del proyecto de rebaja transitoria del IVA (gráfico II.4).

GRAFICO II.3 TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS *BENCHMARK* NOMINALES A 10 AÑOS EN CHILE Y EE.UU.

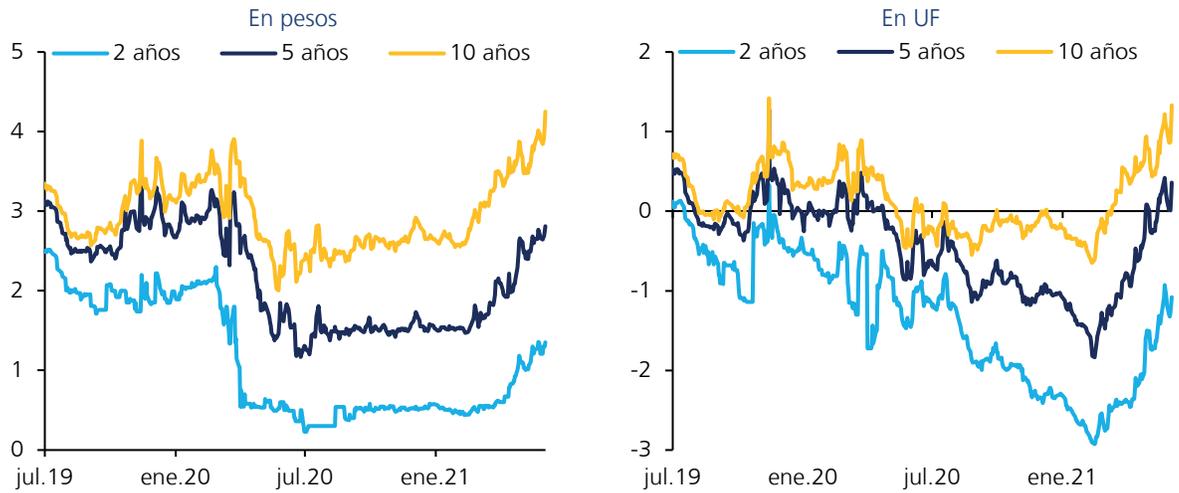


(*) Premios por plazo para Chile calculados en base a metodología de Beyzaga & Ceballos (2017). Datos hasta el día 4 de junio del 2021.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Reserva Federal de Nueva York.



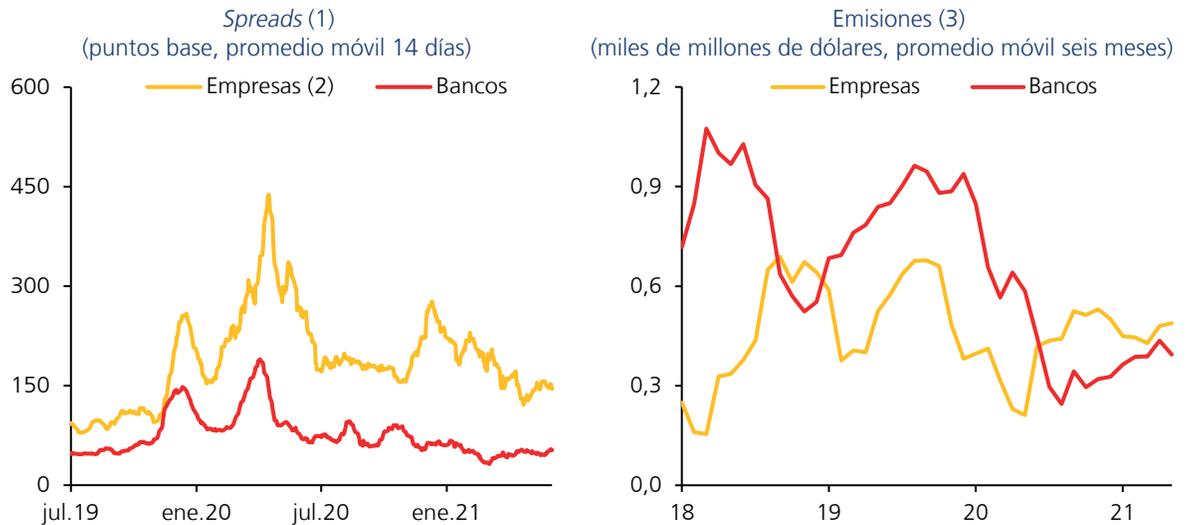
GRAFICO II.4 TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS *BENCHMARK* (*)
(porcentaje)



(*) Datos hasta el día 4 de junio del 2021. Fuente: Banco Central de Chile.

En el mercado local de bonos, las emisiones mantienen un dinamismo acotado. Los *spreads* se han ido acercando a sus valores previos a la crisis social, en particular los del segmento bancario (gráfico II.5). Comparada con lo observado antes de octubre del 2019, la tasa de retorno de los bonos de bancos y empresas muestra mayor heterogeneidad por sectores y categorías de riesgo. Por otro lado, en el mercado monetario, el costo de financiamiento en pesos persiste en niveles mínimos. En el marco de la gestión de sus herramientas no convencionales, en las últimas semanas el Banco aumentó la emisión de Pagarés Descontables (PDBC) —cuyo stock ha compensado la caída de los depósitos a plazo—, manteniéndose sus tasas de interés implícitas en un rango entre la tasa de la FCIC (TPM) y la FPD (TPM - 25pb). La liquidez en dólares de los bancos alcanzó máximos históricos, en parte como consecuencia de los retiros desde los fondos de pensiones, lo que mantiene reducido el costo de financiamiento en esta moneda.

GRAFICO II.5 MERCADO LOCAL DE BONOS

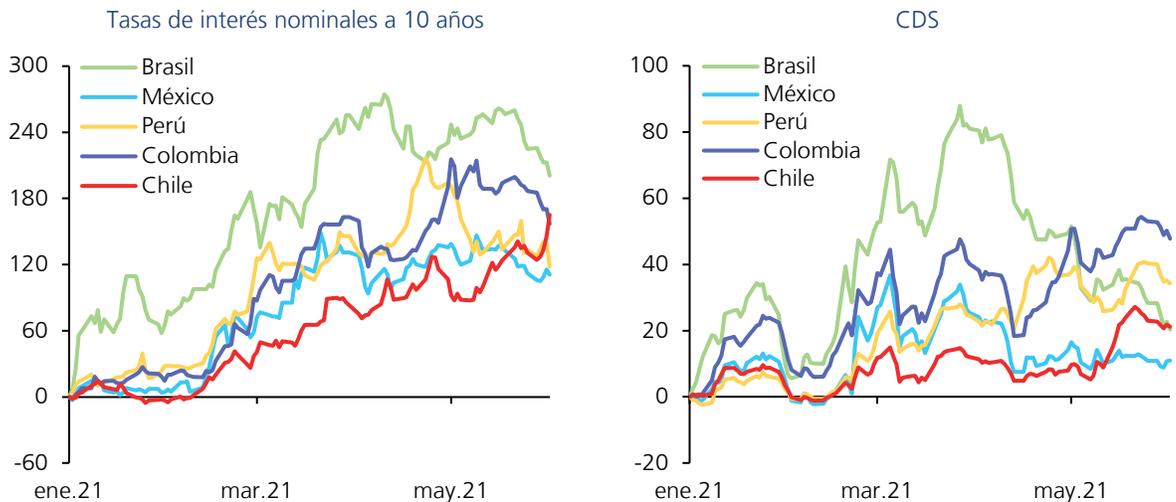


(1) Diferencia entre la TIR del bono transado y su correspondiente tasa BCU en el mismo plazo. Tasa *benchmark* actualizada al 3 de junio. (2) No incluye categoría de riesgo BB o menor. (3) Para mayo del 2021, las emisiones bancarias consideran datos hasta el día 18 de ese mes. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Bolsa de Comercio de Santiago y la Comisión para el Mercado Financiero.



El desempeño general de los mercados latinoamericanos también mantiene discrepancias con otras contrapartes, en medio de una compleja situación sanitaria, política y social en la región. Esto ha encumbrado la incertidumbre asociada a elementos idiosincráticos en algunos países, que se suman a desequilibrios macroeconómicos más profundos a raíz de la pandemia y a lentos procesos de vacunación. En lo que va del año, varias de estas economías acumulan alzas significativas de los *spreads* y de las tasas de interés, entre otros ajustes (gráfico II.6).

GRAFICO II.6 MERCADOS FINANCIEROS EN AMÉRICA LATINA (*)
(variación respecto del 04/01/21, puntos base)



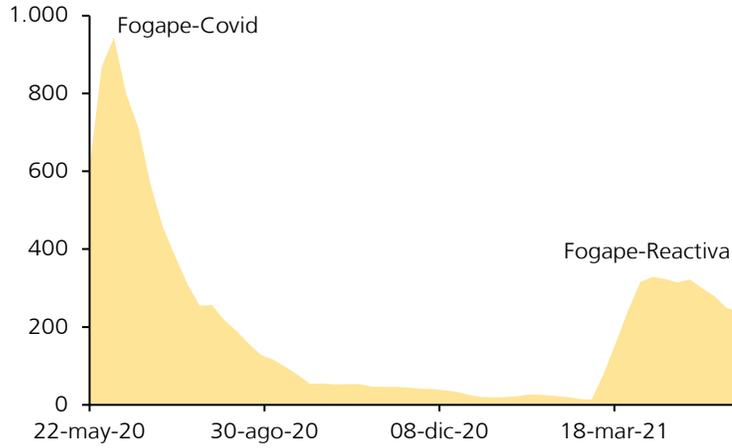
(*) Datos hasta el día 4 de junio del 2021.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO Y AGREGADOS MONETARIOS

En la cartera comercial, los flujos asociados al Fogape-Reactiva se han mantenido dinámicos en los últimos meses (gráfico II.7). Al cierre estadístico, este programa acumulaba desembolsos por montos cercanos a US\$5.500 millones, con operaciones que se concentran en empresas micro y pequeñas, mientras que, por sectores, poco menos de la mitad ha recaído en el comercio (gráfico II.8). De cualquier manera, el crecimiento real anual de las colocaciones comerciales se ubica en valores negativos (-3,3% en mayo). En esto tiene relevancia la elevada base de comparación, pues en el mismo período del año pasado aumentó el crédito y la acumulación de liquidez para enfrentar el inicio de la pandemia. El otorgamiento activo del Fogape-Covid en el segundo trimestre del 2020 profundizará el efecto base para el cálculo de las cifras venideras.

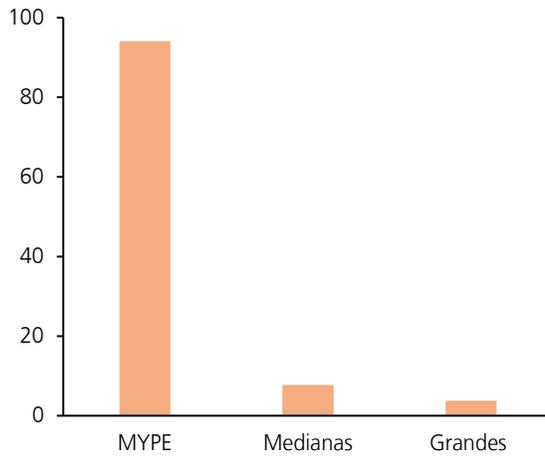


GRAFICO II.7 CRÉDITOS FOGAPE (*)
(flujos semanales, miles de millones de pesos)



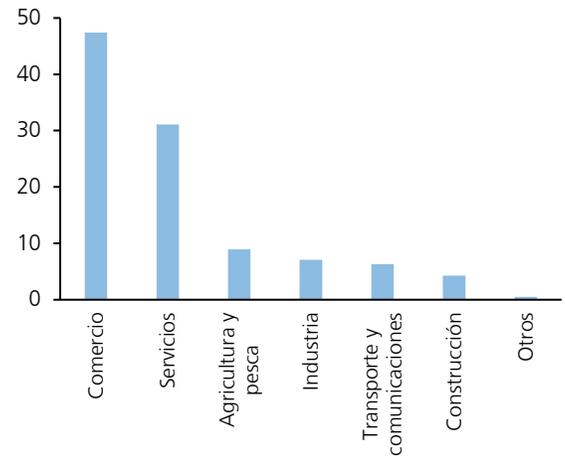
(*) Cifras al 31 de mayo, promedio móvil de cuatro semanas. Solo para la última semana de la serie, los datos del Fogape-Covid son obtenidos de www.fogape.cl.
Fuentes: Comisión para el Mercado Financiero y www.fogape.cl.

GRAFICO II.8 FOGAPE-REACTIVA (*)
(miles de operaciones)
Por tamaño de empresas



(*) Cifras al 31 de mayo.
Fuente: www.fogape.cl.

Por sector económico

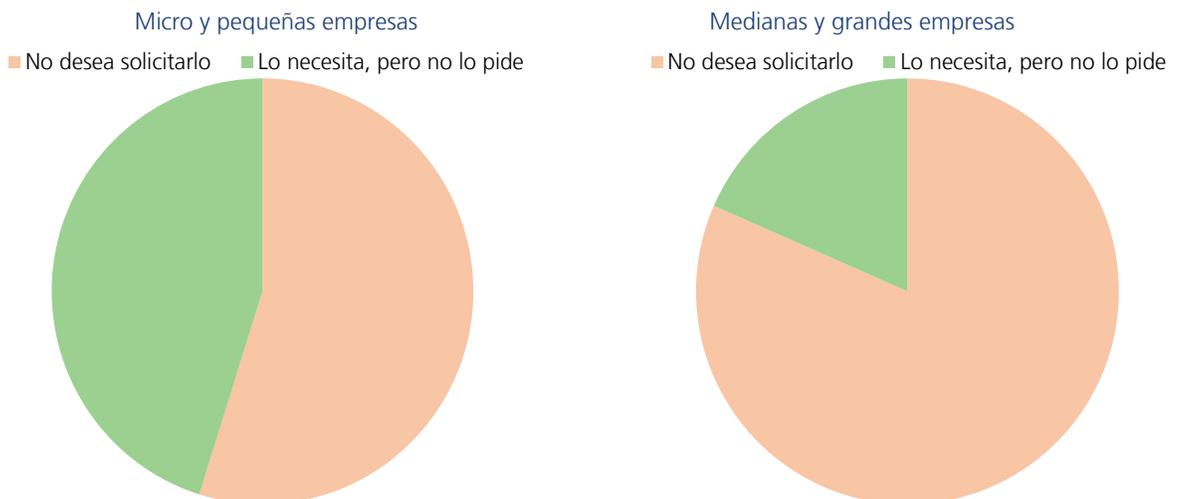




El acceso al financiamiento bancario varía entre firmas. Aun cuando las más pequeñas agrupan la mayor parte de los créditos Fogape, antecedentes alternativos apuntan a que otra fracción de ellas no ha solicitado nuevos fondos aun necesiéndolos (gráfico II.9). Según el último [Informe de Percepciones de Negocios](#) (IPN), que se publicó los primeros días de mayo, esto obedece en buena medida a razones como la incapacidad de endeudarse, condiciones de otorgamiento desfavorables o una pesada carga financiera. Un conjunto de empresas también se muestra reticente a adquirir más compromisos, entre otros motivos, por la alta incertidumbre sanitaria que imperaba cuando se realizó el citado reporte. En los rubros más golpeados por la pandemia, las firmas están cautas en sus decisiones de endeudamiento y algunas siguen enfrentando ciertas limitantes, en un contexto en que varias de ellas mantienen altos niveles de apalancamiento ([Informe de Estabilidad Financiera \(IEF\) del primer semestre 2021](#)). De todos modos, paralelamente, el IPN también informa que el crédito continúa fluyendo a las empresas que sí están solicitándolo.

GRAFICO II.9 INFORME DE PERCEPCIONES DE NEGOCIOS MAYO 2021

Motivos para no solicitar crédito en los últimos tres meses
(porcentaje del total de respuestas entre quienes no solicitaron)



Fuente: Banco Central de Chile.

El desempeño del crédito a hogares no ha cambiado mayormente, aunque las condiciones de oferta se perciben más laxas en el margen. De acuerdo con la [Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre](#), una menor percepción de riesgo de cartera ha sido uno de los principales elementos detrás de esta flexibilización. Por su parte, los entrevistados del IPN pertenecientes al sector bancario agregaron que la compra de cartera sigue prevaleciendo por sobre el otorgamiento de nuevos préstamos, favorecida por factores como la portabilidad financiera y los bajos niveles de las tasas de interés. En este escenario, el segmento de consumo mantiene tasas de expansión real anual negativas (-16% en mayo), coherentes con la implementación de las distintas medidas de apoyo a la liquidez de los hogares y la recuperación aún parcial del empleo, mientras que en el hipotecario prácticamente no ha variado (5,1% en mayo).



Al mismo tiempo, los indicadores de riesgo de cartera se mantienen acotados, destacando la reducción del endeudamiento corporativo y de los hogares. Por el lado de las empresas, se ha ido revirtiendo el mayor uso del crédito a comienzos de la pandemia, en muchos casos solicitado con motivos precautorios. El apalancamiento de las pequeñas y medianas también se ha tendido a moderar, en medio de una recuperación gradual de las ventas. En cuanto a las personas, una porción de los retiros de ahorros previsionales ha sido destinada al pago de deudas. En ambos segmentos, se agrega una política activa de reprogramaciones en el transcurso del año pasado. Todos estos elementos, junto con los programas de apoyo al empleo y de transferencias directas, han contribuido a que los índices de morosidad permanezcan transversalmente contenidos.

El fuerte impulso monetario vigente continúa propiciando bajas tasas de interés en las diferentes carteras. Las de consumo y comerciales anotaron descensos comparadas con el IPoM de marzo, hasta 18,1 y 4,8% anual en pesos en mayo, respectivamente. En vivienda no hubo grandes cambios, situándose en 2,4% anual en UF en ese mes.

Respecto de los agregados monetarios, el crecimiento del M1 continúa impulsado por las medidas de apoyo a la liquidez de los agentes. El tercer retiro ha tenido un impacto significativo en el circulante y los saldos en cuentas corrientes y vista, al igual que las dos instancias previas. En tanto, el Banco nuevamente dispuso herramientas para acomodar la oferta de dinero a estos requerimientos. Así, en mayo el M1 (promedio nominal) tuvo una expansión anual de 56% (45% en abril).

POLÍTICA MONETARIA Y RIESGOS

El Consejo ha mantenido la TPM en su mínimo técnico (0,5%), en tanto los [programas no convencionales](#) culminaron recientemente acorde con los plazos y montos establecidos. En los primeros días de junio concluyó el período de reinversión de cupones de bonos bancarios, cuyo stock se irá reduciendo gradualmente según el vencimiento de los activos en cartera. A su vez, se completó el uso de la tercera etapa de la FCIC (alrededor de 15% al cierre del IPoM de marzo).

Tras la aprobación del tercer retiro de ahorros previsionales se sumaron [nuevas medidas](#), orientadas a preservar la estabilidad financiera. Estas apuntan a contener la volatilidad que pudiera generarse en los mercados debido a los ajustes de portafolios de los fondos de pensiones y compañías de seguros en el proceso de liquidación de activos. Ello incluye la reapertura de la Compra al Contado y Venta a Plazo (CC-VP) por el remanente del programa, cuyo uso ha sido significativo (stock actual de alrededor de US\$6.800 millones).

Las condiciones financieras continúan holgadas a nivel internacional y local. Sin embargo, los riesgos en este frente han ido cobrando relevancia, en particular por el alza continua de la valoración de los activos bursátiles globales y las dudas acerca de las presiones inflacionarias en EE.UU. Pese a que la emergencia sanitaria está lejos de ser superada, la adaptación de los agentes a las nuevas condiciones de funcionamiento y los avances en los procesos de vacunación han permitido que la recuperación de las distintas economías siga en marcha. Esto ha propiciado la mayor valoración de algunos activos más riesgosos, siendo su corrección abrupta una amenaza latente. El impulso de las políticas monetarias y fiscales ha apoyado el repunte, cuyo ritmo y momento de retiro siguen siendo grandes desafíos no solo en términos económicos, sino para el desarrollo de las condiciones financieras. En EE.UU., los cuantiosos estímulos fiscales han dado origen a preocupaciones en torno a la inflación y a ciertos episodios de volatilidad en el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo. Ello, en medio de presiones de costos que han subido de manera notoria en varias regiones del mundo, y que podrían propagarse a otras economías, perjudicando especialmente las condiciones de financiamiento para aquellas cuya recuperación ha sido más rezagada o que presentan desbalances macroeconómicos más profundos. En el plano local, la participación de los inversionistas institucionales en el mercado financiero ha disminuido producto de los retiros de los fondos de pensiones. Ello reduce la capacidad de intermediación de recursos en la economía, afectando su desarrollo de largo plazo ([IEF](#)).

