

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2020



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2020



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	15
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	17
II. CONDICIONES FINANCIERAS	27
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	39
IV. PRECIOS Y COSTOS	49
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	53
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	65
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	70
RECUADROS	
Perspectivas para el Covid-19 en el mundo	23
Condiciones en mercados financieros y medidas de política	33
El impacto del Covid-19 en el mercado laboral	45
Recuperación económica post-pandemia	60
Comunicación de proyecciones en escenarios de mayor incertidumbre	66

*/ El cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 10 de junio de 2020, excepto en los casos que se indica en el informe. Además, el informe considera la decisión de política monetaria del 16 de junio.

PREFACIO

El Banco Central de Chile (BCCCh) conduce su política monetaria sobre la base de un esquema de metas de inflación y de flotación cambiaria. Este esquema incorpora el compromiso de utilizar los instrumentos para que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM se publica cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, la actividad y la demanda agregada, y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se presentan las consideraciones detrás de la estrategia de política monetaria para los próximos y se describe cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria ante determinadas modificaciones al escenario base. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 16 de junio de 2020 para publicarse el 17 de junio de 2020.

.

El Consejo

RESUMEN

La evolución de la pandemia del Covid-19 y las acciones adoptadas para su contención constituyen un *shock* sin precedentes y de gran magnitud para la economía mundial. Su impacto inmediato ha sido severo, su prolongación mayor a la esperada y sus repercusiones de largo plazo aún inciertas. Todo esto ha hecho que el deterioro de la actividad y el empleo sean mayores a lo previsto hace solo unos meses, manteniéndose un alto grado de incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia y las estrategias más adecuadas para combatirla. Ningún país del mundo ha escapado a este fenómeno, proyectándose que la mayoría de ellos experimente significativas caídas de la actividad este año. Chile no es la excepción, previéndose para el 2020 la mayor contracción en 35 años. En este contexto, los principales componentes de la demanda interna han experimentado importantes retrocesos y las presiones inflacionarias se han reducido drásticamente. Las autoridades han articulado respuestas inéditas a este escenario, utilizando el espacio de política generado durante décadas de responsabilidad en el manejo macroeconómico y financiero. Ante el deterioro adicional del escenario macroeconómico, en la Reunión de Política Monetaria de junio el Consejo decidió intensificar el impulso monetario a través de medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito. El impulso fiscal también se verá intensificado producto del reciente marco de entendimiento entre el Gobierno y la Comisión de Hacienda ampliada en torno a un Plan de Emergencia para los próximos veinticuatro meses.

A partir de enero, el Covid-19 ha ido propagándose rápidamente alrededor del mundo, trasladando el foco de los contagios y la estrictez de las acciones de contención obligatorias y voluntarias entre continentes. La evolución de los indicadores económicos ha reflejado estos cambios. A comienzos de año, los datos de China mostraron caídas significativas del consumo y la inversión, con un PIB del primer trimestre que tuvo un descenso anual del orden de 7%, el primer retroceso desde la década de los setenta. Datos más recientes, acordes con la reducción de los contagios y las restricciones a la movilidad, señalan repuntes en varias dimensiones. Europa, donde el *peak* de contagios se produjo más tarde, tuvo caídas significativas de su actividad en el primer trimestre, observándose desplomes históricos en diversos indicadores durante marzo y abril. En las últimas semanas, se levantaron las cuarentenas en varios países y se comenzó con la reapertura gradual de diversas actividades. En Estados Unidos, las cifras económicas de marzo y abril tuvieron fuertes caídas, y ya ha comenzado un proceso de reapertura, pese a que allí el número de contagios aún sigue siendo elevado y los últimos datos muestran un repunte en algunos estados.



América Latina, en cambio, está atravesando por la fase más compleja de la pandemia, con recursos más limitados para contenerla. En varios países se continúan registrando récords diarios de contagios y fallecidos. En Chile, luego de una tendencia decreciente en abril, las tasas de contagio comenzaron a acelerarse durante mayo, obligando a la imposición de medidas de contención sanitaria más restrictivas y otros ajustes en la estrategia seguida. Resalta la cuarentena decretada a mediados de mayo para gran parte de la Región Metropolitana y la establecida en parte importante de la Región de Valparaíso a mediados de junio.