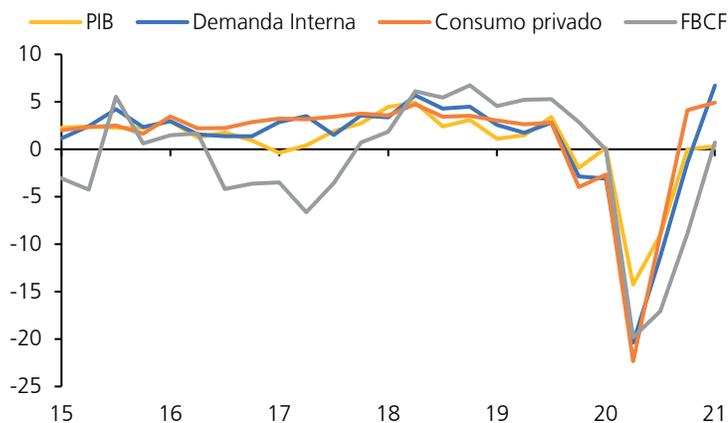


III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

En el primer cuatrimestre del año, la actividad económica mostró un desempeño muy por sobre lo previsto, reflejando un menor efecto de las restricciones sanitarias. El consumo privado siguió impulsado por los retiros de ahorros previsionales y las transferencias fiscales. La inversión sorprendió al alza, en particular en su componente de maquinaria y equipos. Pese a este conjunto de señales positivas, los sucesivos rebrotes de contagio, la aplicación de nuevas cuarentenas, el importante rezago en algunos sectores económicos y en parte del mercado laboral, y la persistencia de una elevada incertidumbre han hecho empeorar la percepción económica general. De hecho, los mercados financieros locales han ido reflejando estas perspectivas, desacoplándose de las tendencias en el resto del mundo (Capítulo II). En el intertanto, se han anunciado importantes ampliaciones de beneficios fiscales para los hogares y pequeñas empresas, que, junto con el mejor desempeño efectivo, llevan a que el crecimiento previsto para este año aumente de forma importante respecto de marzo, haciendo que la brecha de actividad se cierre antes que lo previsto.

En el primer cuatrimestre del año, la economía nacional tuvo un desempeño por sobre lo previsto. Por sectores, sigue destacando el dinamismo del comercio y el crecimiento de la industria, mientras algunos de los sectores de servicios aún no logran una recuperación plena. Desde el punto de vista de la demanda interna, el consumo privado de bienes mostró tasas de expansión significativas y por sobre sus niveles de años previos, aproximándose al 50% anual el gasto en bienes durables en el primer trimestre. El incremento de liquidez provocado por los dos primeros retiros de ahorros previsionales, las transferencias fiscales y las mayores libertades de desplazamiento durante los meses de verano fueron determinantes en este resultado. La formación bruta de capital fijo (FBCF) también mejoró respecto de fines del 2020, gracias al repunte del componente de maquinaria y equipos (gráfico III.1).

GRÁFICO III.1 PRODUCTO INTERNO BRUTO Y DEMANDA AGREGADA (variación anual, porcentaje)

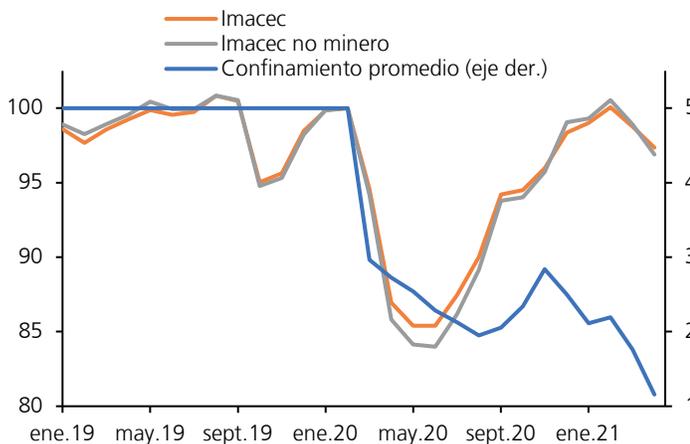


Fuente: Banco Central de Chile.



Destacan los resultados de marzo y abril, en que el impacto de las cuarentenas más estrictas fue notoriamente menor que lo anticipado. Desde comienzos de marzo, la cantidad de comunas en la fase 1 y 2 del plan Paso a Paso experimentó una escalada significativa. Así, el porcentaje de la población nacional que se encontraba en cuarentena total o durante el fin de semana, pasó de 54% a principios de marzo a 98% a mediados de abril. Las proyecciones incluidas en el IPoM anterior consideraban que este aumento de las restricciones sanitarias provocaría una caída relevante de la actividad en marzo y abril, aunque menor a la registrada hace un año (Recuadro III.1 del IPoM de marzo). Sin embargo, en marzo y abril, la magnitud del retroceso de la actividad (-1,3 y -1,4% en la serie desestacionalizada, respectivamente) fue inferior a lo anticipado y alrededor de un quinto de lo observado al comienzo de la pandemia. Este resultado reafirma que los efectos económicos de este tipo de medidas son menos severos que al comienzo de la pandemia (gráfico III.2 y tabla III.1).

GRÁFICO III.2 POBLACIÓN POR FASE DEL PLAN PASO A PASO E IMACEC (*)
(serie desestacionalizada, índice feb.20=100; fase)



(*) El confinamiento promedio se calcula ponderando cada fase del Plan Paso a Paso por la cantidad de población supeditada a ella. Un número más bajo indica mayores restricciones al desplazamiento y a la reunión.
Fuentes: Banco Central, Ministerio de Salud de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

TABLA III.1 EVOLUCIÓN DE LA POBLACIÓN EN CUARENTENA, LA MOVILIDAD Y LA ACTIVIDAD
(porcentaje)

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

(1) Promedio mensual. Las cuarentenas se iniciaron el 26 de marzo del 2020. Desde el inicio del plan Paso a Paso se considera la población en fase 1. (2) Promedio mensual. Diferencia respecto a enero del 2020. Datos hasta el 23 de mayo. Promedio simple de Lugares de Trabajo, Retail y Supermercados. (3) Diferencia respecto a enero del 2020. Serie desestacionalizada.
Fuentes: Banco Central de Chile, Google y Ministerio de Salud de Chile.

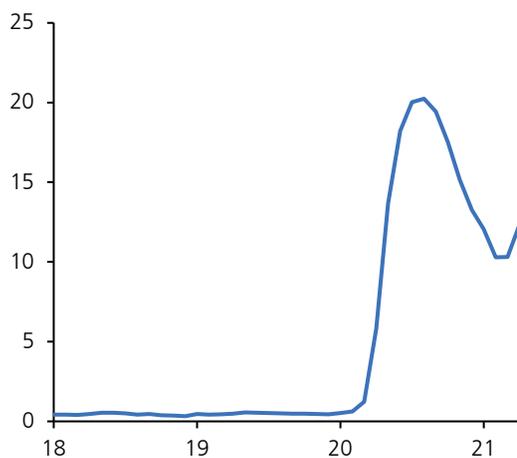
La mayor adaptación de las empresas y las personas a las exigencias del distanciamiento social ha sido clave en los mejores resultados que exhibe la economía, y se enmarca en un fenómeno que se ha observado en varios países. El mejor desempeño observado en los últimos meses se explica solo en parte por una menor caída de la movilidad —en torno a 50% promedio marzo-abril 2020, comparado con 32% en igual meses de 2021 (tabla III.1)—, y reflejaría principalmente la mejor adaptación de distintos sectores a operar



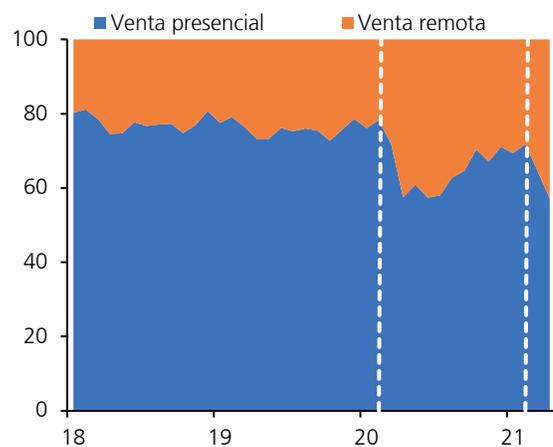
bajo restricciones. Además de los permisos laborales de desplazamiento y la implementación de protocolos sanitarios en los lugares de trabajo, las formas de acomodo más utilizadas están relacionadas con la adopción de tecnologías que permiten mantener la actividad resguardando el distanciamiento social; fundamentalmente el teletrabajo y la venta remota (gráfico III.3). Datos obtenidos de la Encuesta de Empleo del INE muestran que el porcentaje de asalariados trabajando desde su vivienda pasó de menos de 1% antes de la pandemia a cerca de 12% en la actualidad, habiendo llegado a máximos por sobre el 20% a mediados del 2020. La información de Transbank revela que el canal de ventas remoto ha sustituido buena parte de la venta presencial en los meses de mayores restricciones, alcanzando una participación por sobre el 40% de las ventas del comercio minorista durante abril de este año, casi el doble de lo registrado en febrero del año pasado. El panorama internacional da cuenta de las mismas tendencias, con aumentos importantes del teletrabajo y la venta remota durante el 2020 en Estados Unidos, el Reino Unido y la Eurozona, entre otros. De todas formas, se observa cierto descenso del teletrabajo en los últimos meses en países que han ido reduciendo las restricciones sanitarias.

GRÁFICO III.3 MEDIDAS DE ADAPTACIÓN

Trabajo desde la vivienda
(porcentaje del total de asalariados)



Venta presencial y remota (*)
(porcentaje del monto de venta mediante Transbank)



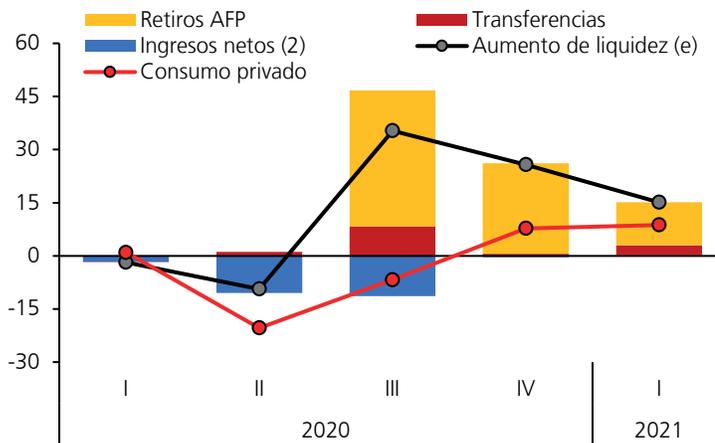
(*) Línea vertical izquierda marca la llegada de la pandemia a Chile. Línea vertical derecha marca el endurecimiento de las cuarentenas en marzo del 2021.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Transbank.

El impulso del consumo privado también ha jugado un rol relevante en el desempeño reciente de la economía, reflejando el impacto de las medidas de apoyo a los ingresos. Los datos del primer trimestre mostraron un aumento del consumo privado de casi 5% anual (4,1% el trimestre previo). A nivel de componentes, como se resaltó antes, el gasto en bienes durables continuó creciendo a tasas muy significativas. Datos desagregados dan cuenta del incremento del consumo de artículos tecnológicos —celulares, computadores y televisores— y automóviles. Información del comercio minorista (IACM) y de ventas de supermercados (ISUP) muestran que en abril el consumo de bienes se mantuvo dinámico. El consumo de servicios, en cambio, sigue con tasas de variación anual negativas (-2,5% en el primer trimestre), afectado por las restricciones en su funcionamiento. Así, se observa un menor gasto en transportes, restaurantes y hoteles, y actividades culturales y de esparcimiento. Esto se dio en un contexto en que la liquidez de los hogares ha aumentado significativamente, tanto por una recuperación parcial de los ingresos laborales —masa salarial— como por los retiros de ahorros previsionales y las transferencias fiscales (gráfico III.4)



GRÁFICO III.4 INYECCIONES DE LIQUIDEZ, INGRESOS Y CONSUMO PRIVADO (1)
(variación anual nominal, porcentaje)



(1) Las estimaciones del aumento de liquidez de los hogares para el primer trimestre del 2021 y sus respectivas incidencias (ingresos netos, transferencias y los dos primeros retiros de los fondos previsionales), son basadas en proyecciones coherentes con el escenario central de este IPoM. (2) Corresponde a la suma entre los ingresos del trabajo y otros ingresos, descontado por impuestos netos y prestaciones sociales netas. Fuentes: Ministerio de Hacienda, Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Chile.

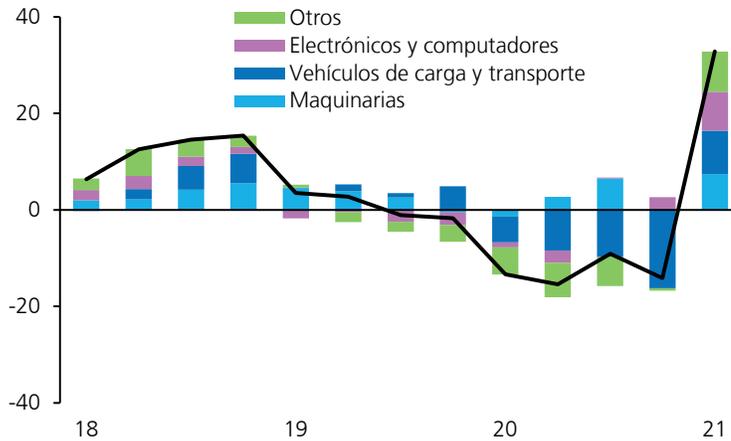
La inversión retomó algo de dinamismo en la primera parte del año, particularmente en su componente de maquinaria y equipos. La FBCF creció levemente en el primer trimestre (0,7% anual), con comportamientos muy disímiles de sus componentes. Por un lado, la FBCF de maquinaria y equipos subió 21,5% anual, el primer registro positivo desde la crisis social y el inicio de la pandemia. En estos datos destacaron las mayores importaciones de vehículos de carga —camiones y camionetas— y equipos computacionales, reflejando la adaptación de empresas al teletrabajo y venta remota (gráfico III.5). El ítem de construcción y obras, en cambio, tuvo una caída anual del orden de 10%, pues siguió afectado por el aplazamiento y ralentización de proyectos de inversión asociados a la edificación y obras de ingeniería, debido a las restricciones propias de la pandemia. Además, destacó la acumulación de existencias, sobre todo de productos manufacturados, en particular de cobre y maquinaria y equipos.

La evolución del consumo durable y la inversión en maquinaria y equipos se reflejó en un alza relevante de las importaciones, y en una reducción del superávit de la cuenta corriente. Las importaciones nominales de bienes (CIF) crecieron 27,8% anual en el primer trimestre (-4,7% el anterior), anotando la primera cifra positiva desde el primer trimestre del 2019, y la de mayor magnitud en casi diez años. Este resultado fue impulsado por todas las categorías, destacando, por el lado del consumo, los bienes durables, y en las de capital, los vehículos de carga y los equipos computacionales. Las exportaciones de bienes aumentaron 27,3% anual, fundamentalmente por el mayor precio de productos mineros como el cobre y el hierro. En tanto, el saldo acumulado anual de la cuenta corriente reflejó un superávit equivalente a 0,9% del PIB (1,4% a fines del 2020).

Si bien la economía muestra una recuperación significativa tras el fuerte shock provocado por la pandemia, esta es heterogénea entre sectores y tamaño de empresas, lo que se explica, en parte, por diferencias en la capacidad de adaptación. Por sectores, el desempeño de los restaurantes y hoteles, la construcción y el transporte continúa sin alcanzar sus niveles previos a la pandemia, mientras que el comercio y la industria lograron alcanzarlos ya hace seis meses o más (gráfico III.6). A nivel de tamaño, el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\)](#) de mayo mostró que las empresas más pequeñas fueron las más afectadas por las cuarentenas de marzo y abril, ya que más de la mitad de las micro y pequeñas empresas señalaron que habían cerrado sus operaciones, al menos parcialmente. En comparación, solo un tercio de las empresas medianas y grandes respondieron lo mismo.

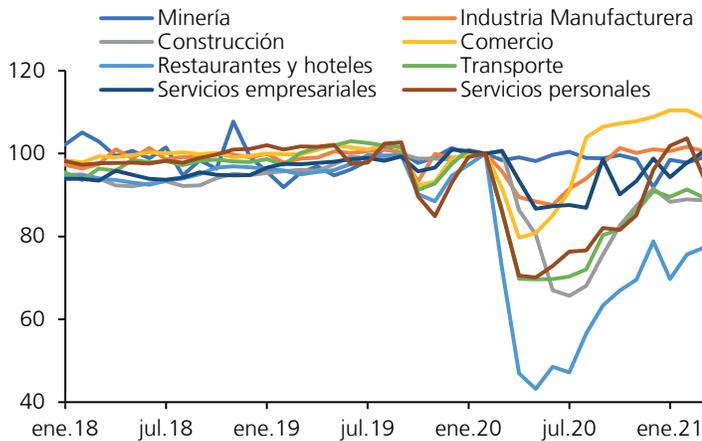


GRÁFICO III.5 IMPORTACIONES DE CAPITAL REAL (*)
(variación anual, porcentaje, incidencias)



(*) Deflactado con índice de precios de capital trimestral.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.6 IMACEC POR SECTORES
(desestacionalizado, índice feb.20=100)

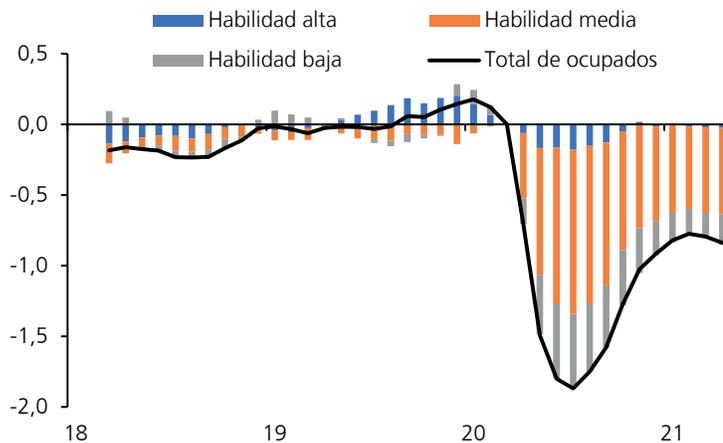


Fuente: Banco Central de Chile.

En el mercado laboral, las diferencias en el impacto de la pandemia y su posterior recuperación también son notorias entre tamaños de empresas y tipos de trabajadores. Las empresas más pequeñas muestran las mayores caídas en términos de empleo asalariado y los menores aumentos en la utilización del trabajo remoto. Por tipo de empleo, la caída de la ocupación asalariada privada se explica exclusivamente por los empleos de habilidad media y baja (gráfico III.7). Las mujeres también han sido más afectadas por la pandemia, ya sea porque los empleos en que regularmente se desempeñan pertenecen a los sectores de servicios o porque no han podido buscar empleo por la necesidad de dedicarse a las labores del hogar (Recuadro III.1).



GRÁFICO III.7 EMPLEO POR NIVEL DE HABILIDAD (1) (2)
(diferencia respecto a marzo 2020; millones de personas)



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

De todas formas, el mercado laboral en su conjunto ha mejorado respecto de sus peores niveles del año pasado, aunque con diferencias de magnitud entre las distintas fuentes de información. Por un lado, las encuestas del INE, de la Universidad Católica y de la Universidad de Chile muestran que el empleo ha recuperado alrededor de la mitad de lo perdido en la peor parte de la pandemia. Por otro lado, el número de cotizantes en las AFP y el seguro de cesantía —que corresponde al empleo asalariado formal— ha tenido un aumento importante respecto de mediados del 2020, retornando a niveles comparables con los previos a la pandemia (gráfico III.8). Es importante tener presente que, si bien todas las fuentes de información citadas reflejan en algún grado una mejora del mercado laboral, sus diferencias y las implicancias respecto de la coyuntura económica deben ser analizadas con cuidado, pues podrían reflejar diferencias metodológicas en su construcción.

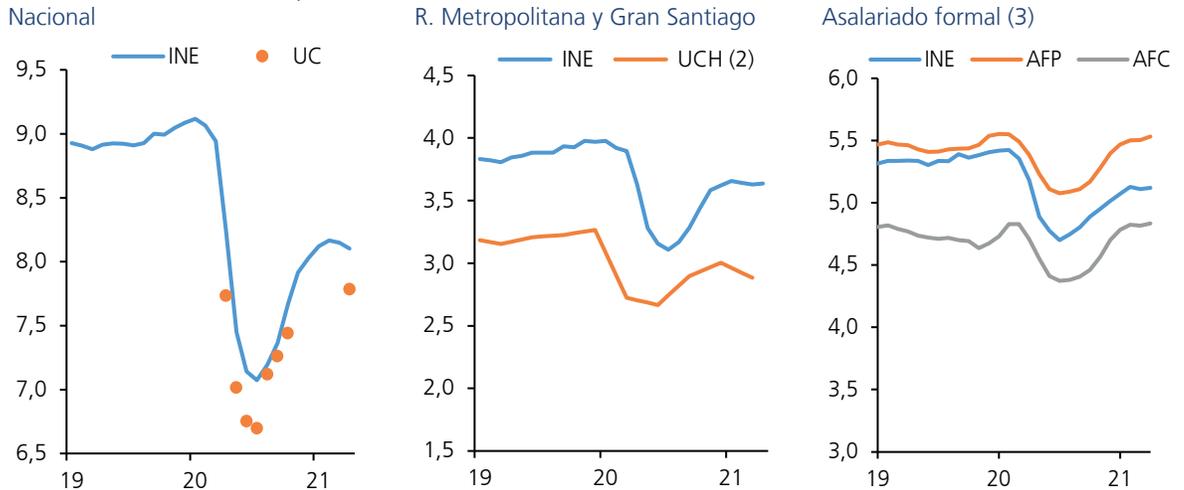
La demanda por trabajo también se ha recuperado, en un contexto en que la oferta sigue contenida. Los datos de avisos laborales en Internet presentan un repunte importante (gráfico III.9a). El IMCE, luego de cierto retroceso en abril, refleja expectativas neutras respecto del empleo en el corto plazo en el comercio, la industria y la construcción, aunque algo más positivas en esta última. La oferta, por su parte, según los datos del INE, se ha mantenido contenida. Por un lado, se observa una tasa de participación laboral por debajo de las cifras de los últimos años (56,9% en el trimestre móvil terminado en abril del 2021 versus 61,9% en promedio entre el 2010 y el 2019). Por otro, la voluntad de trabajar más horas ha disminuido de manera significativa desde el comienzo de la pandemia (gráfico III.9b). Factores como el temor al contagio y las responsabilidades familiares —fundamentalmente para las mujeres— explican la mayor inactividad en la fuerza laboral, en un contexto en que las medidas de apoyo han propiciado que las personas se mantengan en su hogar (Recuadro III.1). Lo anterior es concordante con las respuestas de los entrevistados del IPN de mayo, que dieron cuenta de una mayor dificultad en la contratación, especialmente en las categorías de empleo de menor calificación, y con la recuperación de los salarios reales.

Pese al buen desempeño de la economía, la evolución negativa de los contagios, persistencia de las cuarentenas, y los rezagos en la recuperación de una parte del mercado laboral mantienen pesimistas las expectativas de los consumidores. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) se ha mantenido en niveles pesimistas por varios trimestres, aunque con una reversión paulatina a partir de mediados del 2020. Dicho proceso se interrumpió en marzo y abril, en un contexto sanitario más complejo. De hecho, en mayo, mes en que



comenzaron a levantarse las cuarentenas y se hizo efectivo el pago de nuevas medidas de apoyo a los ingresos, las expectativas de los consumidores tuvieron un incremento. En el caso de las expectativas empresariales (IMCE), estas se han mantenido levemente optimistas, aunque con vaivenes a nivel sectorial. Esto contrasta con la información de alta frecuencia de los mercados financieros, incluyendo la bolsa, las tasas de interés a plazos largos, y el tipo de cambio nominal, cuya divergencia de las tendencias en otras contrapartes podrían denotar un deterioro de expectativas en las últimas semanas.

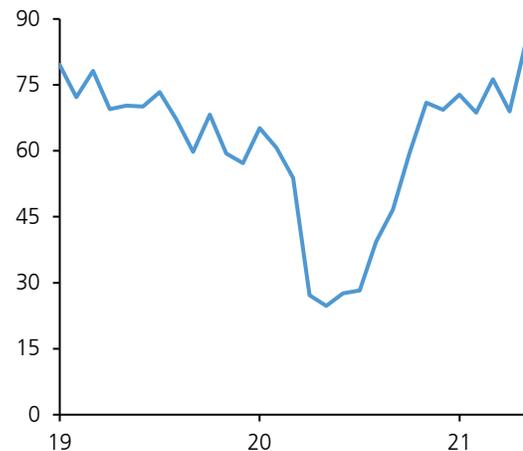
GRÁFICO III.8 DISTINTOS INDICADORES DE OCUPACIÓN (1)
(millones de personas)



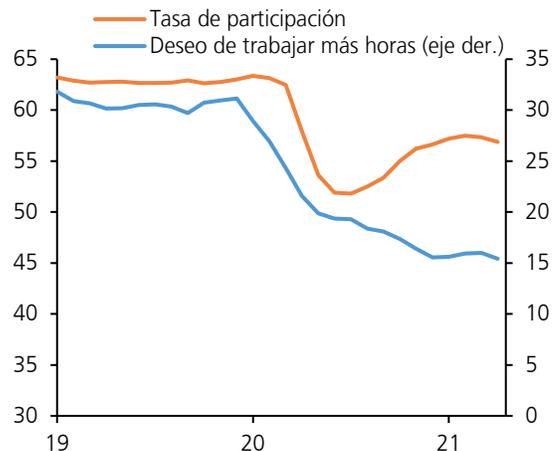
(1) Datos del INE, AFC y AFP están en promedio móvil trimestral. (2) Datos trimestrales con interpolación mensual. (3) INE se refiere al empleo asalariado formal; AFP se refiere al número de cotizantes dependientes, asalariados públicos, privados y servicio doméstico, cuyo empleador realizó pagos normales a la cuenta de capitalización individual de fondos de pensiones; AFC se refiere al número de cotizantes dependientes (asalariado privado) cuyo empleador realizó pagos normales al seguro de cesantía. Fuentes: Centro de Encuestas UC, Instituto Nacional de Estadísticas, Superintendencia de Pensiones y Universidad de Chile.

GRÁFICO III.9 SEÑALES DE LA DEMANDA Y LA OFERTA DEL MERCADO LABORAL

a. Avisos laborales en Internet
(índice promedio enero 2015=100)



b. Tasa de participación y deseo de trabajar más horas (*)
(porcentaje; porcentaje del total de trabajadores)



(*) Datos en promedio móvil trimestral. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En este contexto de alta heterogeneidad en la recuperación, el Gobierno ha anunciado importantes ampliaciones de los beneficios fiscales para los hogares y pequeñas empresas. Durante el segundo trimestre, se anunció el fortalecimiento del bono a la clase media y del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE), en conjunto con un bono complementario al tercer retiro de los fondos de pensiones para las personas sin saldo en sus cuentas. Además, en el contexto de la Agenda de Mínimos Comunes, se acaba de aprobar una sustancial extensión y ampliación de las transferencias, incluyendo un Ingreso Familiar de Emergencia ampliado en su valor y cobertura, y que llegará a más de 15 millones de personas durante los próximos cuatro meses, además, están en discusión subsidios y beneficios tributarios para micro y pequeñas empresas. La suma de estas iniciativas hará que el crecimiento del gasto fiscal llegue a cifras en torno a 25% nominal en el 2021, lo que se compara con el 5% considerado en el IPoM de marzo. Esto llevará a exceder significativamente el déficit estructural programado para el año, lo que el Gobierno formalizaría invocando una “cláusula de escape” de las metas fiscales comprometidas. Aunque aún no se cuenta con nuevas proyecciones oficiales, parece evidente que, pese a las mejores perspectivas para la actividad, este año el impulso fiscal no solo superará lo previsto, sino que será significativamente mayor que el del 2020.

El mejor desempeño de la economía en el primer cuatrimestre del año y, sobre todo, el mayor impulso al consumo proveniente de las masivas medidas de inyección de liquidez, hacen que el crecimiento previsto para este año aumente de forma importante respecto de marzo. En el escenario central, el PIB aumentará entre 8,5 y 9,5% este año (entre 6 y 7% en marzo), llevando a que la brecha de actividad proyectada se cierre antes que lo previsto y sea positiva durante algunos trimestres (Capítulo V). Cerca de dos tercios de la diferencia con la proyección de marzo se explica por la acumulación de medidas de impulso al gasto, y el tercio restante, principalmente por el mejor inicio del año y adaptación de la economía. Respecto de la demanda, el escenario central contempla que en el corto plazo las masivas transferencias fiscales y el tercer retiro de ahorros previsionales mantendrán el fuerte impulso al consumo privado, el que se expandirá en torno a 15% durante 2021. La inversión, por su parte, crecerá 11,4% anual en este escenario, mientras las exportaciones totales crecerán algo más de 1%. Así, se perfila un escenario de recuperación notoriamente sesgado hacia el consumo, que, de mantenerse o profundizarse con políticas más procíclicas, podría ir incubando desequilibrios macroeconómicos de mayor envergadura, riesgo que debe ser debidamente anticipado. Finalmente, es importante resaltar que estas proyecciones continúan considerando que durante el segundo semestre se dará un desconfinamiento creciente de la población y se relajarán las otras medidas de distanciamiento social, de la mano del logro de las metas del proceso de vacunación. Sin embargo, en lo más reciente los contagios han aumentado y se han reimpuesto cuarentenas en varias comunas. Si ello se intensifica, la apertura podría ser más lenta, retrasando el cierre de la brecha de actividad, requiriendo que la actual expansividad monetaria se mantenga por algún tiempo más.



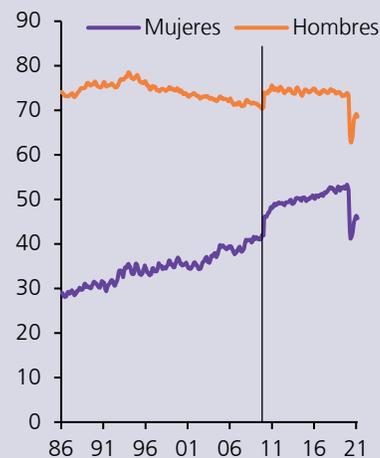
RECUADRO III.1:

Impacto de la pandemia en el mercado laboral femenino

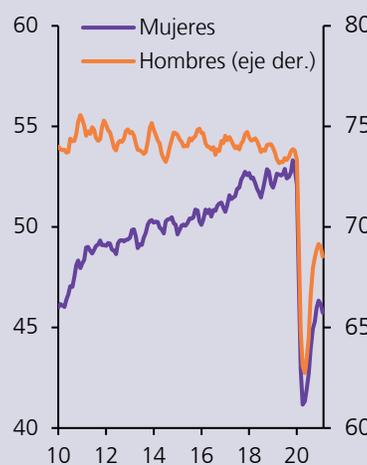
Tras más de un año de comenzada la crisis del Covid-19, la adaptación de personas y empresas, junto con el fuerte impulso de las políticas públicas ha permitido la recuperación de la economía. Sin embargo, ello no ha ocurrido con igual intensidad en todos los actores económicos. Los datos muestran diferencias en torno al nivel de actividad entre sectores y tamaños de empresas. Lo mismo sucede entre tipos de trabajadores, dependiendo del sector en que se desempeñan y sus competencias. Además, se aprecia un efecto diferenciado por sexo, resaltando que la participación de las mujeres en el mercado laboral se ha visto más afectada que la de los hombres. Hasta antes de la pandemia, destacaba la creciente participación laboral femenina, a lo largo de al menos tres décadas, en un contexto de estancamiento y leve disminución de la participación masculina (gráfico III.10). No obstante, la pandemia hizo retroceder lo ganado en términos de participación femenina en los últimos años. La magnitud de la salida de la fuerza de trabajo de las mujeres se hace evidente al observar que durante el segundo y tercer trimestre del 2020 la tasa de desocupación femenina cayó por debajo de la masculina, revirtiendo la tendencia histórica.

GRÁFICO III.10

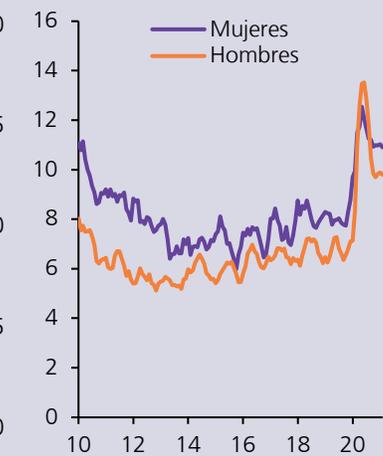
TASA HISTÓRICA DE PARTICIPACIÓN
(1986-2021) (*)
(porcentaje)



TASA DE PARTICIPACIÓN
(2010 – 2021)
(porcentaje)



TASA DE DESOCUPACIÓN
(2010 – 2021)
(porcentaje)



(*) Serie sin empalmar. Línea segmentada vertical muestra un quiebre de la serie debido a cambios metodológicos.

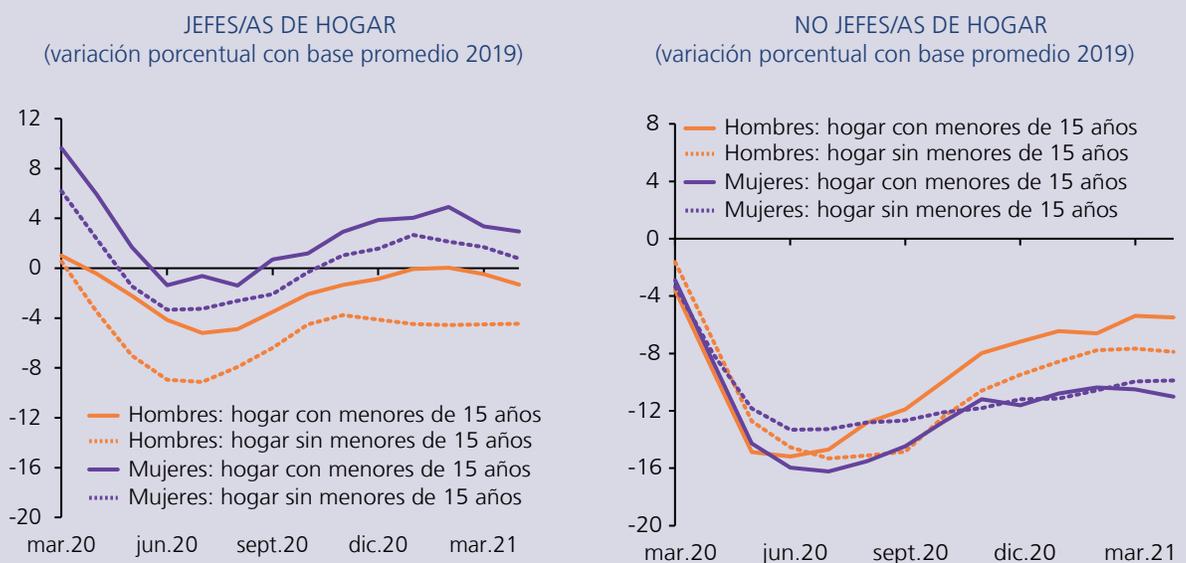
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



El presente recuadro examina los canales de transmisión a través de los que la pandemia ha afectado las tendencias del mercado laboral femenino. Por el lado de la demanda por trabajo, la caída del empleo ha sido particularmente alta en los sectores con elevado contacto social, como comercio y servicios, todos intensivos en la contratación de mujeres. Si bien la actividad de algunas de estas ramas ya se recuperó, o incluso superó los niveles prepandemia, no ha ocurrido lo mismo con el empleo, como es el caso del comercio. Por el lado de la oferta, la participación femenina se ha visto impactada por la necesidad de dedicar mayor tiempo al cuidado del grupo familiar. Según la Encuesta Nacional sobre Uso del Tiempo del año 2015, el tiempo dedicado por las mujeres a las labores domésticas y de cuidados corresponde a 5,6 horas promedio al día, más del doble del dedicado por los hombres (2,6 horas). La pandemia ha generado un aumento de esta carga sin que se haya producido una mejor distribución de las labores entre mujeres y hombres. De hecho, en la Encuesta Social Covid, el 81% de los hogares declaró que la división de las tareas domésticas realizadas por hombres y mujeres durante la pandemia era similar a la que existía previamente. Así, si previo a la pandemia el valor del trabajo no remunerado en el hogar se estimaba cercano a 21% del PIB — siendo alrededor de dos tercios producido por mujeres—, las estimaciones preliminares indican que, en el 2020, este se habría incrementado a 26% del PIB^{1/}.

El rol de la jefatura de hogar y la presencia de menores de edad en el hogar determina la situación en la fuerza de trabajo de las personas. En general, el impacto inicial de la pandemia fue mucho más pronunciado en la participación de mujeres y hombres no jefes de hogar, pues el rol de la jefatura está estrechamente ligado al de proveedor económico principal. En el caso de los hombres, la presencia de menores en el hogar afecta positivamente su participación en el mercado laboral, independiente de su situación en la jefatura del hogar. Por el contrario, en las mujeres no jefas de hogar, la presencia de menores afecta negativamente su participación, debido a que muchas de ellas deben dedicarse a las labores de cuidado de estos menores. Sin embargo, en las mujeres que sí ejercen jefatura de hogar se percibe el efecto inverso (gráfico III.11). Esto se debe a que gran parte de los hogares de jefatura femenina suelen ser de carácter monoparental, donde la mujer se constituye como la única proveedora económica, y por ende se encuentran expuestas a la doble carga de compatibilizar el trabajo en la ocupación con las labores de cuidados.

GRÁFICO III.11 VARIACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN SEGÚN PRESENCIA DE MENORES EN EL HOGAR



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

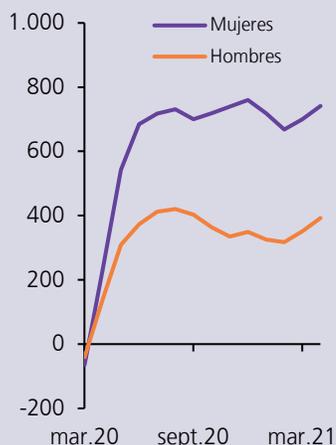
^{1/} "Estimación del trabajo doméstico no remunerado 2020", División de Estadísticas, Banco Central de Chile.



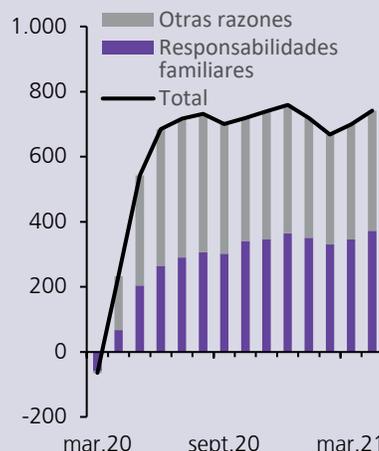
La disminución persistente de las tasas de participación alberga el riesgo de pérdidas de capacidad en el mercado laboral. El análisis de las personas fuera de la fuerza de trabajo puede separarse en dos grupos. El primero, son los llamados inactivos potencialmente activos, es decir, que no están participando, pero están dispuestos a hacerlo o buscando una ocupación. Estos mostraron un aumento considerable durante los primeros seis meses de la pandemia, que luego se ha ido revirtiendo. El otro grupo son los inactivos habituales, donde la salida de la fuerza de trabajo tiene un carácter más permanente. En este grupo también se observa un aumento en el último año, el que es mayor en el caso de las mujeres y donde las razones de responsabilidades familiares tienen una elevada importancia, situación que no ocurre con los hombres (gráfico III.12). La estimación de crecimiento tendencial considerada en este IPoM contempla que la participación femenina retomará niveles similares a los vigentes previo a la pandemia y seguirá una trayectoria de convergencia hacia los valores que se observan en los países de la OCDE. Sin embargo, existe el riesgo que una prolongación del escenario impuesto por la pandemia lleve a que la salida de la fuerza de trabajo de algunas mujeres termine siendo permanente, entre otros, por la obsolescencia de habilidades que conlleva un desempleo más prolongado.

GRÁFICO III.12

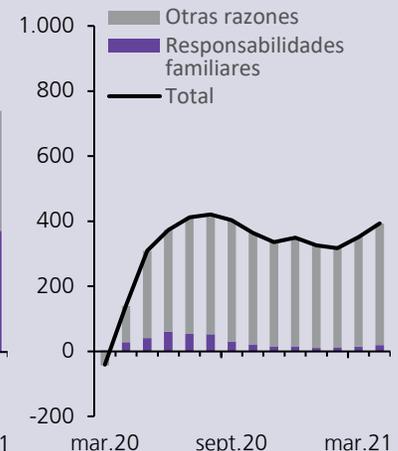
INACTIVOS HABITUALES SEGÚN SEXO
(diferencia respecto a feb.20, miles)



RAZONES DE INACTIVIDAD
HABITUAL EN MUJERES
(diferencia respecto a feb.20, miles)



RAZONES DE INACTIVIDAD
HABITUAL EN HOMBRES
(diferencia respecto a feb.20, miles)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

El análisis de los antecedentes en la economía internacional muestra que la pronunciada caída en la participación laboral de las mujeres no es exclusiva de Chile, sino que ha ocurrido a escala mundial, afectando sin distinciones tanto a países desarrollados como emergentes y menos desarrollados^{2/}. Una de las razones que explican este comportamiento resulta del cierre de centros educativos, trasladando todas las funciones de cuidado hacia los hogares. Una segunda razón es que la pandemia ha afectado más la actividad de los sectores con alto contacto social, usualmente intensivos en empleos de mujeres y jóvenes con menor calificación. Por otra parte, los efectos de la pandemia sobre el mercado laboral femenino han incrementado el riesgo de la automatización, dado que muchas empresas en Chile y el mundo han ajustado o se encuentran en proceso de ajustar sus modelos operativos^{3/}.

^{2/} Véase, por ejemplo, el reporte más reciente de la [Organización Internacional del Trabajo \(2021\)](#) para un análisis global, y [Albanesi y Kim \(2021\)](#) para un análisis específico para los EE.UU.

^{3/} [FMI \(Weo, Abril 2021\)](#).



Análisis cualitativo de posibles cicatrices en la fuerza de trabajo femenina

Para evaluar los riesgos de la recuperación de la tasa de participación femenina, durante mayo del 2021 se realizó un estudio cualitativo basado en entrevistas a mujeres que perdieron sus empleos durante los últimos 14 meses y viven con personas con necesidades de cuidados^{4/}. El objetivo del estudio fue intentar comprender la relación de estas mujeres con el mercado del trabajo, su rol en el cuidado de familiares y cómo este influye en las expectativas de reinserción al mercado laboral. Dado que este estudio no se basa en encuestas o información estadística, su intención no es estimar la prevalencia de mujeres que volverá a la fuerza de trabajo una vez que acabe la pandemia. Más bien, se intenta describir los tipos de situaciones a las que se ven expuestas las mujeres que han debido abandonar la fuerza de trabajo, y qué condiciones podrían determinar sus expectativas para reinsertarse laboralmente.