Lo inédito de la situación actual hace particularmente difícil realizar proyecciones, pues dependen en gran parte de factores que escapan del análisis económico. En lo inmediato, se prevé una contracción significativamente mayor en el segundo trimestre. Tras la caída de fines del año pasado, la economía se recuperó algo más rápido que lo previsto, hasta que el ingreso del país a la fase 4 de la pandemia trajo consigo un conjunto de medidas de control que afectaron con fuerza la actividad a partir de la segunda quincena de marzo, lo que llevó a una caída de la actividad de 3,1% anual. El impacto fue mayor en abril, cuando la actividad se contrajo del orden de 14% anual. Tal como se esperaba, los sectores económicos donde el contacto personal es predominante en el desarrollo de la actividad fueron los más afectados, en particular el comercio, restaurantes y hoteles, transporte y varios servicios personales. La implementación de cuarentenas más estrictas implica que los registros de actividad de mayo y junio serán probablemente más negativos que el de abril.

La evolución de la enfermedad y el número de nuevos contagios hace difícil estimar cuánto tiempo permanecerán activas las medidas de contención más estrictas. Se suma que una vez levantadas dichas medidas, no se sabe con certeza si existirán rebrotes, cómo evolucionará el comportamiento de las personas y cuál será su impacto en el desempeño de distintos sectores económicos. La experiencia de otros países podría dar alguna aproximación de la respuesta sanitaria y económica a la reapertura de las ciudades. Sin embargo, estos procesos son aún recientes como para detectar patrones con claridad, y no es evidente cómo las singularidades del comportamiento social, del clima y del medio ambiente pueden afectar el desempeño relativo de Chile en esta dimensión. Por último, las perspectivas para la demanda dependerán del impacto de la alta incertidumbre y la pérdida de ingresos de hogares y empresas.

En el escenario central se asume que las cuarentenas se relajarán durante el tercer trimestre y se logrará una reapertura gradual de la economía, permitiendo así una mejora paulatina de la actividad y el mercado laboral. En todo caso, esto considera que parte de las prácticas de distanciamiento social —obligatorias y voluntarias— seguirán presentes por varios trimestres, por lo que la actividad de algunos sectores económicos tardará más en retomar los niveles previos al comienzo de la pandemia. De esta manera, la economía comenzará a recuperarse en la segunda parte del 2020, aunque no alcanzará aún niveles de actividad comparables a los de principios de año. De hecho, se prevé que solo hacia mediados del 2022 se equiparán los niveles de actividad del tercer trimestre del 2019.

Las proyecciones están sujetas a un nivel de incertidumbre mucho mayor al habitual, lo que implica que en este IPoM se hagan cambios en su comunicación, de manera similar a lo que han hecho otros bancos centrales (Recuadro V.2). En ocasiones normales, el ancho del rango de crecimiento para el año en curso se reduciría a 0,75 puntos porcentuales y se mantendría en 1 punto porcentual para el año siguiente, aplicando un criterio basado en los errores históricos de proyección. En lugar de ello, en este IPoM se recoge la elevada incertidumbre aumentado el ancho del rango de proyección para el PIB del 2020 y 2021 a 2 y 1,5 puntos porcentuales, respectivamente. Para el 2022, el ancho del rango de proyección se mantiene en un punto porcentual, considerando que para esas fechas ya se habrán despejado algunas incertidumbres relevantes, como la duración de las cuarentenas y el impacto del Plan de Emergencia acordado. Las variables del encuadre macroeconómico en el escenario central —consumo e inversión, entre otros— sigue publicándose con una estimación puntual, pero el valor informativo tanto de estas proyecciones como de los rangos de crecimiento es claramente menor al habitual.

Tomando en cuenta los criterios anteriores, el Consejo estima que en el 2020 el PIB total tendrá una contracción entre 5,5 y 7,5%, mientras que durante el 2021 y 2022, la economía irá recuperándose, registrando crecimientos entre 4,75 y 6,25% y entre 3 y 4%, respectivamente.

En el encuadre del escenario central, el consumo se contraerá en torno a 4% en el 2020, principalmente por su componente privado. Tras la fuerte caída del segundo trimestre, esta proyección asume que los hogares continuarán afectados por la baja de los ingresos y la elevada incertidumbre, elementos que son morigerados por las medidas de protección social, como el Ingreso Familiar de Emergencia y los programas de apoyo fiscal enfocados a los más vulnerables.

En los últimos meses, se ha observado una pérdida de puestos de trabajo significativa —alguna parte de ellos transitoria— y una reducción de los ingresos, factor en que también se han conjugado ajustes de los sueldos y la disminución de las jornadas laborales de los trabajadores. Hacia adelante, en la medida que los contagios disminuyan y se logre poner en marcha la economía, debería producirse una recuperación relevante, aunque incompleta de los ingresos, lo que debería reflejarse en el consumo. Por un lado, la ocupación por cuenta propia —que en períodos de contracción económica suele ser un amortiguador para la ocupación total— ha tenido caídas importantes que pueden asociarse a las restricciones de movimiento de las personas, por lo que en cuanto estas vayan reduciéndose dichas personas podrían retomar sus empleos más rápidamente. Por otro, la Ley de Protección de Empleo ha permitido que un número elevado de trabajadores —alrededor de 610 mil según los datos disponibles al cierre estadístico— puedan acceder a sus fondos del seguro de cesantía sin perder el vínculo con su empleador. Ello propiciaría una reincorporación más rápida a sus empleos y un aumento de sus ingresos una vez que la pandemia sea controlada. En el intertanto, el Plan de Emergencia acordado entre el gobierno y la Comisión de Hacienda ampliada extenderá significativamente las transferencias compensatorias a los hogares, elevando su cobertura, monto y duración.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	1,1	-7,5/-5,5	4,75-6,25	3,0-4,0
Ingreso nacional	0,8	-5,9	6,2	3,6
Demanda interna	1,0	-10,4	7,7	4,1
Demanda interna (sin variación de existencias)	1,5	-6,8	6,9	3,5
Formación bruta de capital fijo	4,2	-15,9	8,0	4,7
Consumo total	0,8	-4,2	6,6	3,2
Exportaciones de bienes y servicios	-2,3	-0,3	3,2	3,3
Importaciones de bienes y servicios	-2,3	-14,1	11,2	5,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,9	0,8	-0,7	-1,3
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	18,9	17,5	17,2	17,3
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	22,8	16,7	17,8	18,6
FBCF (% del PIB nominal)	22,4	20,0	20,6	20,9
FBCF (% del PIB real)	21,8	19,6	20,1	20,4
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-10.900	2.100	-1.700	-4.000
Balanza comercial	4.200	15.700	11.900	10.800
Exportaciones	69.900	64.800	69.400	75.500
Importaciones	65.700	49.100	57.500	64.700
Servicios	-5.100	-3.900	-4.800	-5.000
Renta	-11.400	-10.800	-10.100	-11.300
Transferencias corrientes	1.400	1.100	1.300	1.500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



En el escenario central, la inversión se contraerá en torno a 16% en el 2020. Este desempeño se explica por una fuerte contracción de la inversión de los sectores no mineros debido a las estrecheces y restricciones de los flujos de caja corporativos y la altísima incertidumbre. Se suma la postergación de la ejecución de los grandes proyectos en el 2020. Hacia el 2021 y 2022, se prevé un repunte de la inversión, considerando que para entonces ya se habrán despejado o aminorado las incertidumbres, los grandes proyectos de inversión retomarán su desarrollo en plenitud y el gobierno elevará la inversión pública en infraestructura y vivienda como parte del Plan de Emergencia acordado. Resta por determinar cómo las empresas se ajustarán al mayor nivel de endeudamiento que se está generando para cubrir las actuales necesidades de financiamiento.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00 - 07	Prom. 10-18	2019 (e)	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	1,5	-0,6	4,9	-0,5	0,2
PIB socios comerciales (*)	3,7	3,9	2,9	-3,6	4,2	4,5
PIB mundial PPC (*)	4,5	3,9	2,8	-4,5	4,4	4,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,1	2,5	-5,2	4,1	4,3
PIB desarrolladas PPC (*)	2,4	1,9	1,7	-7,0	3,4	4,0
PIB emergentes PPC (*)	6,5	5,2	3,8	-2,4	5,3	4,9
Precios externos (en US\$)	4,6	1,0	-2,2	-7,4	3,7	5,0
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	154	310	272	250	260	275
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	74	57	38	41	44
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	81	64	41	44	49
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	366	623	491	313	319	374
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	3,4	0,6	2,3	0,5	0,3	0,4