Coherente con la información sobre las razones de salida de la fuerza de trabajo de las mujeres, las entrevistas confirman que las responsabilidades familiares afectan la búsqueda de trabajo. De hecho, casi todas las mujeres declaran que, como la pandemia ha imposibilitado que personas externas al núcleo familiar apoyen en las tareas de cuidados, son ellas quienes deben realizar estas labores.

Numerosas entrevistadas indican que asumir labores de cuidados les ha generado satisfacción, ya que han podido dedicar más tiempo a quienes cuidan y, en los casos de mujeres con hijos pequeños, ha sido fundamental para apoyar la educación a distancia. No obstante, en general, se releva la importancia de poder compatibilizar el cuidado con el empleo. Al indagar en las expectativas sobre el retorno al mercado laboral, se pueden identificar tres grupos. En el primero, están quienes esperan reincorporarse completamente en condiciones similares a las que tenían previo a la pandemia, tanto por una necesidad económica o porque estaban satisfechas con su situación laboral anterior y desean recuperar su empleo prontamente.

“

“Sí [creo que volveré a trabajar], porque yo lo necesito emocionalmente. Tiene que ver con un desarrollo personal y profesional que se ha visto retrasado, yo me siento frustrada por’, o sea, yo a mis hijos los adoro, pero una cosa no quita la otra (risas) porque ya no... o sea, yo no soy feliz estando en la casa. Yo necesito hacer trabajar mi cabeza, necesito hacer otra cosa” (Entrevistada 30 a 45 años, educación superior).

”

El segundo grupo —mayoritario— contempla a quienes desean emplearse, pero con una menor carga laboral que les permita compatibilizar su ocupación con los cuidados. De todas maneras, entre este grupo se levantan algunas dificultades, por ejemplo, que la reinserción pueda estar supeditada al salario, ya que requieren un nivel de ingresos que les permita externalizar parte de los cuidados que actualmente están asumiendo. Aunque el trabajo remoto surge como una opción viable, esta no es una alternativa generalizada, especialmente en ciertas ocupaciones. Además, al no existir una delimitación clara entre la jornada de teletrabajo y el cumplimiento de labores domésticas y de cuidados, el nivel de carga o estrés para las mujeres podría ser incluso mayor que con un empleo presencial. Esto es especialmente complejo en el caso de mujeres con hijos pequeños.

^{4/} Este recuadro presenta un resumen de los principales hallazgos, mayor detalle sobre la metodología, pauta de entrevista y resultados se pueden encontrar en [Muñoz, Perez y Zapata \(2021\)](#).



“

“Pasando la pandemia, volviendo a una normalidad, debo volver a buscar un trabajo remunerado, pero yo creo que ahí, dentro de eso, es partir de cero. No sé si voy a buscar un cargo como el que tenía, con el sueldo que tenía, y con el tiempo que yo le entregaba. Yo creo que voy a buscar un cargo que me permita poder cumplir con ambas cosas y no tenerlas a medias (...) Aunque eso significara que las lucas fueran un poco menos” (Entrevistada 30 a 45 años, educación media).

”

Finalmente, el tercer grupo, concentrado en mujeres de mayor edad, está compuesto por quienes probablemente no se reincorporarán a la fuerza de trabajo. A las dificultades antes mencionadas se suma la importancia atribuida al rol de cuidados asumido durante la pandemia y a la falta de redes de apoyo. En varios casos esto guarda relación con cierta holgura económica que permite el ajuste de gastos involucrado.

“

“¿De qué manera volvería yo al área laboral? Netamente por una necesidad grande, o sea, no sé, que falte alimento, que falte para pagar las necesidades básicas, me vería obligada, pero mientras eso esté cubierto, yo siento que para mí y para muchas mujeres la situación laboral fue como una despedida final” (Entrevistada 30 a 45 años, educación superior).

”

Conclusiones

Pese a las dificultades en determinar las marcas definitivas que dejará la pandemia sobre la fuerza de trabajo femenina, todo apunta a que la tasa de participación tendrá una recuperación con el tiempo. Sin embargo, existe la posibilidad que, en la medida que la economía se vaya abriendo, persistan formas de subutilización de la fuerza de trabajo. Las entrevistas realizadas indican la existencia de tres grupos diferenciados dentro de las mujeres que han debido abandonar la fuerza de trabajo para dedicarse a labores de cuidados, definidos por sus expectativas con respecto al vínculo que tendrán con el mercado laboral en el futuro. Conocer la prevalencia que tendrá cada uno de estos grupos excede los alcances del presente recuadro, sin embargo, sí es posible identificar los riesgos asociados a la preponderancia de cada uno de ellos.

Los dos primeros grupos contribuirán a la recuperación de las tasas de participación. Sin embargo, si prevalece el segundo grupo, se podrán apreciar mayores formas de subutilización de la fuerza de trabajo en el futuro, por ejemplo, en una disminución de las horas de trabajo, o bien una reconversión hacia ocupaciones de menor productividad que permitan la conciliación entre las tareas de cuidado y la vida laboral, tales como el empleo por cuenta propia o la informalidad. Las pertenecientes al tercer grupo incidirán en la pérdida de capacidades del mercado laboral o, al menos, en que las tasas de participación femenina se recuperen más lento de lo esperado.

Los factores que determinen la prevalencia de cada grupo no solo dependerán de las expectativas de las mujeres, sino que también de la extensión de las medidas de confinamiento, la reapertura de los centros educativos y la recuperación de las ramas de actividad más afectadas que eran intensivas en el uso de fuerza de trabajo femenina. Las estimaciones de PIB tendencial incluidas en este IPoM asumen que las tasas de participación femenina recuperarán lo perdido y convergerán a tasas comparables con las de la OCDE en el largo plazo. Dificultades en la reinserción laboral de las mujeres evidentemente podrían afectar estas estimaciones.



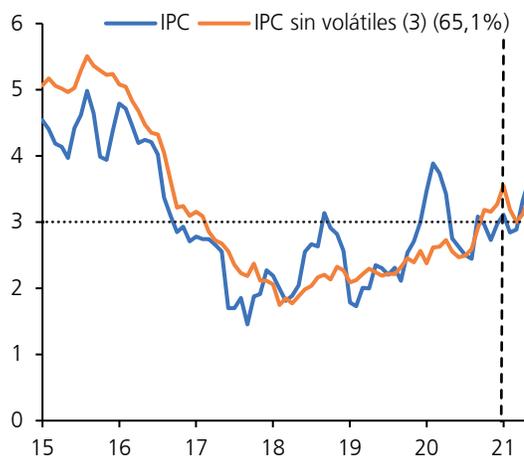
IV. PRECIOS Y COSTOS

La inflación total y subyacente ha aumentado, ubicándose en torno a 3,5% durante mayo. Esta ha sido impulsada por los precios de los bienes y combustibles. Todo ello, en un contexto en que la economía ha mostrado un desempeño mejor al previsto, se han sumado fuertes impulsos al gasto interno, los inventarios aún no se recuperan del todo y los costos de las empresas han seguido presionados, por el aumento global del precio de los insumos y los costos de transporte. Así, el escenario central contempla que la inflación total y subyacente se acercarán a 4% anual, con la total superando ese nivel en el corto plazo. Al comienzo del próximo año, la inflación comenzará su proceso de convergencia hacia la meta de 3%, a medida que el impulso extraordinario al gasto vaya diluyéndose y el menor impulso monetario tenga efecto en la economía.

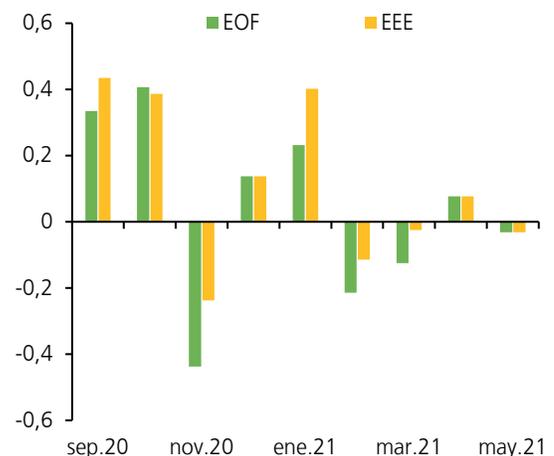
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

La inflación total aumentó hasta 3,6% en mayo, impulsada por los precios de los bienes —especialmente subyacentes— y combustibles. Los primeros continúan presionados por los reducidos inventarios, problemas de oferta y la alta demanda de algunos productos. En los combustibles, ha incidido principalmente el alza del valor del petróleo y la baja base de comparación de igual período del año pasado. La inflación subyacente de servicios si bien permanece contenida en general, muestra aumentos incipientes en los ítems no administrados ni indexados. A su vez, los precios de los alimentos han disminuido su aporte a la inflación. En términos mensuales, las cifras de inflación han mostrado sorpresas menores que en los trimestres anteriores (gráfico IV.1).

GRÁFICO IV.1 INFLACION ANUAL (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



SORPRESAS INFLACIONARIAS (4)
(puntos porcentuales)

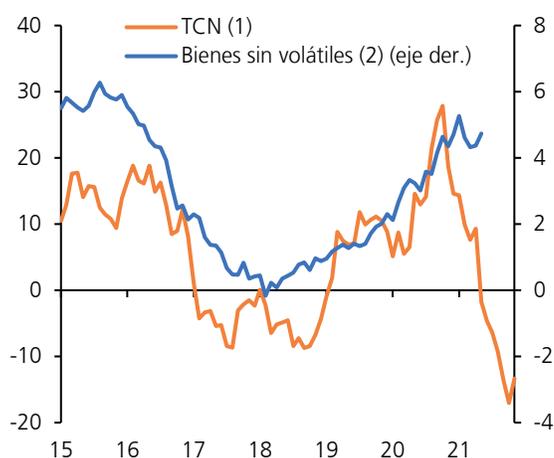


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2021. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#) y [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#). (4) Se considera el último dato disponible de las encuestas previo a la publicación del IPC del mes correspondiente. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

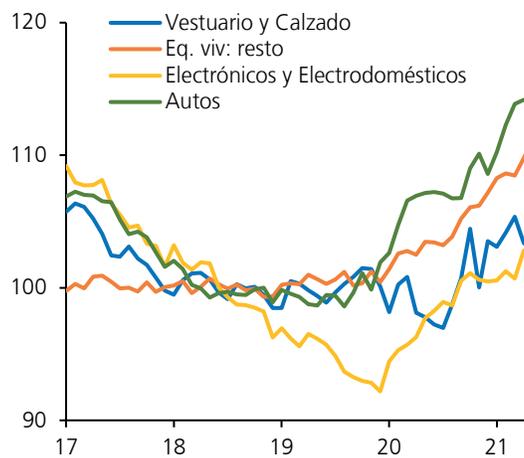


La persistencia de una alta demanda, en particular por productos importados, y niveles de inventarios que siguen percibiéndose como ajustados a pesar de la recuperación de las importaciones, ha seguido presionando los precios de los bienes subyacentes. Así, a mayo la variación anual del IPC subyacente de bienes llegó a 4,7%, observándose que los precios de algunos de los bienes afectados por una alta demanda han seguido aumentando en estos últimos meses. Esto ha ocurrido en un contexto en que el peso, más allá de su depreciación en las últimas semanas, se ha apreciado considerablemente desde mayo del 2020 (13,3%), sin que la inflación de bienes muestre la correlación habitual con esta variable (gráfico IV.2). En ese sentido, los entrevistados del [Informe de Percepciones de Negocios de mayo](#) ratificaron lo ya mencionado en reportes anteriores, en cuanto a que la baja del tipo de cambio no se vería reflejada mayormente en sus precios de venta, pues serviría para absorber alzas de costos o recuperar márgenes.

GRÁFICO IV.2 BIENES SUBYACENTES Y TCN
(variación anual, porcentaje)



BIENES AFECTADOS POR ALTA DEMANDA
(índice 2018=100)



(1) Rezagado seis meses. (2) Representan el 26,7% de la canasta del IPC.

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

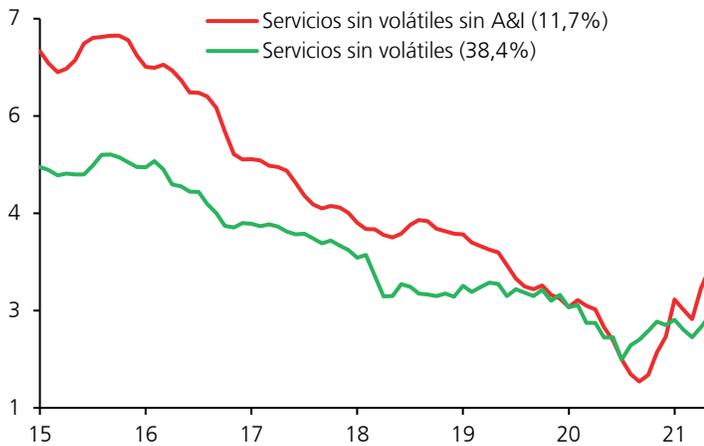
La inflación de servicios se ha mantenido contenida —algo por sobre 2% anual en lo más reciente— en un contexto en que las restricciones de funcionamiento de estos sectores han aumentado en los últimos meses. De todos modos, se observan incipientes aumentos en ítems no administrados ni indexados. (gráfico IV.3). Las imputaciones de precios se ubican en niveles algo menores a lo informado por el INE al cierre estadístico del IPoM anterior (en torno a 23% de los precios a mayo) y continúan afectando principalmente a los precios de las divisiones de Restaurantes y hoteles y Recreación y cultura^{1/}.

Los precios de la energía han seguido aumentando, en línea con el incremento del precio del petróleo a nivel global (gráfico IV.4). El precio del barril de petróleo (promedio Brent-WTI) ha continuado subiendo, ubicándose en torno a US\$67 al cierre estadístico de este IPoM (+3,7% respecto del cierre estadístico previo). Este incremento ha sido traspasado paulatinamente a los precios de los combustibles a nivel local, coherente con el mecanismo de estabilización (MEPCO). El aumento del IPC de los combustibles, combinado con una baja base de comparación, ha sido el principal factor detrás del incremento de los precios de la energía, los que comenzaron a exhibir tasas de variación anual positivas desde abril (5,7% en mayo).

^{1/} Ver [Separata Técnica Índice de Precios al Consumidor Contingencia COVID-19 – Mayo 2021](#), publicada por el INE.



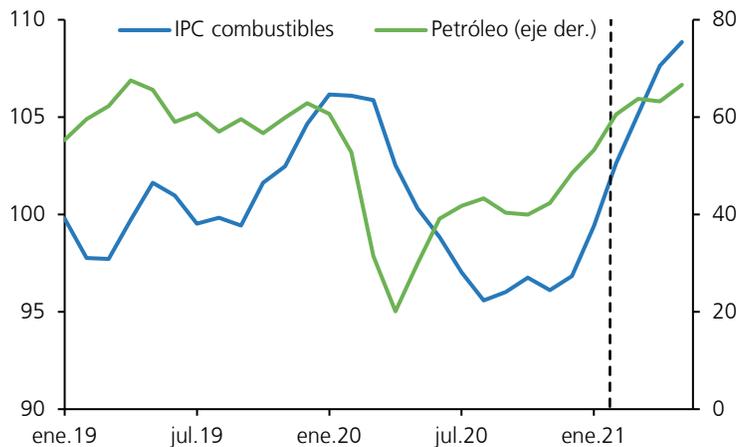
GRÁFICO IV.3 INFLACIÓN SUBYACENTE DE SERVICIOS (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.

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

GRÁFICO IV.4 IPC DE COMBUSTIBLES Y PRECIO DEL PETRÓLEO (1) (2)
(índice, base 2018=100; dólares por barril)



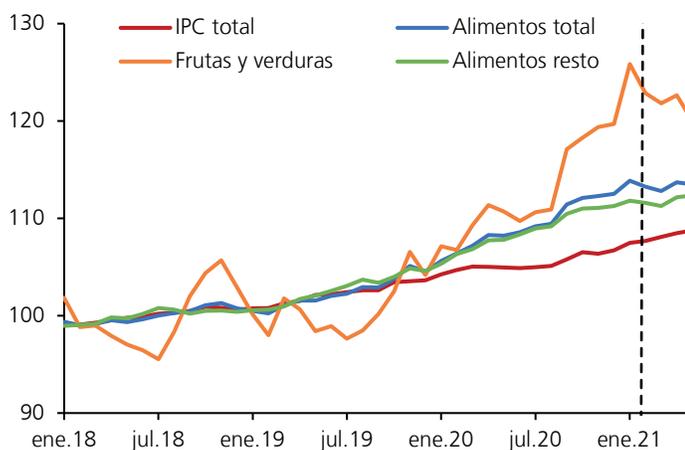
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2021. (2) Precio promedio entre el barril de petróleo Brent y WTI.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Bloomberg.

Los precios de los alimentos se han estabilizado en el margen y su contribución a la inflación anual se ha ido moderando, lo que contrasta con el alza que siguen mostrando indicadores a nivel internacional. Tanto los precios de las frutas y verduras frescas como del resto de los alimentos se han mantenido en niveles similares a los de comienzos de año, creciendo en el agregado 4,8% anual en mayo. En contraposición, en otros países, la inflación de alimentos ha continuado subiendo, especialmente en economías emergentes. De hecho, el índice de precios de los alimentos (FAO) volvió a subir en abril, alcanzando tasas de variación anual del orden de 30%. En este comportamiento han incidido la fuerte demanda y una menor oferta, por dificultades en las cosechas y/o menor producción de algunos productos, afectado en parte por factores climáticos adversos en los países productores (gráfico IV.5).



GRÁFICO IV.5 IPC DE ALIMENTOS (*)
(índice, base 2018=100)



(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IpoM de marzo 2021.

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

COSTOS

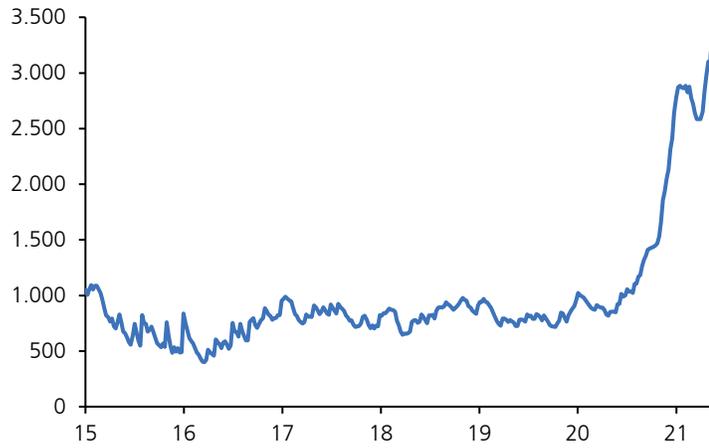
El aumento de los precios de las materias primas y del transporte a nivel mundial han incrementado las presiones de costos que enfrentan las empresas. La recuperación de la economía mundial ha subido la demanda por insumos, provocando alzas significativas de la madera, el hierro y los alimentos, entre otros (gráfico I.6). Se suman los mayores costos de transporte, en especial de los fletes marítimos (gráfico IV.6). Ambas situaciones se han reflejado en un incremento de los índices de precios a productores y consumidores, lo que ha sido particularmente notorio en economías emergentes, en especial algunas latinoamericanas. La información cualitativa reportada por diversas autoridades monetarias también da cuenta de alzas de los precios de insumos, materiales para la construcción, productos agrícolas y transporte^{2/}. Del mismo modo, el IPN de mayo informó que las empresas perciben aumentos en los precios de los insumos y costos de maquinarias, herramientas y tecnologías.

Las dificultades para el abastecimiento de insumos o productos para la venta también ha sido un problema para las empresas, lo que conjugado con niveles de demanda que siguen dinámicos para algunos sectores y tipos de bienes, han mantenido estrechos los niveles de inventarios. Varios entrevistados en el IPN de mayo ratificaron este panorama, manifestando una mayor preocupación por los problemas de abastecimiento de insumos y productos para la venta, lo que se había propagado a más rubros. Entre los principales motivos señalaron el aumento de la demanda favorecida por la mayor disponibilidad de liquidez de algunos clientes, diversas dificultades de oferta que han afectado su ritmo de producción y problemas logísticos derivados de la pandemia. Esto es coherente con las congestiones en las cadenas de suministro que también se reportan a nivel global (gráfico I.8). De hecho, la situación actual de inventarios sigue calificándose como insuficiente por las empresas del comercio y la industria (gráfico IV.7). Las importaciones de bienes de consumo se han ido recuperando desde mitad del año pasado, en medio de ventas del comercio que han sostenido un elevado dinamismo (gráfico IV.8).

^{2/} Por ejemplo, ver *Agents' Summary of Business Conditions* del Banco de Inglaterra, *The Beige Book* de la Reserva Federal de EE.UU., *Regional Network Report* del Banco de Noruega y *Business Leaders Survey* de la Reserva Federal de Nueva York.