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El efecto de la elevada incertidumbre sobre las proyecciones también es observable a nivel global. Al igual que en el caso chileno, las proyecciones para el crecimiento mundial del 2020 han tenido un significativo ajuste a la baja en los últimos meses. En el escenario central de este IPoM, el Consejo estima que el PIB mundial caería del orden de 4,5% este año, creciendo 4,4% el 2021 y 4,5% el 2022. El precio del cobre promediaría cerca de US\$2,6 la libra en el período 2020-2022, mismo lapso en que el petróleo promediaría cerca de US\$43 el barril (promedio Brent/WTI). El relevante ajuste al alza del precio del cobre, lleva a que en el horizonte de proyección los términos de intercambio sean mayores que lo estimado en marzo y provee un soporte para las exportaciones.

La contención y superación de los daños económicos que está provocando la pandemia ha requerido de un esfuerzo significativo y coordinado de las autoridades económicas. En varios países, los bancos centrales están utilizando herramientas no convencionales y los gobiernos han puesto en marcha sustantivos paquetes de apoyo fiscal a hogares y empresas. En lo principal, las medidas han estado orientadas a proveer créditos y liquidez que evite la ruptura de las relaciones entre empresas, sus proveedores, clientes y trabajadores. Lograr esto es clave para reducir la persistencia de los efectos de la crisis. La decisión y oportunidad en el actuar de las autoridades fiscales y monetarias del mundo ha sido uno de los principales factores que ha contribuido a revertir el marcado deterioro de los mercados financieros al inicio de la pandemia. Más allá de los vaivenes recientes, comparado con la segunda quincena de marzo, la mayor parte de las variables financieras muestran una mejoría: las bolsas se han recuperado, las tasas de interés de largo plazo y los premios por riesgo se han reducido y la mayoría de las monedas se ha apreciado frente al dólar. Se suma el aumento del precio de las materias primas, incluido el cobre.

En Chile, desde mediados de marzo a la fecha diversas autoridades del Estado han implementado medidas para ir en apoyo de hogares y empresas. El Gobierno ha entregado recursos del orden de US\$17 mil millones, orientados, entre otros objetivos, a proteger el empleo, dar apoyo al ingreso de los hogares e inyectar liquidez al sistema productivo. Se sumará a ello el Plan de Emergencia por la Protección de Ingresos de las Familias y la Reactivación Económica y del Empleo recientemente acordado. Este contempla un fondo de hasta US\$12 mil millones para los próximos veinticuatro meses. Estos recursos se destinarán

inicialmente a reforzar las transferencias a los sectores más vulnerables a través del Ingreso Familiar de Emergencia. Se añade un refuerzo de la Ley de Protección del Empleo, el Seguro de Cesantía y la concreción de un apoyo a trabajadores independientes formales. Posteriormente, los recursos de este fondo se destinarán a apoyar la reactivación económica a través de planes a apoyo a los empleos y la inversión. El acuerdo contempla que este esfuerzo adicional sea de carácter transitorio y sea seguido de una consolidación fiscal en el mediano plazo, de modo de evitar que la deuda pública supere el 45% del PIB. El escenario central de proyección considera los efectos de este Plan en el crecimiento económico entre el 2020 y 2022, en forma preliminar de acuerdo con los antecedentes conocidos hasta ahora. Estimaciones más específicas de sus impactos se podrán hacer una vez que sus detalles sean aprobados en el Congreso.

La situación de las empresas también ha sido de especial preocupación, en particular porque incentivar la entrega de crédito a aquellas que son solventes, pero enfrentan importantes problemas de liquidez por la pandemia, logrará reducir los efectos negativos de la situación actual, evitando quiebras que redunden en pérdidas permanentes e innecesarias de la capacidad productiva y el empleo. En Chile, la combinación de las medidas de entrega de liquidez del Banco Central mediante la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones, FCIC, del Ministerio de Hacienda mediante el plan de garantías Fogape asociado a los créditos Covid-19, y las adecuaciones regulatorias por parte de la CMF, han propiciado que el crédito comercial haya crecido a tasas anuales del orden de 11% real en mayo. Esto se compara favorablemente con los valores en torno a 6,5% que mostraban hasta febrero.