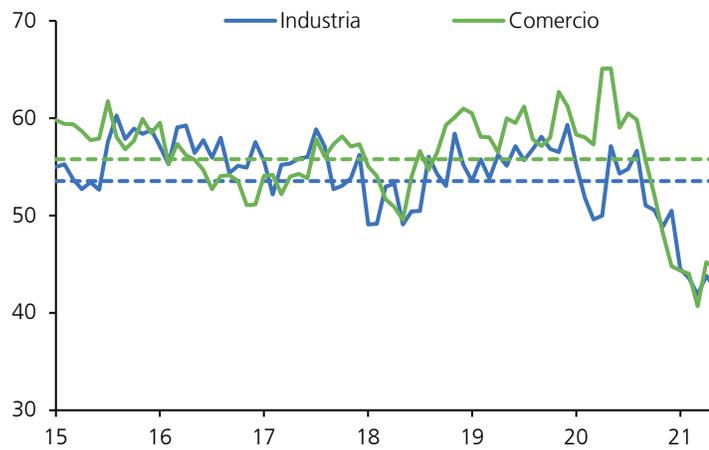
GRÁFICO IV.6 COSTOS DE FLETES MARÍTIMOS A NIVEL GLOBAL (*)
(dólares por un contenedor de 20 pies)



(*) Datos semanales del Shanghai Containerized Freight Index que pondera el precio de 15 rutas desde Shanghai, por un contenedor de 20 pies.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO IV.7 IMCE: SITUACIÓN ACTUAL DE INVENTARIOS (1) (2)
(índice de difusión)

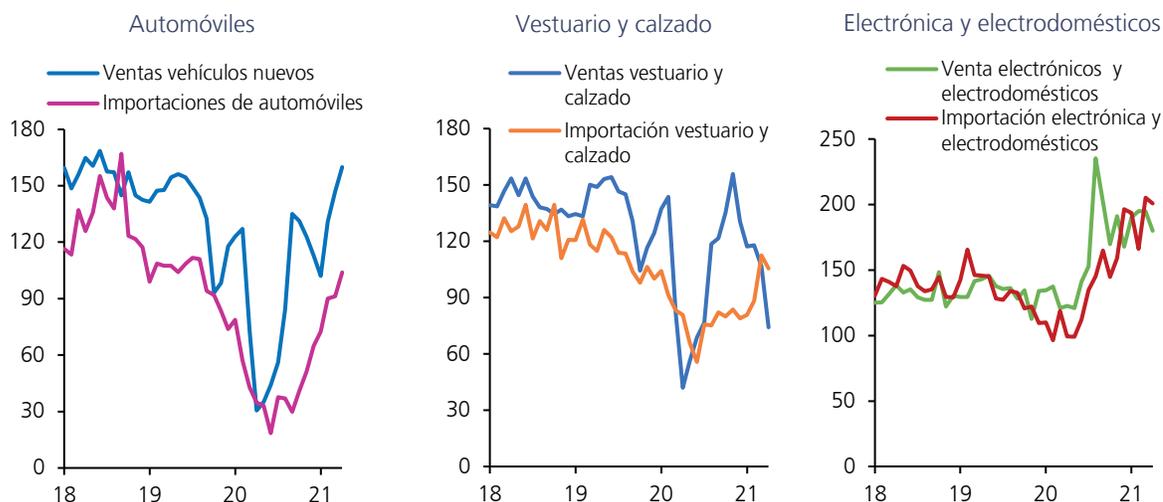


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica percepciones de niveles de inventarios excesivos (insuficientes). (2) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta mayo del 2021 para cada serie.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibañez.



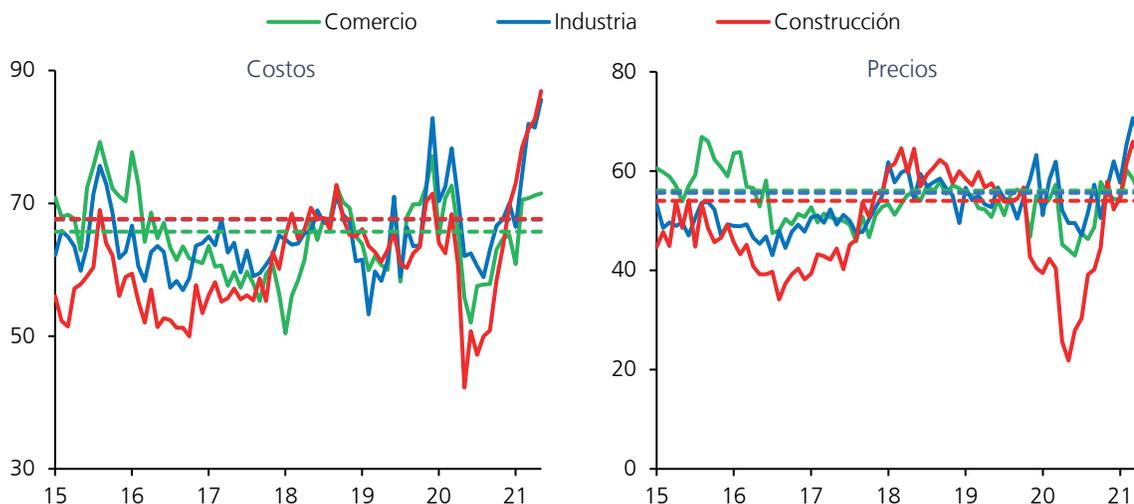
GRÁFICO IV.8 VENTAS E IMPORTACIONES REALES (*)
(índice promedio 2014=100, desestacionalizado)



(*) Considera datos hasta abril de 2021. 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.

Las expectativas apuntan a que estas presiones de costos se mantendrán, pero su traspaso a los precios será heterogéneo. Varios entrevistados en el IPN de mayo comentaron que las mayores presiones de costos los ha llevado a subir sus precios de venta. Sin embargo, el traspaso ha sido heterogéneo entre sectores, pues algunos rubros industriales, la construcción y la minería han podido efectuarlos o planean realizarlo pronto, mientras que en los sectores más afectados por la pandemia su magnitud ha sido menor o no podrán traspasarlos. Del mismo modo, las expectativas de costos a tres meses (IMCE) continuaron aumentando, aunque a un ritmo menor de lo que lo hacen las expectativas de precios. En todo caso, ambas se sitúan por sobre sus promedios históricos (gráfico IV.9).

GRÁFICO IV.9 IMCE: EXPECTATIVAS DE COSTOS Y PRECIOS (1) (2) (3)
(índice de difusión, pivote=50)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (2) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta mayo del 2021 para cada serie. (3) Las expectativas son a 3 meses plazo.
Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibañez.



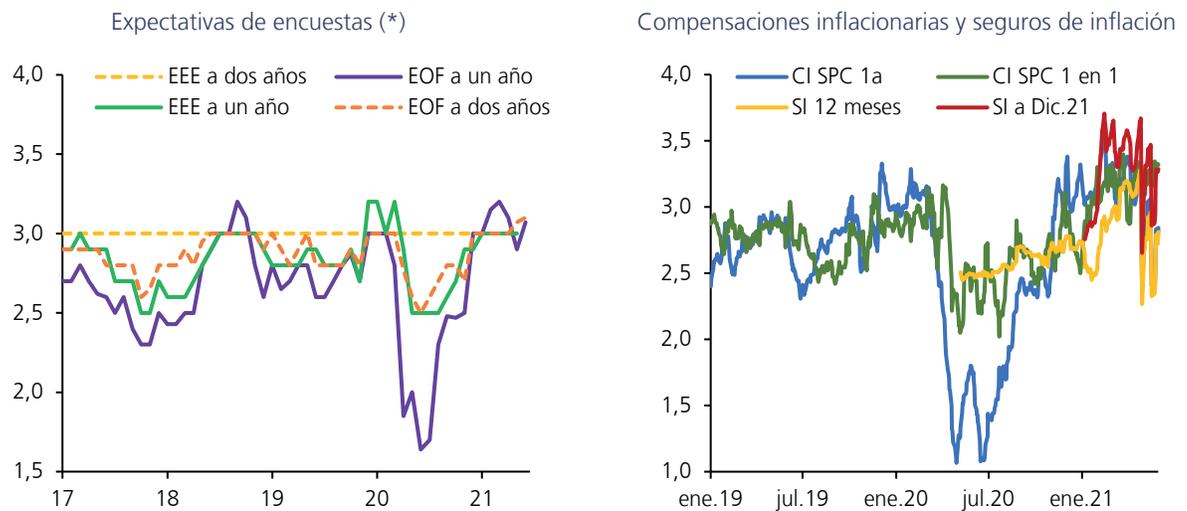
Las presiones provenientes de los costos laborales se han mantenido contenidas, más allá de alzas en algunos rubros. Los salarios nominales reportados por el INE —IR e ICMO— se han recuperado, creciendo a tasas anuales de 5,8% y 6,2% en abril, respectivamente, lo que se atribuye principalmente a la baja base de comparación. Sectorialmente ha seguido destacando la contribución del comercio, a lo que se sumó la recuperación de la construcción. Gran parte de los entrevistados en el IPN de mayo manifestó dificultades para encontrar personal, en especial para empleos menos calificados, como la construcción y el rubro agrícola. Las perspectivas para los salarios a seis meses (IMCE) permanecen en torno a sus promedios históricos.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En el escenario central, las mayores presiones de demanda y de costos, así como las dificultades de oferta, elevarán la inflación en lo que resta del año por encima de 4%. A inicios del próximo año, comenzará su proceso de convergencia hacia la meta de 3%. En el corto plazo, destaca que la mayor demanda por bienes y servicios combinada con las dificultades de oferta vigentes en la economía impulsarán la inflación subyacente. Esto se da en un contexto en que el mejor desempeño observado y esperado de la economía, junto con la corrección a la baja del PIB potencial (Recuadro V.1), llevan a que la brecha de actividad se cierre antes que lo previsto. En el caso de la inflación total, el alza del precio de los combustibles y la baja base de comparación harán que el incremento anual del IPC se acerque a 4,5% en los próximos meses. Posteriormente, a comienzos del 2022, la inflación iniciará un proceso de convergencia hacia la meta de 3%, en la medida que las presiones de demanda y de costos vayan cediendo, los problemas de abastecimiento se vayan solucionando y la política monetaria aminore el estímulo actual.

Las expectativas de inflación privadas sitúan la inflación en torno a 3% anual a uno y dos años plazo. A un año plazo, la inflación esperada en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo permaneció en 3%, mientras que la de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de junio disminuyó a 3,1% (3,2% al cierre estadístico del IPoM anterior). Las expectativas implícitas en los precios de los activos financieros dan cuenta de una baja en las últimas semanas, en línea con el avance de la discusión sobre la reducción de la tasa de IVA a algunos bienes y servicios. A dos años plazo, ambas encuestas permanecen en torno a 3% (gráfico IV.10).

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 03/06/2021. 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.



V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

El mejor desempeño reciente de la economía, el significativo impulso a la demanda interna, los desbalances en la dinámica del gasto privado y la producción, y las presiones de costos, incidirán sobre el comportamiento de los precios. La mayor expansividad fiscal y el alto dinamismo del consumo harán menos necesario que el impulso monetario apoye la recuperación de la economía, por lo que este debería comenzar a moderarse gradualmente antes de lo previsto en el IPoM anterior. Esto evitará que un aumento de la inflación — actualmente en torno a 3,5%— eleve el costo de la vida y erosione el poder de compra de los hogares más afectados por la crisis. Aun así, se anticipa que la Tasa de política Monetaria (TPM) seguirá por debajo de su nivel neutral durante todo el horizonte de política, apuntalando un proceso de recuperación que seguirá enfrentando importantes desafíos.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

El escenario central de este IPoM considera que el cierre de la brecha de actividad será más temprano que lo previsto. Se observa y se proyecta un aumento considerable del consumo privado, alimentado por la mayor disponibilidad de liquidez generado por el tercer retiro de ahorros previsionales y, especialmente, por las masivas transferencias fiscales. Esto último, contribuye a una política fiscal aún más expansiva que lo previsto anteriormente. Así, se perfila un escenario de recuperación fuertemente sesgado hacia el consumo, que, de mantenerse o incluso profundizarse con políticas más procíclicas, podría ir incubando desequilibrios macroeconómicos de mayor envergadura, riesgo que debe ser debidamente anticipado.

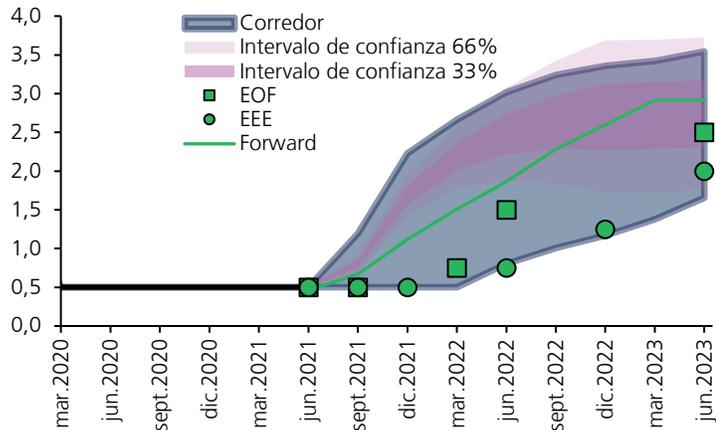
En lo venidero, la mayor expansividad fiscal y el alto dinamismo del consumo harán menos necesario que el impulso monetario apoye la recuperación de la economía con la intensidad actual, por lo que este debería comenzar a moderarse gradualmente, antes de lo previsto en el IPoM anterior. Esto permitirá evitar la acumulación de presiones inflacionarias en un momento particularmente sensible de la recuperación. Aún en un contexto de gradual normalización, la política monetaria continuará acompañando la recuperación de la economía. Es así como, partiendo de uno de los niveles más expansivos entre economías comparables, en el escenario central se anticipa que la TPM estará por debajo de su valor neutral durante todo el horizonte de política de dos años.

Cabe señalar que en este IPoM el Consejo actualizó la estimación para la TPM neutral. En términos reales, el conjunto de estimaciones arroja cifras del orden de 0,5%. Acorde con el rango de estimaciones y la incertidumbre en torno a este cálculo, el Consejo considera que la TPM neutral se ubica entre 3,25 y 3,75% en términos nominales, una rebaja de 50 puntos base en los límites del rango estimado hasta marzo (Recuadro V.2). Esto refleja en parte la tendencia global a menores tasas de interés neutrales observada en los últimos años y es coherente con la reducción del crecimiento tendencial estimado para Chile. Respecto del mínimo técnico de la TPM, este permanece en 0,5%, teniendo presente que las condiciones que llevaron a establecer ese nivel no han variado. En todo caso, es importante notar que la tasa interbancaria se puede mover en un corredor de +/-25 puntos base en torno al nivel de la TPM. De hecho, en periodos de alta expansividad monetaria, la tasa interbancaria puede ubicarse por debajo del mínimo técnico, dado este corredor. Así ha ocurrido en el último año y así sucedió también en 2009, cuando la TPM también llegó a 0,5% y el Banco utilizó la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), como medida complementaria de política monetaria.



Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, el Consejo considera un abanico de escenarios de sensibilidad, que pueden requerir una acción de política monetaria algo distinta a la considerada en el escenario central, tal como se deriva del corredor de la TPM. Además, destaca que en el escenario más positivo recién alcanzaría el piso del rango de la TPM neutral durante el segundo semestre del 2022 (gráfico V.1). El detalle de estos escenarios se discute en la sección final de este Capítulo.

GRÁFICO V.1 CORREDOR PARA LA TPM (*)
(porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#). Incluye la EOF publicada el 3 de junio, la EEE publicada el 11 de mayo y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años al cierre estadístico, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP).

Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIONES PARA LA ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

En el escenario central, la economía crecerá este año entre 8,5 y 9,5%, cifra bastante superior a la prevista en marzo (entre 6 y 7%)^{1/}. Para el 2022 y el 2023, los rangos de crecimiento proyectados se corrigen a la baja respecto de marzo. Así, el PIB crecerá entre 2 y 3% el próximo año (entre 3 y 4% en marzo) y entre 1,75 y 2,75% el año subsiguiente (entre 2,5 y 3,5% en marzo) (tabla V.1).

Respecto del IPoM de marzo, cerca de dos tercios de la corrección al alza para el crecimiento del 2021 se explica por la acumulación de medidas de impulso al gasto privado, y el tercio restante, principalmente por el mejor inicio del año y la adaptación de la economía. En el escenario central, el consumo privado crecerá en torno a 15% este año, del orden de 3 puntos porcentuales más que lo previsto en marzo. Esta proyección contempla que la ampliación de las transferencias fiscales^{2/} y el tercer retiro de fondos previsionales tendrán un impacto en el crecimiento del PIB en torno a 1,5 puntos porcentuales este año (gráfico V.2). En el caso del tercer retiro, se considera que se parcelará en varios trimestres, con lo que el efecto acumulado de los tres retiros será visible hasta el 2022.

^{1/} Para este IPoM se mantiene el ancho del rango de proyección para el año en curso en un punto porcentual, reflejo de que la incertidumbre permanece vigente.

^{2/} Esta proyección considera la aprobación, en el contexto de la Agenda de Mínimos Comunes, de una sustancial extensión y ampliación de las transferencias, incluyendo un Ingreso Familiar de Emergencia ampliado en su valor, que llegará a más de 15 millones de personas durante los próximos cuatro meses.

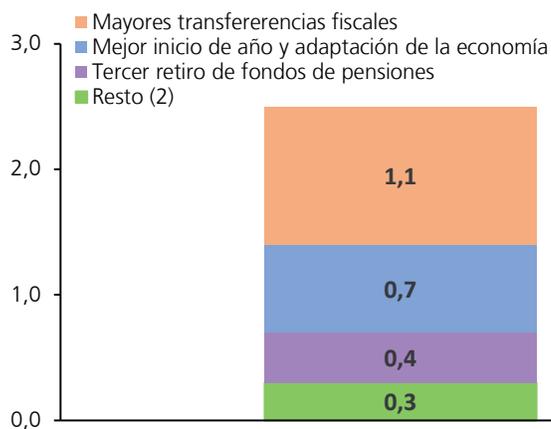


TABLA V.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2020	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	-5,8	8,5-9,5	2,0-3,0	1,75-2,75
Ingreso nacional	-4,7	12,4	2,1	1,3
Demanda interna	-9,1	15,5	1,5	1,6
Demanda interna (sin var. de exist.)	-7,9	13,3	1,7	1,4
Formación bruta de capital fijo	-11,5	11,4	3,2	2,0
Consumo total	-6,8	13,8	1,3	1,2
Consumo privado	-7,5	15,1	1,3	1,0
Exportaciones de bienes y servicios	-1,0	1,1	5,4	4,2
Importaciones de bienes y servicios	-12,7	23,2	2,7	2,5
Cuenta corriente (% del PIB)	1,4	-0,8	-1,1	-1,9
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	21,2	20,0	20,1	19,8
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	19,8	20,8	21,1	21,7
FBCF (% del PIB nominal)	20,9	19,9	20,4	20,8
FBCF (% del PIB real)	20,7	21,2	21,3	21,3
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	3.370	-2.500	-3.800	-7.100
Balanza comercial	18.369	20.100	19.300	15.600
Exportaciones	73.485	99.300	100.600	100.000
Importaciones	55.116	79.200	81.300	84.400
Servicios	-4.998	-6.700	-8.300	-8.900
Renta	-10.964	-17.400	-16.700	-15.700
Transferencias corrientes	963	1.500	1.900	1.900

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

GRÁFICO V.2 INCIDENCIAS EN LA REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB 2021 (1)
(puntos porcentuales)



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

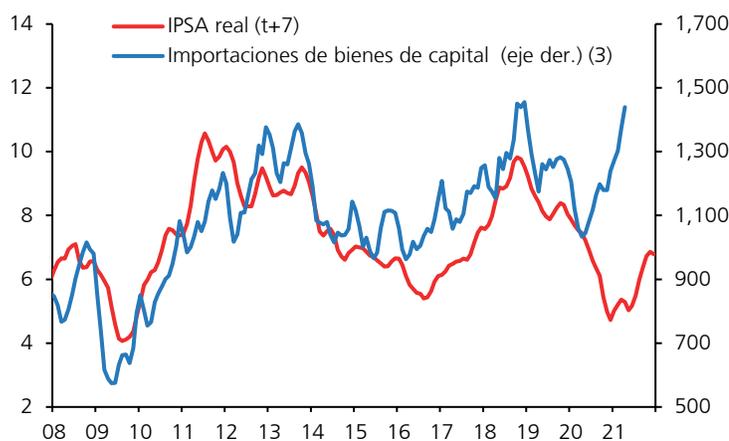


En cuanto al mejor punto de partida que dejaron los datos efectivos del primer cuatrimestre del año, resalta que el efecto del endurecimiento de las restricciones sanitarias durante marzo y abril fue mucho menor que lo previsto en el IPoM anterior. Este resultado refleja un grado de adaptación superior al anticipado, en el que contribuyen la adopción de protocolos y herramientas que permiten desempeñar actividades económicas resguardando el distanciamiento social, lo mismo que los ajustes que ha ido teniendo el plan Paso a Paso. Esta es una tendencia que se observa en diversas economías, y que considera factores como la utilización del canal de ventas remoto para el comercio, la instauración del trabajo desde el hogar en actividades que no requieren de asistencia presencial y la implementación de protocolos sanitarios para aquellas que sí lo requieren, entre varias otras. También han contribuido al mejor desempeño de la economía el impulso a la demanda de las políticas públicas y las favorables condiciones financieras.