Este comportamiento contracíclico del crédito comercial agregado, unido al aumento de la fracción del crédito destinado a empresas de menor tamaño, marcan una importante diferencia respecto de otros períodos recesivos (Recuadro II.1). Sin embargo, el recrudecimiento de los efectos negativos de la pandemia en la economía ha elevado los requerimientos financieros de las empresas, por lo que el Consejo estimó necesario lanzar una segunda etapa de FCIC. La primera etapa de esta facilidad ha tenido una elevada utilización de sus recursos —83% del total hasta mediados de junio. En su segunda etapa, la facilidad comprometerá fondos por US\$16 mil millones. Además, considera el fortalecimiento de los incentivos para la entrega de crédito bancario a pequeñas y medianas empresas, y a oferentes de crédito no bancarios, lo que la convierte en un buen complemento de las líneas Covid-19 y las garantías fiscales en que se apoyan.

Por último, desde el inicio de la crisis social, el Banco ha desarrollado diversas operaciones de liquidez y compra de activos, las que han contribuido a reducir las fricciones en los ajustes de portafolio producto de los cambios en las percepciones de riesgo, han contenido aumentos de las tasas de largo plazo y han ayudado a evitar la paralización de canales no bancarios de crédito (Recuadro II.1). El programa especial de compra de activos anunciado en la Reunión de junio apunta a profundizar estas medidas. En particular, en su primer mes de vigencia este programa contemplará un monto de US\$1.500 millones, que será destinado a la compra de activos actualmente elegibles para el Banco.

**INFLACIÓN (1) (2)**

	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	2,3	2,7	2,2	3,0
Inflación IPC diciembre	3,0	2,0	2,8	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (3)				3,0
Inflación IPC subyacente promedio	2,3	2,4	2,2	3,0
Inflación IPC subyacente diciembre	2,6	2,1	2,7	3,0
Inflación IPC subyacente en torno a 2 años (3)				3,0

(1) Para el 2018, corresponde a la variación anual obtenida con la canasta 2013=100. A partir del 2019 se utiliza la canasta 2018=100, por lo que las cifras no son estrictamente comparables con las de años previos.

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

(3) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2022.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto de la inflación, esta bajó hasta 2,8% anual en mayo, influida por la importante caída de los precios de los combustibles. La inflación subyacente —medida por el IPC sin volátiles— sigue en valores del orden de 2,5% anual^{1/}. Destaca un aumento algo mayor de los precios de los alimentos, donde se combinan factores de oferta y demanda, como la sequía, los problemas logísticos derivados de las restricciones de movimiento y la mayor demanda por algunos productos básicos. El abrupto aumento de la brecha de actividad en el segundo trimestre, junto con la apreciación más reciente del peso, reduce de forma significativa las presiones inflacionarias. En el escenario central, la inflación bajará hasta valores en torno a 2% para el cierre de este año, proyectándose que solo hacia fines del horizonte de política —el segundo trimestre del 2022— se ubicará en torno a 3% anual.

En este escenario, la política monetaria se mantendrá en una posición altamente expansiva por el tiempo necesario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3% en un horizonte de dos años, y apoyar la estabilidad financiera. Coherente con ello, en la Reunión de junio, el Consejo decidió mantener la TPM en su mínimo técnico —actualmente evaluado en 0,5%—, señaló que, en el escenario central, permanecería en ese nivel al menos durante el horizonte de política de dos años y amplió el uso de las medidas no convencionales. Además, indicó que la eventual ampliación y/o adopción de otras medidas de este tipo se evaluaría de acuerdo con las necesidades de la economía y las facultades legales del Banco.

Como siempre, existen escenarios de sensibilidad donde la evolución de la situación macroeconómica podría requerir ajustes al impulso monetario. En esta ocasión, estos escenarios responden a diferentes supuestos de cómo se comportará la pandemia y la posterior recuperación de la economía. En primer lugar, podría darse un escenario más benigno en el que la evolución del virus sea más favorable, lo que podría implicar un rebote más rápido de la actividad en la segunda parte del año, permitiendo una recuperación más vigorosa del consumo y la inversión. En contrapartida, también podría darse un escenario más pesimista, por ejemplo, porque las cuarentenas deban prolongarse más que lo previsto o se extiendan a más zonas geográficas. Ello llevaría a que la actividad se viera más golpeada, extendiendo la debilidad del consumo y la inversión. En el escenario más benigno, el mayor dinamismo a partir del tercer trimestre de este año llevaría a un cierre más temprano de la brecha de actividad, lo que apoyaría una convergencia inflacionaria algo más temprana. Por el contrario, el escenario negativo implicaría una evolución más desfavorable y persistente de la brecha, con una debilidad más duradera de las presiones inflacionarias. En concordancia con la elevada incertidumbre y la dificultad de asignar una probabilidad específica a cada escenario, el Consejo considera que tanto el balance de riesgos para el crecimiento como para la inflación está equilibrado. Esta dificultad para diferenciar la probabilidad de ocurrencia de escenarios de sensibilidad de la del escenario central se refleja en buena medida en la ampliación excepcional del rango de proyección para el 2020 y 2021.

^{1/} Para efectos del análisis y las proyecciones, a contar de este IPoM se utilizará el IPC sin volátiles como medida de inflación subyacente. La metodología de construcción de este indicador se describe en el Recuadro IV.1 del IPoM de diciembre 2019 y en Carlomagno y Sansone (2019). Las series históricas de este indicador están disponibles en la Base de Datos Estadísticos del Banco.

Con todo, escenarios que pueden ser aún más negativos que los planteados merecen especial atención. La magnitud de los efectos de la pandemia es significativa y si bien las autoridades monetarias y fiscales han implementado un inédito conjunto de medidas, no es posible asegurar que la dimensión o duración de los daños no serán mucho mayores que lo supuesto, lo que podría poner en riesgo la estabilidad financiera. En una situación de ese tipo, con la tasa de política monetaria ya en su mínimo técnico, es posible que el Banco deba extremar el uso del instrumental de políticas que posee. En tal sentido, el Consejo valora especialmente el apoyo que han expresado los parlamentarios de la Comisión de Hacienda del Senado a una reforma constitucional y legal que amplíe las facultades de la Institución para actuar en situaciones excepcionales en que lo requiera especialmente la preservación de la estabilidad financiera.

Durante los últimos cuarenta años Chile ha enfrentado tres períodos recesivos, uno a comienzos de los ochenta, producto de la crisis de la deuda externa y la quiebra de la banca local, otro a fines de los noventa, producto de la crisis asiática y otro a fines de la década de los dos mil, producto de la crisis financiera global. Cada uno de estos episodios tiene diferencias significativas entre sí, ya sea por el origen de la crisis, el marco de políticas imperante y la capacidad de respuesta, así como la sincronía de los efectos entre países. La actual situación guarda escasa relación con cualquiera de estos períodos, tanto porque su origen no es económico, su efecto tiene una sincronía nunca antes vista entre economías, y el marco de políticas públicas tiene una capacidad de respuesta mayor que en el pasado. Aun así, el costo para el país de la actual crisis será elevado, y algunos sectores requerirán adecuaciones significativas ante cambios más duraderos en sus condiciones y modos de operación. En respuesta al cambio de escenario, el Consejo ha profundizado su impulso monetario, comprometiéndose a mantenerlo por un largo período de tiempo e incrementarlo si ello es necesario para el logro de los objetivos de control inflacionario y mantención de la estabilidad financiera.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

REUNIÓN DE MARZO

Para el IPoM de marzo, el escenario macroeconómico había empeorado drásticamente, debido a la propagación del Covid-19 y las medidas adoptadas para contenerlo a nivel global. Así, el escenario base contemplaba una contracción de la economía chilena, que reflejaba tanto la caída de la actividad local derivada de los efectos directos de la pandemia, como el menor impulso externo. Las perspectivas eran de una recesión mundial este año, que reduciría sustantivamente la demanda externa y los precios de las materias primas, además de un fuerte deterioro de las condiciones financieras —el más significativo desde la crisis del 2008-2009. El aumento global de la percepción de riesgo y los grandes ajustes de los precios de activos, que incluían el desplome de las bolsas y el alza de los premios por riesgo, limitaban el acceso al financiamiento de gobiernos y empresas. En este contexto, las autoridades fiscales y monetarias alrededor del mundo habían implementado cuantiosos paquetes de estímulo.