La baja prevista para el crecimiento del 2022 y 2023 responde a la mayor base de comparación en el 2021, el paulatino descenso del impulso al consumo y un dinamismo acotado de la inversión. En el escenario central, el consumo reducirá su crecimiento a tasas cercanas a 1% en los próximos dos años. En estas cifras el efecto de alta base de comparación es aún más importante, dada la expansión del consumo privado de 15,1% en el 2021, lo que se combina con la extinción de las medidas masivas de apoyo a los ingresos y la gradual recuperación del mercado laboral a medida que avance el desconfinamiento y apertura de la economía.

En lo que respecta a la formación bruta de capital fijo (FBCF), más allá del mayor registro efectivo del primer trimestre y la recuperación cíclica esperada para este año, las perspectivas apuntan a un acotado dinamismo. Por un lado, esto refleja la debilidad del componente de construcción y obras, que tuvo una caída del orden de 10% anual en el primer trimestre, ante la mayor lentitud y el aplazamiento de obras en el contexto de la pandemia. Se agrega, que la última versión disponible del catastro de grandes proyectos de inversión de la CBC muestra escasos cambios en el número y monto de los proyectos comprometidos para los próximos años y una baja entrada de nuevos proyectos en relación con la experiencia histórica, tendencias que se ha mantenido ya por algunos trimestres. Por otro lado, si bien el componente de maquinaria y equipos de la inversión tuvo un aumento importante en la primera parte del año, la evolución global de la bolsa y las importaciones de bienes de capital sugieren una visión menos optimista en lo venidero (gráfico V.3). De esta forma, y en coherencia con la corrección a la baja del PIB tendencial, en el escenario central la FBCF crecerá 11,4% durante el 2021, 3,2% el 2022 y 2,0% el 2023 (9,2%, 4,9 y 3,3%, respectivamente en el IPoM de marzo) (gráfico V.4). Con ello, en el 2023, la FBCF llegará a 20,8% del PIB en términos nominales (21,6% en el IPoM anterior).

GRÁFICO V.3 IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL E IPSA (1)(2)
(miles de US\$ del 2013; millones de US\$ del 2013)

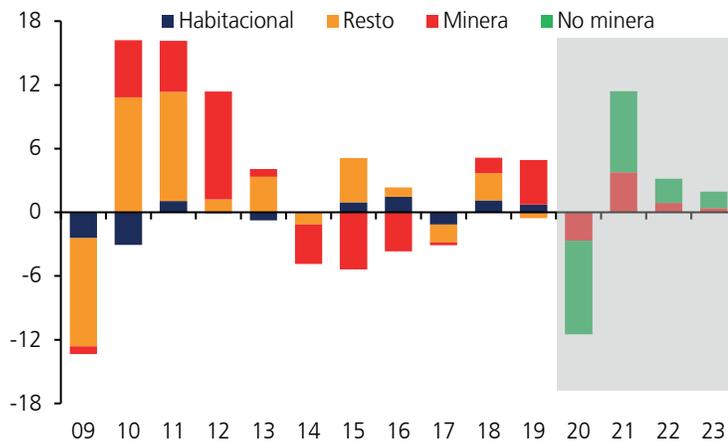


(1) Promedios móviles trimestrales. (2) Series deflactadas por el índice de precios de las importaciones de bienes de capital, base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 utilizando variaciones anuales. Para el segundo trimestre del 2021, se asume el mismo valor del primer trimestre de ese año. (3) Excluye otros vehículos de transporte.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



GRÁFICO V.4 INCIDENCIAS REALES ANUALES EN LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (*)
(puntos porcentuales)



(*) Hasta 2019 dato efectivo. Para 2020 se estima la descomposición sectorial coherente con las revisiones de Cuentas Nacionales para FBCF. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para el 2020-2023 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 dinámica prevista para la inversión se da en un contexto en que la incertidumbre se ha mantenido elevada por varios trimestres. Tal como se observa en el Índice de Incertidumbre Económica y Política (EPU) y en las respuestas de los entrevistados del [Informe de Percepciones de Negocios](#) de mayo (IPN) la incertidumbre persiste en niveles altos. En el caso del EPU, si bien su valor ha descendido respecto de inicios de la pandemia, sigue por sobre de lo que se registraba previo al inicio de la crisis social en octubre del 2019 (gráfico II.2). En el caso del IPN de mayo, más de la mitad de las empresas encuestadas —principalmente durante abril— se encontraban evaluando la ejecución de sus planes de inversión para este año o derechamente no las ejecutarán. Ello, principalmente porque las mayores restricciones sanitarias a partir de marzo y, en menor medida, el escenario político, habían aumentado la incertidumbre respecto de hace unos meses.

En cuanto al escenario externo, las perspectivas globales para este año y el próximo se han ido consolidando, destacando el dinamismo de las economías desarrolladas. A esto se añade una visión de que los efectos más permanentes del Covid-19 serían menores en las economías avanzadas que en las emergentes (Recuadro I.1). En el escenario central, se prevé que los socios comerciales crecerán 6,7% este año (6,3% en marzo), en línea con el avance en la vacunación y la mejora de las perspectivas de consumidores y empresas, principalmente en los países desarrollados. Para el 2022 y 2023, el crecimiento de los socios comerciales no presenta mayores modificaciones respecto del IPoM de marzo. En cuanto a la composición del gasto, mientras la recuperación de la actividad en las principales economías estuvo inicialmente liderada por el consumo, entre fines de 2020 y comienzos de 2021 la inversión muestra un mejor desempeño que el consumo. Con todo, persisten las divergencias en la velocidad de recuperación entre economías, esperándose un panorama más complejo en aquellas que no disponen de un plan de vacunación relevante en el corto plazo o atraviesan complicaciones desde el punto de vista social y/o político. Un ejemplo de esto es lo que ocurre con América Latina, cuyo crecimiento para este año se corrige a 4,4% por un mejor punto de partida (3,8% en marzo), pero se compensa con un ajuste a la baja para el 2022, ubicándose en 2,6% (3,2% en marzo) (tabla V.2).



TABLA V.2 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

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

(*) 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.

El principal factor de corrección al alza del impulso externo es la mejora de los términos de intercambio, dado el aumento en la proyección del precio del cobre. En el horizonte de proyección, el precio del cobre se prevé en un nivel mayor al considerado en marzo, ubicándose en un promedio de US\$4,25, US\$4,0 y US\$3,70 la libra en el 2021, 2022 y 2023, respectivamente (tabla V.3). Estos precios responden a la mayor demanda actual y esperada, en medio de un escenario positivo de recuperación global, que llevó a cotizaciones a niveles récord en el transcurso de mayo. La corrección de precios también responde a la actualización de su valor de largo plazo, que ahora se ubica en US\$3,3, en comparación con la anterior estimación de US\$2,7 (Recuadro V.3). El precio del petróleo, al igual que el del cobre y de muchas materias primas, también se ha elevado, por una demanda que sigue alta en un contexto de limitaciones de oferta. Sus valores proyectados para el período 2021-2023 también se ajustan al alza, pese a que el precio de largo plazo es corregido a la baja, hasta US\$60 el barril (Recuadro V.3). Esta corrección en los combustibles, sumada a los mayores precios de las materias primas y cuellos de botella vigentes, generarán aumentos transitorios de la inflación externa que compensarán parcialmente los efectos de los mejores precios del cobre en los términos de intercambio de Chile. Con todo, una parte de las alzas generalizadas de los precios de las materias primas debiera revertirse a medida que se vaya regularizando la oferta. Considerados todos estos factores, los términos de intercambios crecerán 17,4% durante el 2021 (11,7% en marzo) (gráfico V.5).



TABLA V.3 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

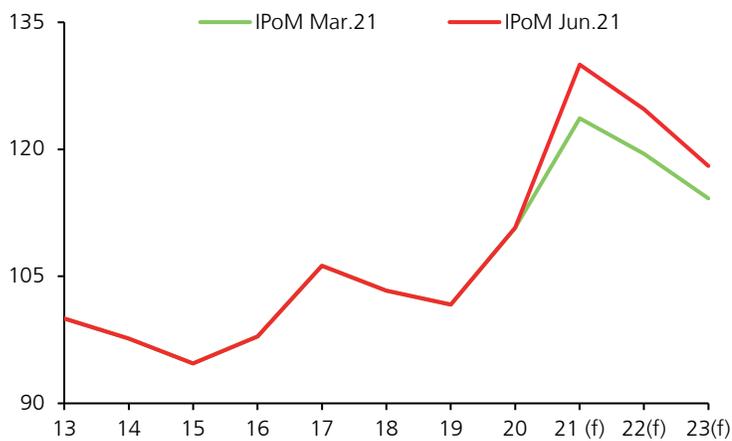
	Prom. 10-19	2020	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
		(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	1,1	8,9	17,4	-4,1	-5,4
Precios externos (en US\$)	0,6	-1,5	9,3	1,8	2,4
		(nivel)			
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	306	280	425	400	370
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	39	63	60	57
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	42	65	64	61
Precio paridad de la gasolina (US\$/barril) (*)	610	333	541	526	500
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.

GRÁFICO V.5 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2013=100)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Pese al mayor crecimiento del gasto interno, el déficit proyectado para la cuenta corriente este año será similar a lo previsto en marzo, debido el incremento del precio del cobre. Para los años 2021, 2022 y 2023, se anticipan déficits de la cuenta corriente que irán al alza: 0,8%, 1,1 y 1,9%, respectivamente (0,9%, 1,6 y 2,4%, respectivamente en el IPoM de marzo). El leve cambio en el déficit proyectado no obsta para que el saldo de la cuenta corriente tenga una variación significativa entre el 2020 y el 2021. De hecho, el saldo pasará de un superávit de 1,4% el año pasado a un déficit este año. Esta variación es explicada por el significativo incremento del gasto interno, que se ha concentrado en bienes durables. Coherente con esto, en el año móvil terminado en el primer trimestre de este año el saldo de la cuenta corriente ya se redujo a 0,9% del PIB. Medida a precios de tendencia^{3/}, la cuenta corriente presenta déficits entre 3,1 y 3,5% para el período 2021-2023, reflejando el impulso al gasto privado, después de un superávit de 1,7% el 2020. No obstante, estos valores son bastante inferiores a los estimados previamente —más cercanos a 5,5% del PIB—, debido al mayor precio de largo plazo del cobre, y en menor medida, al menor precio de largo plazo del petróleo.

La proyección de crecimiento continúa suponiendo que la evolución epidemiológica permitirá ir levantando las restricciones sanitarias durante el segundo semestre. Con ello, se espera que los sectores más rezagados retomen un mayor dinamismo y aceleren la recuperación del empleo. En todo caso, respecto de lo considerado en marzo, la apertura de la economía sería algo más gradual en el corto plazo, considerando que el porcentaje de la población en las fases más estrictas del plan Paso a Paso se ha mantenido elevado en gran parte del segundo trimestre, incluso con la reinstalación de cuarentenas en algunas comunas muy pobladas durante las últimas semanas.

Respecto de la política fiscal, la ampliación de los beneficios otorgados por el Gobierno lleva a que este año el impulso fiscal sea superior al contemplado en el IPoM de marzo. Así, en el escenario central el gasto fiscal crecerá 25% nominal este año, que se compara con el 5% considerado en el IPoM de marzo. Ello contempla el gasto adicional que significarán, entre otras, las medidas de apoyo a hogares recientemente aprobadas, lo que agregará un impulso superior al contemplado en marzo. Esto llevará a exceder significativamente el déficit estructural programado para el año. De todas formas, el déficit efectivo será menor al estructural debido al importante aumento del precio del cobre y la corrección al alza del PIB de este año. En una comparación internacional, la suma del aumento del gasto y los ingresos dejados de percibir en los años 2020-2021 equivale a aproximadamente 15% del PIB, valor que se aproxima a lo que se observa en economías como Alemania, Reino Unido y Japón, y que es muy superior a lo que se aprecia en otras economías de América Latina —donde el grueso del impulso se realizó en el 2020.

Para el 2022 y el 2023, se asume que no se requerirá un impulso fiscal tan significativo como el de este año, dando paso a políticas focalizadas en los segmentos más rezagados y una estabilización de las finanzas públicas. Así, después de alcanzar una expansividad récord en el 2021, las cuentas fiscales deberían insertarse en una trayectoria de convergencia a las metas estructurales y hacia una relación sostenible de deuda pública a PIB, en línea con las recomendaciones del Consejo Fiscal Autónomo. Ello podría reforzarse con aumentos permanentes de los ingresos fiscales, derivados de las reformas que han sido recientemente anunciadas por el Gobierno.

^{3/} 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\$3,3 la libra y del petróleo de US\$60 el barril (Recuadros [V.2 IPoM septiembre 2012](#) y Recuadro V.3 IPoM junio 2021).



REVISIÓN DEL CRECIMIENTO TENDENCIAL, POTENCIAL Y HOLGURAS DE CAPACIDAD

En este IPoM el Consejo actualizó los parámetros estructurales de la economía. En el caso del crecimiento tendencial, la estimación arrojó una cifra menor dada la revisión del crecimiento previsto para la productividad total de factores. La revisión retrospectiva de los datos arroja un menor crecimiento promedio histórico de la productividad total de factores (PTF) y una tendencia decreciente de su evolución desde fines de los noventa, más allá de una reversión transitoria en la segunda mitad de los dos mil. De hecho, entre 2011 y 2019 la PTF tuvo una contracción promedio anual de 0,4%, que se compara con el crecimiento promedio de 0,7% que se observó entre 1997 y el 2019. Cabe señalar que el bajo crecimiento de la PTF en los últimos años es un fenómeno que también se observa a nivel global, y que se ha dado especialmente a partir de la crisis financiera global del 2008-2009. Así, el crecimiento proyectado para la PTF se reduce de 1% en promedio para los próximos diez años a 0,35% (Recuadro V.1). Vale la pena hacer presente que esta reestimación del crecimiento de la PTF considera la revisión de datos actualizados desde el 2017, pues en la anterior revisión del crecimiento tendencial —junio 2019— la única modificación fue considerar el impacto de la inmigración en la fuerza laboral. El crecimiento de la PTF no fue actualizado en ese momento. De todos modos, la incertidumbre en torno a la estimación de la PTF sigue siendo elevada, lo que se refleja en la mayor amplitud del rango estimado para el crecimiento tendencial.

El crecimiento tendencial del PIB no minero se estima en un rango entre 2,4 y 3,4% para el período 2021-2030, que se compara con la estimación previa entre 3,25 y 3,75% para el período 2019-2028. Es importante enfatizar que esta estimación no considera los potenciales efectos —al alza o a la baja— originados por cambios estructurales inducidos por la pandemia o por el proceso político-institucional en marcha.

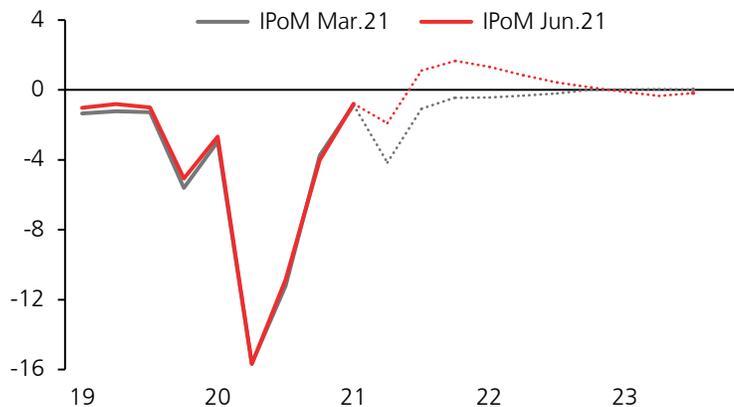
Por su parte, el crecimiento del PIB potencial se ajusta al alza respecto del IPoM de marzo del 2020, teniendo presente la mayor capacidad de adaptación que ha mostrado la economía y las menores cicatrices que está dejando la pandemia. Así, la estimación de crecimiento potencial para el período 2021-2023 se ubica en torno a 2,1%, que se compara con la cifra alrededor de 1,7% considerada hasta marzo. Más allá del signo distinto de la reestimación del crecimiento potencial y tendencial, hacia el mediano plazo, ambas cifras deberían converger. Para efectos de las proyecciones, esta convergencia toma más fuerza a partir del 2023.

Considerando el mejor desempeño efectivo y esperado del PIB para este año, en el escenario central, el cierre de la brecha de actividad se producirá más pronto que lo anticipado. El fuerte crecimiento de la demanda interna impulsará el PIB efectivo en el corto plazo. Debido a ello, y pese a la corrección al alza del PIB potencial, la brecha se cerrará durante el tercer trimestre de este año, volviéndose positiva durante algunos trimestres. Luego el 2022 descenderá, a medida que disminuya el impulso al gasto privado, oscilando en torno a cero hasta fines del 2023 (gráfico V.6).

De todos modos, más allá del cierre anticipado de la brecha de actividad, aún existen holguras en algunos mercados debido a la heterogeneidad que ha tenido la recuperación económica. En el mercado laboral, si bien las cifras son más favorables que los peores niveles del año pasado, distintas fuentes de información muestran que la recuperación del empleo ha sido dispar. En ello han influido factores como la categoría ocupacional o calificación. A su vez, sigue resaltando que la tasa de participación femenina se mantiene por debajo de sus niveles previos a la pandemia, afectada en buena medida por la responsabilidad que muchas veces deben asumir las mujeres en las labores del hogar (Recuadro III.1). Además, como se ha señalado en ocasiones anteriores los impactos de la pandemia han sido disímiles por sectores económicos. El IPN de mayo reveló que el tamaño de las empresas también ha sido relevante para explicar diferencias en la recuperación. Ello, pues aquellas más grandes han podido adaptar de mejor manera sus operaciones en el actual contexto sanitario.



GRÁFICO V.6 BRECHA DE ACTIVIDAD (1)(2)
(nivel, puntos porcentuales)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

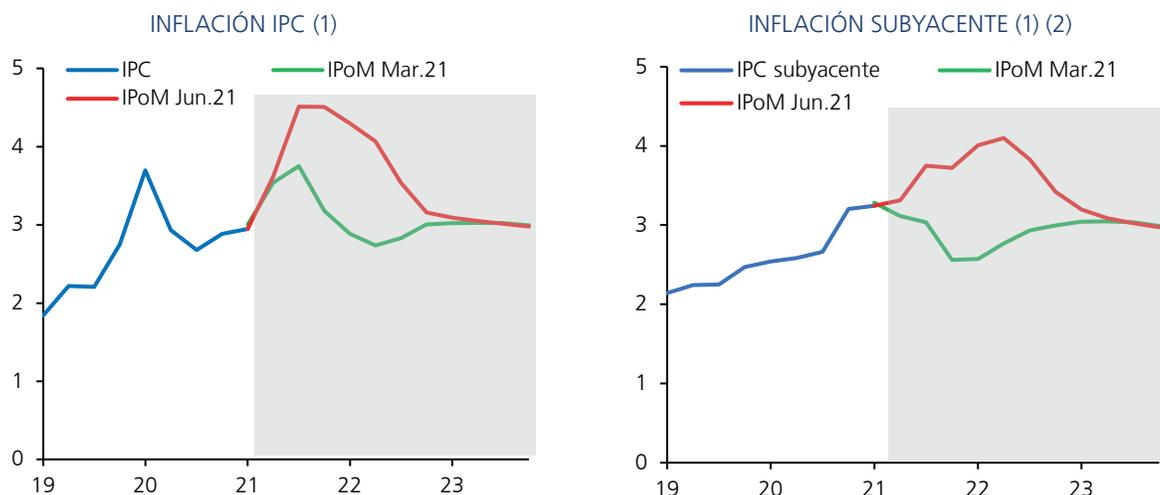
La inflación ha evolucionado acorde con lo anticipado, con una variación anual del IPC que ha aumentado a 3,6%. En los últimos meses, el comportamiento de la inflación ha estado determinado por la evolución de los precios de los bienes y los combustibles. Los primeros continúan presionados por los reducidos inventarios, problemas de oferta y la alta demanda de algunos productos. En los combustibles, ha incidido principalmente el alza del valor del petróleo y la baja base de comparación de igual período del año pasado. La inflación subyacente de servicios, si bien permanece contenida en general, muestra incipientes aumentos en los ítems no administrados ni indexados. A su vez, los precios de los alimentos han disminuido su aporte a la inflación.

En el corto plazo, se prevé que la inflación total aumente hasta valores por sobre 4%, afectada por las mayores presiones de demanda, el aumento de los costos y la evolución de los precios de la energía. En el escenario central, la inflación subyacente tendrá una trayectoria al alza en los próximos trimestres, llegando en torno a 4% anual hacia fines de este año y comienzos del próximo. El alza de los precios de la energía, especialmente de los combustibles seguirá dominando el componente volátil de la inflación total. Así, la inflación del IPC se ubicará en torno a 4,5% durante el segundo semestre del 2021, cerrando el año en 4,4% (tabla V.4). Hacia fines del 2022 y comienzos del 2023, la inflación del IPC descenderá hacia 3%, valor en el que se ubicará al fin del horizonte de política, en esta ocasión el segundo trimestre del 2023 (gráfico V.7).

Las expectativas de inflación privadas sitúan la inflación en torno a 3% anual a uno y dos años plazo. En el caso de la inflación a un año plazo, estas expectativas reflejan cifras menores a las proyectadas en el escenario central, lo que coincide con un escenario macroeconómico donde el dinamismo de la economía que supone estas proyecciones es inferior, además de asignar alguna probabilidad al efecto de rebaja del IVA en la inflación de corto plazo. De hecho, la mediana de la [Encuesta de Expectativas Económicas](#) (EEE) de mayo prevé que a un año plazo la inflación será 3%, al mismo tiempo que el crecimiento previsto para el 2021 se sitúa en 6,2%. Las expectativas implícitas en los precios de los activos financieros dan cuenta de una baja en las últimas semanas, en línea con el avance de la discusión sobre la reducción de la tasa de IVA a algunos bienes y servicios. Cabe señalar que dicha reducción no está contemplada en el escenario central de este IPoM.



GRÁFICO V.7 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(variación anual, porcentaje)



(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles. (2) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2023.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.4 INFLACIÓN (1)

	2020	2021 (f)	2022 (f)	2023 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
IPC promedio	3,0	3,9	3,8	3,0
IPC diciembre	3,0	4,4	3,1	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	2,7	3,5	3,8	3,1
IPC subyacente diciembre	3,3	3,9	3,3	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,1

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

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD Y RIESGOS

El escenario central de proyecciones considera un conjunto de supuestos como los descritos en los párrafos precedentes, que dan forma a las estimaciones previamente presentadas. Sin embargo, sobre dichos supuestos pueden realizarse ejercicios de sensibilidad que, manteniendo el crecimiento del PIB dentro de los rangos previstos, requieran de una acción de política monetaria algo distinta. Estos escenarios son los que conforman el corredor de TPM (gráfico V.1).



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

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

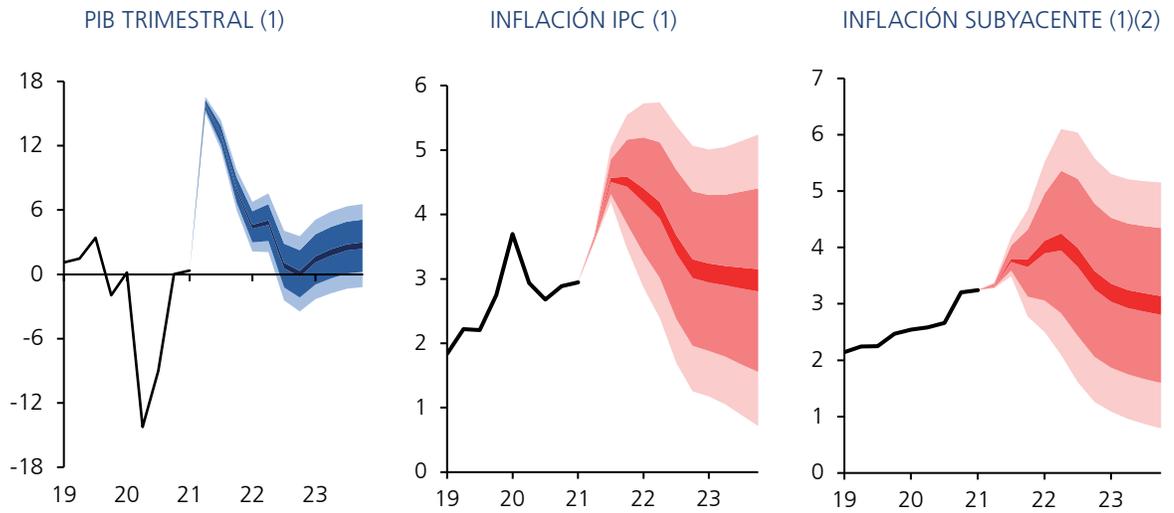
Pese a que la economía ha mostrado una importante recuperación, el Covid-19 aún es un fenómeno presente y podrían darse eventos inesperados. El escenario central considera que, durante el segundo semestre del año se logrará un desconfinamiento creciente de la población y se relajarán las medidas de distanciamiento social, de la mano del logro de las metas del proceso de vacunación. Sin embargo, no es posible descartar escenarios de una apertura más lenta, ya sea por una evolución adversa de los contagios o la incidencia de nuevas cepas del virus. Sin ir más lejos, los contagios han aumentado en lo más reciente y se han reimpuesto cuarentenas en varias comunas. Si esta situación se intensifica, la apertura podría ser más lenta, retrasando el cierre de la brecha de actividad, implicando que la actual expansividad monetaria se mantenga por algún tiempo más.

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

Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios de riesgos en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la reacción de la política monetaria debería ser más intensa. En lo interno, destacan los riesgos asociados a una evolución de las finanzas públicas que no sea clara sobre su estabilización en el largo plazo, lo que podría afectar las condiciones financieras internas, la inversión y la percepción de riesgo país. En lo externo, el principal riesgo sigue siendo un cambio abrupto de las condiciones financieras internacionales, evento que ha tomado más preponderancia por las dudas sobre la evolución de la inflación en EE.UU. La intensidad de estos escenarios puede poner en riesgo la convergencia de la inflación en el horizonte de política, ubicar a la actividad por debajo de los rangos previstos y/o comprometer el buen funcionamiento de los mercados financieros (gráfico V.8).



GRÁFICO V.8 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN
(variación anual, porcentaje)



(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. (2) Medida por el IPC sin volátiles.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



RECUADRO V.1:

PIB tendencial

Este Recuadro presenta los resultados de la actualización del crecimiento tendencial, variable que se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano y largo plazo de la economía^{1/}. Los principales resultados son los siguientes. Primero, se estima que el crecimiento tendencial del PIB no minero para el período 2021-2030 se ubica entre 2,4 y 3,4%, con un punto medio en 2,9%. Esto equivale a una baja de 0,6 puntos porcentuales en el punto medio de la estimación, y una ampliación del rango de medio punto porcentual respecto de lo considerado en el 2019. En ese momento se estimó un crecimiento entre 3,25 y 3,75%, con un punto medio de 3,5%.

Segundo, la revisión es explicada, principalmente, por una proyección del crecimiento de la productividad total de factores (PTF) más baja. Este supuesto se sustenta en la consolidación de una tendencia decreciente desde comienzos de los noventa, que solo fue revertida de forma transitoria en el periodo de *boom* de los precios de las materias primas de la segunda mitad de los dos mil. Así, si bien el promedio simple (mediana) de crecimiento de la PTF entre 1997 y el 2019 es 0,7% (0,5%), se reduce a -0,4% (-0,3%) si se toma en cuenta solo el periodo 2011-2019 (gráfico V.9)^{2/}.

Tercero, existe un elevado grado de incertidumbre sobre esta estimación, lo que se refleja en la amplitud del rango de estimación de un punto porcentual, que es mayor al utilizado en la última actualización (medio punto porcentual). Dicho rango incorpora tanto un escenario donde la PTF crece a un ritmo nulo, donde se comporta similar a lo exhibido en la última década, como otro donde se acelera y logra mantener el promedio observado entre 1997 y el 2019.

Cuarto, esta tendencia decreciente de la PTF coincide con una merma de la productividad en otros países, tanto desarrollados como emergentes (Recuadro I.1), particularmente a partir de la crisis financiera global del 2008-2009. La evidencia también confirma que otros países productores de materias primas tuvieron alzas transitorias en el ritmo de crecimiento de la PTF durante el *boom* de *commodities* de mitad de los dos mil.

Quinto, la tendencia decreciente de la PTF a nivel agregado se confirma a través de mediciones de la productividad con microdatos (anonimizados) de firmas chilenas. Este análisis permite identificar causas más profundas en la dinámica de la productividad, mostrando que la reasignación como motor dinámico de esta se ha mermado,

^{1/} El concepto del PIB tendencial se diferencia del PIB potencial pues el segundo se refiere al nivel del PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo. Dado que el PIB tendencial se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano plazo de la economía, en el largo plazo ambas medidas convergen al mismo número. Sin embargo, en el corto plazo, elementos transitorios que alteran la capacidad productiva, como *shocks* temporales a la productividad y limitaciones al uso de factores, pueden generar diferencias entre ambas mediciones. De ahí la importancia de analizarlos por separado (para más detalles, ver capítulo 1, en Banco Central de Chile, [2017](#)).

^{2/} Como se describirá más adelante, el año 2020 fue atípico, pues la PTF exhibió un incremento en un contexto de elevada destrucción de empleo. Por ende, para este análisis se consideró apropiado excluir dicho año del promedio histórico.



en particular la relación entre el crecimiento de las firmas y su productividad. Por último, este análisis revela como el aumento de la productividad en el 2020 se dio en un contexto de caídas fuertes en el empleo, algo bastante atípico para la historia de la productividad en Chile.

Estimación del crecimiento tendencial

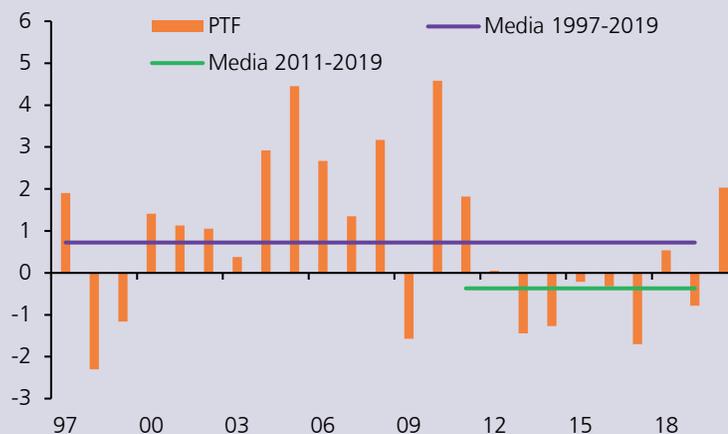
Siguiendo la lógica de anteriores ejercicios, la estimación del crecimiento tendencial separa el PIB entre sectores minero y no minero³. Para el PIB no minero, la estimación se basa en la metodología de función de producción tipo Cobb-Douglas, la cual supone que el crecimiento tendencial puede ser descompuesto de la siguiente manera en términos de crecimientos porcentuales en las variables analizadas:

$$\Delta Y = \Delta PTF + \alpha \Delta L + (1 - \alpha) \Delta K,$$

donde ΔY es el crecimiento del PIB tendencial, ΔPTF es el crecimiento de tendencia de la productividad total de factores, α es la participación del trabajo en el PIB (que se supone es igual a 0,5, como en ejercicios anteriores), ΔL es el crecimiento tendencial de las horas trabajadas totales —empleo por horas semanales— ajustadas por calidad y ΔK es el crecimiento del capital (ajustado por la intensidad en el uso de este insumo).

El principal cambio de esta actualización es la revisión a la baja en el crecimiento proyectado de la PTF, respondiendo a la cada vez más aparente tendencia a la baja de esta variable que se ha verificado en buena

GRÁFICO V.9 CRECIMIENTO DE LA PTF PARA EL PIB NO MINERO (*)
(porcentaje)



(*) Para el 1997-2019, la media es 0,7% y para el 2011-2019, es -0,4%.

Fuente: Aguirre *et al.* (2021).

³Hasta el 2017, la descomposición se realizaba entre el PIB de recursos naturales —minería, pesca y EGA— y PIB Resto (Fuentes, Fornero y Rubio (2018)). Los resultados de este ejercicio son muy similares con ambas descomposiciones.



parte de la última década. Así, en esta oportunidad, se utiliza como supuesto un crecimiento de la PTF de 0,35% anual, que es el punto medio entre el crecimiento histórico promedio desde una perspectiva más larga (0,7%) y un crecimiento nulo (0%), algo superior al observado en la última década (gráfico V.9).

La estimación para el período 2021-2030 muestra que la contribución del trabajo al crecimiento tendencial será 1,4 puntos porcentuales (pp) (tabla V.5, primera fila). Esto se compara con los 0,9pp que se habían estimado para un horizonte similar en la última actualización, y que ya incluía la mayor proyección de flujos migratorios, ampliamente analizada en su momento ([Aldunate et al., 2019](#)). La contribución del factor trabajo aumenta porque se asume que este se recuperará desde los bajos niveles a los que llegó durante la pandemia. Esto es coherente con el supuesto de que la crisis del Covid no conlleva cicatrices permanentes en el mercado laboral, por lo que la tasa de participación y las horas trabajadas —las que cayeron durante el 2020— se recuperarán a sus tendencias prepandemia. La tendencia demográfica secular hacia un mayor envejecimiento y una menor natalidad siguen las dinámicas del ejercicio previo.

Respecto del incremento del stock de capital, se estima que su contribución al crecimiento tendencial será de 1,1pp en el período 2021-2030. Esto es 0,6pp menor que lo estimado en el 2019 para el decenio 2019-2028, y coherente con las proyecciones de inversión para el período 2021-2023 reportadas en este IPoM, que responden además a la menor inversión necesaria para mantener el ratio capital-producto constante a partir del 2024. Este supuesto es coherente con la metodología de ejercicios anteriores^{4/}.

TABLA V.5 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB TENDENCIAL (*)
(porcentaje)

	Proyecciones del crecimiento del PIB tendencial					PTF
	PIB no minero	PIB minero	PIB total	Capital	Trabajo	
2021-2030	2,9	2,0	2,8	1,1	1,4	0,35
2026-2030	1,7	2,0	1,7	0,9	0,5	0,35

(*) Minería pondera 12% del PIB total.

Fuente: Banco Central de Chile.

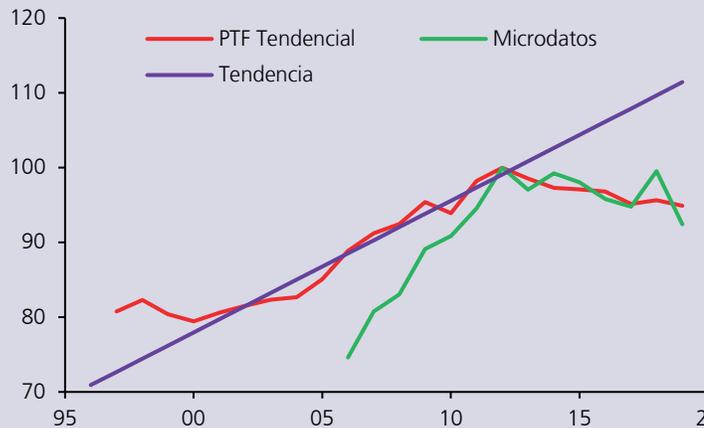
Así, en el escenario central, la estimación de crecimiento del PIB tendencial no minero se ubica en 2,9% para el decenio 2021-2030 (tabla V.5, primera fila). Para estimar el crecimiento tendencial del PIB total se añade la proyección del crecimiento del sector minero. Esta se basa en información de Cochilco y el análisis de la evolución histórica de la ley del cobre. Como ha sido la tónica de los últimos años, se espera un crecimiento menor al del PIB no minero: 2% para los próximos diez años. Así, en el escenario central, el crecimiento del PIB total para el decenio 2021-2030 se ubica en 2,8%.

Si bien el crecimiento tendencial del PIB no minero de 2,9% representa la estimación central, el Consejo considera que un rango entre 2,4 y 3,4% recoge de manera adecuada la mayor incertidumbre asociada a este cálculo.

^{4/} Para más detalles respecto de la estrategia de modelación, ver [Aguirre et al., 2021](#).



GRÁFICO V.10 NIVEL DE LA PTF EN CHILE (*)
(2012=100)



(*) Se presentan los niveles de la PTF calculada con el enfoque del tendencial y a partir de la agregación de los datos micro de productividad a nivel de firma. El nivel de la PTF se computa normalizando a 100 su valor del 2012, que corresponde al *peak* en ambas medidas. La tendencia presentada se calcula a partir del promedio del crecimiento de la PTF del PIB tendencial entre el 2000 y 2011.

Fuente: Aguirre *et al.* (2021).

Esta incertidumbre se relaciona principalmente con distintos supuestos para la evolución de los factores de producción, particularmente el crecimiento de la PTF. El rango inferior está caracterizado por un crecimiento nulo de la PTF, en línea con que el nivel de la PTF ha estado relativamente estancado en la última década (gráfico V.10). El rango superior, supone que la PTF retoma un ritmo mayor al observado en años recientes, tal que el promedio histórico se mantiene (0,7%) ^{5/}.

Cabe subrayar que la proyección del tendencial en el horizonte 2021-2030 está influenciada por una fuerte recuperación en los años 2021 y 2022, particularmente del factor trabajo. Para aislar este efecto, se presenta el promedio del crecimiento tendencial para la segunda mitad del horizonte de proyección (2026-2030), el cual se reduce a 1,7% (tabla V.5, segunda fila).

Dinámicas y determinantes de la PTF

Series históricas de la PTF en Chile dan cuenta de una clara tendencia decreciente tras el *peak* observado a mitad de los noventa. Este fue momentáneamente interrumpido hacia el final de la década de los dos mil, lo que coincidió con el ciclo de altos precios de las materias primas (gráfico V.11) ^{6/}.

^{5/} Para una discusión de los escenarios, ver Aguirre *et al.*, 2021.

^{6/} Test econométricos formales confirman la existencia de una tendencia decreciente como determinante de la evolución de la PTF en Chile desde los noventa. También confirman que la PTF ha sido procíclica, siendo el año 2020 una notable excepción como se detallará más adelante. Finalmente, se encuentra una correlación positiva con el precio del cobre (Aguirre *et al.*, 2021).



GRÁFICO V.11 CRECIMIENTO DE LA PTF 1993-2019 (*)
(promedio móvil de 10 años, porcentaje)



(*) La serie presentada sintetiza distintas mediciones alternativas de PTF en Chile disponibles en la literatura. El valor presentado para cada año es igual al promedio entre ese año y los nueve anteriores.

Fuente: Aguirre *et al.* (2021).

GRÁFICO V.12 CRECIMIENTO DE LA PTF EN PAÍSES EMERGENTES Y EXPORTADORES DE MATERIAS PRIMAS (*)
(porcentaje)



(*) Para cada año se utiliza la mediana del crecimiento de la PTF en cada grupo de economías; luego se utiliza el promedio móvil de 5 años. Las economías emergentes siguen la clasificación del FMI en el *World Economic Outlook*. El grupo de economías latinoamericanas incluye 21 países de América del Norte, Central y Sur. El grupo exportadores de materias primas agrupa a 5 economías: Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega y Sudáfrica. El grupo de países emergentes exportadores de materias primas utiliza el criterio de [Aslam et al. \(2016\)](#).

Fuente: Cálculos BCCCh basados en Penn World Tables. Véase Aguirre *et al.* (2021) para más detalles.



La caída de la PTF de la última década no es un fenómeno exclusivo de Chile. Esto ha sido extensamente estudiado para las economías desarrolladas. Sus causas se estiman han ido desde una debilidad de la demanda global ([Summers, 2015](#)), el mayor costo de las innovaciones ([Gordon y Sayed, 2019](#)), hasta la obstrucción de las firmas incumbentes a la innovación de las entrantes (Aghion *et al.*, [2019](#); Akcigit y Ates, [2021](#)). Recientemente se ha documentado que este fenómeno también ha ocurrido en países en vías de desarrollo. En estos casos, la crisis financiera global del 2008-2009 también fue el punto de partida para el declive ([Banco Mundial, 2021](#)), manifestándose claramente en países exportadores de materias primas (gráfico V.12)^{7/}.

La productividad a nivel de firmas en Chile

Dado que la PTF puede ser vista como la agregación de las productividades a nivel de firmas, una cuantificación y análisis a partir de los microdatos es informativa sobre los determinantes de la caída en la PTF. En esta sección, se resumen los hallazgos de este ejercicio, en el que se estima la productividad a nivel de firmas usando datos tributarios —innominados para proteger la identidad de los contribuyentes— en el período 2005-2020^{8/}. La correlación entre los datos de la PTF presentados antes y la medida de productividad que resulta de la agregación de las mediciones a nivel de firmas es alta (0,71), y señala también un estancamiento de la productividad en Chile en la última década (gráfico V.10).

Durante el período 2006-2011, el crecimiento de la productividad promedio a nivel de firmas fue de 5,02%, mientras que en el periodo 2012-2019 fue de -1,03% (tabla V.6, panel A). Para entender los orígenes microeconómicos de esta desaceleración de la productividad agregada, es útil desagregarla en un primer componente que viene dado por la variación asociada con las firmas incumbentes que sobreviven entre un año y el siguiente —el margen intensivo— y un segundo componente que está dado por la contribución tanto de las firmas que entran como las que salen —el margen extensivo— ^{9/}. Esta descomposición muestra que la totalidad del menor crecimiento de la productividad entre el 2006-2011 y el 2012-2019 viene dado por la caída de la productividad de las firmas incumbentes (-6,07%), no por cambios en las dinámicas de entrada y salida de firmas (tabla V.6, panel B).

^{7/} La relación de la PTF con los precios de las materias primas no parece ser exclusiva de Chile. Se observa también en otros países exportadores de estos productos, especialmente durante este siglo. La correlación para países latinoamericanos está en torno a 0,3. En Aguirre *et al.* ([2021](#)) se presenta evidencia de esto, además de un resumen de las teorías que pueden explicar este comovimiento.

^{8/} En la estimación se emplea una función de producción Cobb-Douglas de valor agregado con dos factores de producción: capital y trabajo, similar a la presentada para la PTF. Para resolver problemas de endogeneidad en la estimación de la productividad, fruto de la simultaneidad entre esta y la decisión de factores de las firmas, se utilizan métodos estándar de la frontera del conocimiento ([Akerberg, Caves y Frazier, 2015](#)). Para pasar de la productividad estimada a nivel de firmas a la productividad agregada, se usan ponderadores de su tamaño, considerando su valor agregado relativo al PIB de la economía. Ver más detalles en Aguirre *et al.* (2021).

^{9/} Las fórmulas y detalles de esta descomposición están en Aguirre *et al.* ([2021](#)).



TABLA V.6 CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD DE LAS FIRMAS EN CHILE Y SUS FUENTES: 2006-2019 (*)
(porcentaje)

Panel A: Cambios totales 2006-2019	
Crecimiento Productividad 2006-2011	5,02
Crecimiento Productividad 2012-2019	-1,03
Diferencia entre promedio 2012-2019 y 2006-2011	-6,05

Panel B: Descomposición Margen Intensivo - Extensivo	
Firmas incumbentes	-6,07
Entrada y Salida	0,02

Panel C: Descomposición Firmas Incumbentes	
Intra-firma (<i>within</i>)	-3,94
Reasignación	-2,13

Panel D: Descomposición Reasignación	
Composición de la Reasignación (<i>between</i>)	1,68
Eficiencia de la Reasignación (covarianza)	-3,81

(*) Cambios de la productividad agregada y descomposiciones en base a la productividad estimada a nivel de firmas para el periodo 2006-2019. Los números están en puntos porcentuales. El panel A muestra el promedio del crecimiento de la productividad agregada para el 2006-2011, el 2012-2019 y la diferencia en puntos porcentuales del crecimiento promedio de ambos periodos. El panel B muestra la descomposición del crecimiento de la productividad agregada en la variación explicada por las firmas incumbentes y el margen extensivo explicado por la entrada y salida de firmas. El panel C muestra la descomposición del crecimiento de la productividad de las firmas incumbentes en un componente intra-firma (denominado "within" en la literatura), y un componente de reasignación. A su vez, este último descompone en uno de composición ("between") y uno de eficiencia de la reasignación ("covarianza") en el panel D.

Fuente: Aguirre *et al.* (2021).

Para entender de dónde viene la caída del crecimiento de la productividad de las firmas incumbentes, se desagrega su crecimiento en dos componentes adicionales que observan tanto el crecimiento de la productividad al interior de cada firma, como la reasignación entre ellas (tabla V.6, panel C). El primero, denominado intra-firma ("within" en la literatura), mide el crecimiento de la productividad de cada firma usando como ponderador su tamaño en el año anterior. El segundo, mide la reasignación entre firmas y, a su vez, se puede descomponer también en dos (tabla V.6, panel D). El primero, llamado composición de la reasignación ("between"), mide el



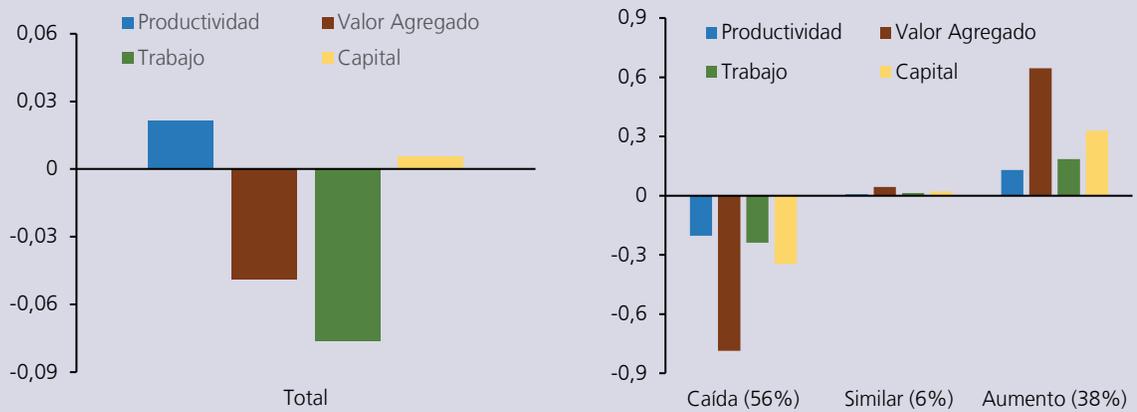
crecimiento del tamaño de la firma ponderado por su productividad en el año anterior. Un valor positivo implica que existe reasignación productiva, en la medida que firmas cuyos niveles (rezagados) de productividad son altos tienden a crecer más que aquellas con niveles de productividad reducidos. El segundo mide la eficiencia de la reasignación (“*covarianza*”) dentro del año en curso, siendo positivo si aquellas firmas donde creció más la productividad son también aquellas que aumentan de tamaño. Así, este mide la eficiencia del dinamismo de la economía, por cuanto recoge si los recursos se reasignan hacia las firmas que crecen en productividad.

Los resultados de los paneles C y D muestran que cerca de 2/3 de la caída en la productividad (-3,94%) está asociada al crecimiento intra-firma (*within*) y el 1/3 restante se asocia a la reasignación (-2,13%). Esta última, a su vez, esta explicada por una caída en la eficiencia de la reasignación de -3,81%, habiendo sido en parte compensada por el componente *between*, que creció 1,68%. Esto quiere decir que no solo la productividad de las firmas cayó entre el 2006-2011 y el 2012-2019, sino que también lo hizo la eficiencia del dinamismo de la economía, entendida como la capacidad para que los recursos se reasignen hacia firmas cuya productividad está creciendo.

El 2020 fue un año atípico en términos de la dinámica de la PTF, pues aumentó al mismo tiempo que la actividad cayó. Esto contrasta con experiencias pasadas en las que periodos recesivos o de desaceleración fueron acompañados por caídas en la PTF, como ya se documentó. La riqueza de datos micro también sirve para entender mejor el contexto en el cual la productividad se movió durante el año pasado. Los datos muestran que, a pesar de que en el agregado la productividad aumentó, hubo gran heterogeneidad en su variación, con más de la mitad de las firmas observando caídas (gráfico V.13). En este grupo, el valor agregado y el empleo cayeron también, pero este último lo hizo en menor medida. Típicamente, durante las crisis las firmas tratan de mantener el empleo por las dificultades asociadas a recontratar trabajadores después de la crisis (un fenómeno conocido como *labor hoarding*), lo que conduce en general a una caída de la productividad. Por otra parte, las firmas que exhibieron un aumento en el valor agregado también vieron el empleo aumentar, aunque en menor intensidad, implicando un aumento en la productividad medida. En conjunto, este comportamiento de la productividad durante la crisis del Covid sugiere cautela a la hora de extrapolar los eventos recientes en juicios de largo plazo de la productividad.



GRÁFICO V.13 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD DE LAS FIRMAS EN CHILE EN EL 2020 (*)
(puntos porcentuales)



(*) En el panel de la izquierda, el crecimiento de la productividad agregada, ponderada por valor agregado, se descompone en la contribución del crecimiento del valor agregado, restando aquella del crecimiento del trabajo y del crecimiento del capital de las firmas. En el panel de la derecha, se descompone el crecimiento de la productividad según grupos de firmas que presentaron caídas de más de 3% de productividad ("Caída"), que tuvieron un nivel de crecimiento de la productividad entre -3 y 3% ("Similar"), y que incrementaron su productividad en más de 3% ("Aumento"). Los resultados entre los dos paneles no son enteramente comparables pues aquellos del panel derecho están *winsorizados* al 5%. Los números entre paréntesis muestran el tamaño de cada grupo en términos del valor agregado relativo al total.

Fuente: Aguirre *et al.* (2021).



RECUADRO V.2:

Tasa de interés neutral

La tasa de interés de política monetaria neutral —TPMN— representa el nivel de largo plazo que la TPM debiera alcanzar en ausencia de *shocks* transitorios. Su comparación con la TPM actual es un insumo clave en la calibración de la expansividad de la política monetaria en la medida que ancla el nivel de ésta, marcando el valor al cual debe converger la TPM en ausencia de estos *shocks* futuros, cuando la economía se haya normalizado. Dada su importancia, y que su valor puede variar en función de las condiciones más estructurales de la economía chilena y mundial, el Consejo actualiza periódicamente su estimación.

Los dos años transcurridos desde la última actualización de la TPMN —[Recuadro V.2, IPoM junio 2019](#)—, han estado marcados por una extraordinaria volatilidad macroeconómica, en medio de la cual se ha acentuado la tendencia a la baja en las tasas de política monetaria tanto a nivel global como local. En este contexto, el Banco ha considerado apropiado revisar el conjunto de modelos empleados para la estimación de la TPMN, incluyendo nuevas metodologías en línea con la práctica de otros bancos centrales. Los resultados de estas estimaciones se presentan en este recuadro.

La mediana de las distintas metodologías ubica a la TPMN en 0,5% en términos reales, valor que es escogido por el Consejo como el nuevo nivel de TPMN real. Sumando la meta de inflación de 3%, la TPMN nominal queda en 3,5%, una revisión a la baja de 50 puntos base frente al punto medio del rango escogido en la estimación de junio 2019. Adicionalmente, teniendo en cuenta el grado de incertidumbre de estas estimaciones, el Consejo considera que el rango de la TPMN nominal se ubicará entre 3,25 y 3,75%. La amplitud de este rango es igual al considerado previamente.

La reducción de la TPMN responde no solo a la baja reciente de tasas de política interna y externas. Esta reducción está en línea con una sostenida tendencia global de las tasas de corto plazo a la baja —en especial a partir de la crisis financiera global del 2008-09—, relacionada con el mayor apetito por activos seguros y líquidos.

Definición y relevancia

La TPMN se define como aquella tasa de interés que es coherente con un PIB en su nivel de equilibrio de largo plazo —tendencial— y una inflación que se ubica en la meta de 3%, una vez que los efectos de los *shocks* transitorios en la economía se han disipado. Por esta razón, la TPMN es inherentemente una tasa de política asociada con el largo plazo, a la cual se espera que la TPM efectiva converja gradualmente, en ausencia de más perturbaciones que alejen la economía de su nivel tendencial. De ahí que la TPMN a la que se hace referencia se entiende como una tasa neutral tendencial^{1/}.

^{1/} En la literatura académica existe también el concepto de tasa neutral de corto plazo, caracterizada como la que se da en ausencia de rigideces de precios, y que puede fluctuar a lo largo del ciclo económico. Las estimaciones de TPMN presentadas acá no corresponden a este concepto, sino a uno de tasa neutral de largo plazo o tendencial.



La TPMN es una variable relevante para la calibración de la política monetaria, pues provee una referencia para la evaluación del impulso monetario porque ancla el nivel de la política monetaria, marcando el valor al cual debe converger la tasa, una vez que la economía retorna a su nivel tendencial^{2/}. Cabe subrayar que la TPMN es una tasa libre de premios por riesgo y por plazo. Por ende, en la medida en que estos componentes puedan fluctuar en el tiempo, cambios en la TPMN no irán necesariamente aparejados con movimientos equivalentes en las tasas de mercado a plazos más largos, ni en sus expectativas. Es posible que la TPMN exhiba una tendencia decreciente al mismo tiempo que tasas de activos riesgosos se mantengan constantes o incluso aumenten.

Metodologías empleadas

La TPMN es una variable que no se puede observar directamente, por lo que debe ser inferida de variables observables. Dicha inferencia puede ser realizada con distintas metodologías, con resultados que pueden variar entre distintos enfoques. Para la estimación de la tasa de interés neutral, la práctica de distintos bancos centrales, incluido el Banco Central de Chile, ha sido escoger un abanico amplio de modelos, dado que los estimadores están sujetos a una incertidumbre importante^{3/}. Las estimaciones reportadas en este recuadro se realizan utilizando información hasta el primer trimestre del 2020, evitando con ello incorporar el período de la pandemia. Esto se hace con el objeto de no contaminar estimaciones asociadas al largo plazo con un período de transitoria alta volatilidad.

La elección de las metodologías de cálculo de la TPMN pondera varios aspectos: (i) su uso anterior, de modo de mantener una coherencia en el tiempo; (ii) su uso en otros bancos centrales; (iii) la aplicabilidad de cada método para la economía chilena; y (iv) el grado de certeza en la inferencia del nivel de la tasa neutral. Con estos criterios, se consideran cinco enfoques resumidos a continuación y cuyos resultados se recogen en la tabla V.7^{4/}.

TABLA V.7 ESTIMACIONES DE LA TASA REAL NEUTRAL EN CHILE
(porcentaje)

Método	TPMN real
1. Tendencia estocástica-BCP10	0,6
2. <i>Convenience Yield</i>	0,6
3. Corrección por premios por plazo	-0,2
4. Ecuación de Euler	0,5
5. Regla de Taylor	0,3
Mediana	0,5

Fuente: Aguirre *et al.* (2021).

^{2/} Si bien la diferencia entre la TPM y su nivel neutral puede proveer una medida del impulso monetario, esta puede no ser exacta pues la tasa neutral de corto plazo (ver nota a pie de página anterior) puede haberse alejado de la TPMN en razón a los *shocks* que la economía esté experimentando.

^{3/} Aldunate *et al.* (2019) da cuenta de las estimaciones de otros bancos centrales y la incertidumbre asociada a estas.

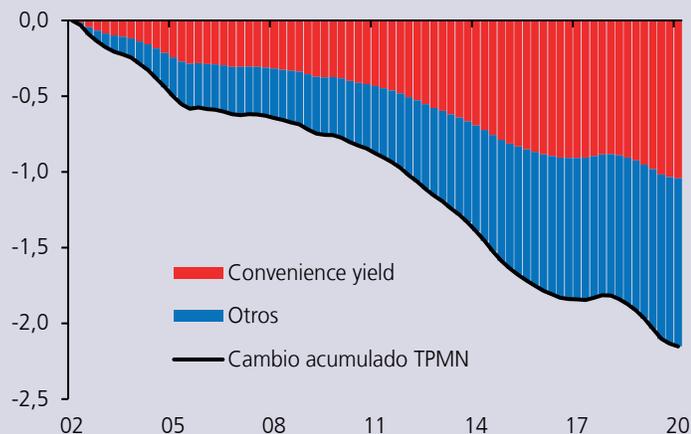
^{4/} Aguirre *et al.* (2021) describe en detalle las metodologías aquí descritas, además de otros enfoques complementarios y pruebas de robustez consideradas.



(i) **Inferencia de tendencias estocásticas considerando movimientos de inflación y de precios de activos financieros libres de riesgo.** Siguiendo la metodología descrita por [Del Negro et al. \(2017\)](#), se estima la tasa neutral tendencial como la tendencia estocástica común entre los activos libres de riesgo a plazos cortos (TPM) y largos (BCP10). Además de las variables anteriores, la estimación utiliza como observables las expectativas de TPM y de inflación, asume tendencias comunes e impone restricciones teóricas. Según esta metodología, la TPMN en la punta es 0,6% en términos reales (3,6% en términos nominales).

(ii) **Inferencia de tendencias estocásticas considerando *convenience yields*.** Siguiendo también la metodología descrita por [Del Negro et al. \(2017\)](#), se extiende aquella en (i) permitiendo observar datos sobre retornos de bonos corporativos BBB a 10 años. Esto permite identificar el premio asociado con la preferencia por activos seguros y líquidos, lo que la literatura especializada ha llamado *convenience yield* ([Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen, 2012](#)). Esta metodología también estima que la TPMN en la punta es 0,6% en términos reales (3,6% en términos nominales), mostrando una baja de algo más de dos puntos porcentuales desde el 2002 a la fecha, la mitad de la cual está explicada por un aumento de la preferencia por activos seguros y líquidos (area roja, gráfico V.14).

GRÁFICO V.14 INCIDENCIA DE PREFERENCIA POR ACTIVOS SEGUROS Y LÍQUIDOS EN TPMN (*)
(porcentaje)



(*) El gráfico descompone la caída de la TPMN entre el 2002.T1 y el 2020.T1 entre la preferencia por activos seguros (*convenience yield*) y otros factores como cambios en el factor de descuento estocástico.
Fuente: Aguirre et al. (2021).

(iii) **Observación directa de las expectativas de mercado para las tasas en el largo plazo corrigiendo por premios por plazos.** La TPMN se define como el nivel que debería tener la TPM en ausencia de *shocks*. Es posible pensar que en un plazo de entre 5 y 10 años, los efectos cíclicos de los *shocks* transitorios se habrán disipado, por lo que el nivel de la tasa real esperada entre 5 y 10 años más entrega una aproximación razonable de la TPMN. Esta tasa, la llamada tasa 5 en 5, se deriva de los precios de los activos financieros corregida por premios por plazo. Con esta metodología, la TPMN actual se estima en -0,2%. El bajo nivel al final de la muestra refleja la baja en la actividad a fines del 2019 y el ajuste en la estructura de tasas de interés de mercado.



(iv) **Inferencia considerando movimientos de la inflación y del PIB (ecuación de Euler).** Esta medición sigue la metodología propuesta por Holston, Laubach y Williams ([2020](#), [2017](#)), de amplio uso en varios bancos centrales. Esta metodología busca inferir el nivel de tendencia de la tasa de interés a partir de observaciones de la actividad, inflación y TPM, considerando restricciones derivadas de la teoría económica —a través de la ecuación de Euler— que relacionan la actividad con el ritmo de la inflación; y la tasa de interés con factores tendenciales de crecimiento, entre otros. Se sigue acá también la revisión más reciente, donde los autores proponen un ajuste exógeno para caídas abruptas de la actividad. La estimación de la TPMN real en la punta es 0,5% (3,5% en términos nominales), con una tendencia decreciente en la muestra. Cabe subrayar, sin embargo, que el grado de incertidumbre sobre esta inferencia es considerable.

(v) **Regla de Taylor.** La regla de Taylor (Taylor, [1993](#)), relaciona la TPM con desviaciones de la inflación subyacente respecto de la meta de 3% y la brecha de actividad. Al estimar los coeficientes de reacción de esta relación empírica, se deduce la media incondicional que se asume igual a la TPM de largo plazo. Luego de restar la meta de inflación, se estima que la TPMN es 0,3% en términos reales (3,3% nominal).

Conclusiones

La actualización de la estimación de la TPM neutral muestra que su nivel —considerando la mediana de cinco estimaciones— se ubica en torno a 0,5% real. Sumada la meta de inflación y considerada la incertidumbre en torno a las estimaciones, el Consejo considera que la TPMN nominal se ubica en un rango entre 3,25 y 3,75%, con un punto medio en 3,5%. Esto es 50 puntos base por debajo de lo considerado en la última actualización realizada en junio del 2019.



RECUADRO V.3:

Estimación de los precios de largo plazo del cobre y el petróleo

El escenario central base de este IPoM corrige el supuesto de largo plazo para el precio del cobre y del petróleo, aumentando el primero desde US\$2,7 a 3,3 la libra y bajando el segundo desde US\$70 a 60 el barril. Estos precios corresponden a los niveles en los que se espera se ubiquen el valor del cobre y el petróleo dentro de diez años. Los precios de largo plazo de estos productos son esenciales para evaluar el estado actual y la convergencia en el largo plazo de la economía chilena.

La evolución esperada de la demanda del cobre en el largo plazo depende de dos factores claves, los usos del cobre asociados a la denomina “ola verde” y el uso convencional del cobre^{1/}. La demanda de cobre asociado a la “ola verde” corresponde hoy a solo 5% de la demanda total, pero se espera que aumente exponencialmente en los próximos diez años^{2/}. Este crecimiento esperado ha aumentado en los últimos años, a medida que los países han asumido un mayor compromiso respecto del cambio climático. Se espera este aumento sea compensando por un menor crecimiento de la demanda asociada al uso convencional, en la medida que China, principal país importador de cobre, se movilice desde una economía impulsada por la inversión a una impulsada por el consumo.

La industria del cobre espera que el crecimiento de la producción será suficiente para satisfacer la demanda proyectada durante los próximos cuatro años, requiriendo a partir de allí el ingreso de nuevos proyectos. Al aumento esperado en la producción por proyectos que ya están en funcionamiento, se suma el inicio de algunos proyectos mineros y el aumento en la extracción de cobre de otras fuentes, como la chatarra. Hacia el 2030, sin embargo, es necesario que ingresen nuevos proyectos, aún no comprometidos, para satisfacer el exceso de demanda esperado.

Distintos expertos estiman que un precio real del cobre en torno a US\$3,3 la libra en el 2030 será suficiente para equilibrar el mercado. La estimación de los precios de largo plazo requiere determinar el precio que incentiva el ingreso de nuevos proyectos tal que, dadas las proyecciones de demanda y oferta, el mercado esté en equilibrio en el largo plazo. Un precio en torno a US\$3,3 la libra incentivaría el ingreso de los proyectos necesarios para satisfacer el exceso de demanda proyectado en el 2030. Distintos organismos internacionales e instituciones especializadas han elevado en el último año el precio de cobre esperado dentro de cinco o diez años más, ubicándose hoy en torno a ese valor^{3/}.

El cálculo de los precios de largo plazo está sujeto a un elevado grado de incertidumbre. La evolución esperada de la demanda de cobre depende de la incertidumbre asociada a los factores antes mencionados. Se suma que la demanda depende de lo que ocurra con los sustitutos del cobre, como el aluminio, en los que el cambio climático y los impuestos al carbono podrían afectar significativamente el precio, dada la elevada emisión de gases necesarios para su producción. Al mismo tiempo, la producción y el inicio de nuevos proyectos mineros son altamente sensibles a cambios en la legislación de los países. Asimismo, la estimación de los costos de los proyectos depende de un número importante de supuestos que podrían variar, entre ellos la tasa de retorno exigida al capital.

^{1/} Recuadro I.1, IPoM marzo 2021.

^{2/} CRU (2021).

^{3/} Banco Mundial (2021) y FMI (2021).



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