Se estimaba que, al igual que en otras economías, en Chile las medidas de aislamiento social tendrían un efecto importante en la actividad y la demanda, que se vería exacerbado por el deterioro de las expectativas y sus consecuencias sobre las decisiones de consumo e inversión. Ello, en un contexto del débil punto de partida que causaba la crisis social. Así, el escenario base incorporaba una contracción del PIB de entre 1,5 y 2,5% para este año, una caída de la inversión del orden de 8% y del consumo cercana a 2% anual.

El escenario base contemplaba una caída de la actividad desde la segunda quincena de marzo, que se extendería hacia el segundo trimestre. A partir del tercero, incluía un proceso de recuperación de la economía, en la medida en que las restricciones se fueran levantando. Si bien se estimaba que ese repunte no evitaría una contracción anual en ese período, llevaría a un rebote relevante del crecimiento en el cuarto trimestre del 2020 y a lo largo del 2021. Estas proyecciones también consideraban que los grandes proyectos de inversión retomarían su desarrollo normal desde el tercer trimestre de este año, y que el encauzamiento institucional de la crisis social reduciría la incertidumbre y evitaría nuevos episodios de violencia. Se añadía que los estímulos anunciados por el Gobierno

y la expansividad de la política monetaria, junto con las medidas adoptadas por el Banco para asegurar su transmisión y el normal funcionamiento de los mercados crediticios, ayudarían a contener los efectos negativos de la crisis sanitaria en los ámbitos económico y financiero. No obstante, estas proyecciones estaban sujetas a una incertidumbre incluso mayor que en el IPoM de diciembre. Particularmente relevante era la dificultad de estimar cómo evolucionaría la pandemia en Chile y el mundo, y cómo deberían ajustarse las medidas de control sanitario para evitar la pérdida de vidas humanas.

Las presiones inflacionarias de mediano plazo se habían reducido de forma sustantiva, dado el drástico empeoramiento del escenario económico. Ello, junto con la importante caída del precio del petróleo y de otros combustibles, prevalecía por sobre las presiones de costos ligadas a la depreciación del peso. Así, en el escenario base, la inflación total mostraría una trayectoria descendente, llegando a 3% el último trimestre del 2020. La medida subyacente fluctuaría en torno a 3% durante gran parte del horizonte de proyección.

En este contexto, todos los Consejeros coincidieron en que la evaluación del panorama macroeconómico, y sus implicancias para la inflación, no admitían dudas sobre la necesidad de aumentar el estímulo monetario. Así, convinieron en que lo más apropiado era llevar la TPM a su mínimo técnico de 0,5% y entregar una clara señal de que esta expansividad se mantendría por un período prolongado. Además, concordaron en la importancia de las medidas no convencionales para preservar el correcto funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria, y en la necesidad de reforzar la coordinación con el resto de las autoridades económicas. Por esto, también ampliaron el programa de compra de bonos bancarios hasta un límite de US\$8 mil millones.

REUNIÓN DE MAYO

Para esa Reunión, el escenario macroeconómico había empeorado más que lo previsto en el IPoM de marzo. En el plano externo, las proyecciones de organismos públicos y privados anticipaban una recesión mundial más profunda. Esto, por cifras que confirmaban



contracciones generalizadas de las principales economías en el primer trimestre, en varios casos más agudas que lo esperado, y datos parciales del segundo trimestre que sugerían un panorama todavía débil. Todo ello, en medio de perspectivas que apuntaban a una extensión de los confinamientos. Además, resaltaba el alza significativa del desempleo en diversos países. Para enfrentar este escenario, los bancos centrales y los gobiernos habían seguido fortaleciendo sus planes de estímulo. Estas medidas también habían ayudado a contener el deterioro que las condiciones financieras internacionales habían tenido en marzo, aunque persistía una alta incertidumbre en lo sanitario y en lo económico.

En lo interno, la caída del Imacec de marzo había ratificado el comienzo del proceso de contracción económica causado por la emergencia sanitaria. Los datos cuantitativos y cualitativos apuntaban a un importante deterioro del mercado laboral. Las expectativas de los agentes habían empeorado drásticamente. Indicadores de inversión también refrendaban una significativa reducción de la misma. En marzo, la inflación anual había bajado a 3,7% y la medida subyacente se había mantenido en torno a 2,5%. Aunque las expectativas de inflación a un año habían disminuido, a dos años continuaban en torno a 3,0%. El mercado financiero local, al igual que a nivel mundial, había mostrado un desempeño más favorable.

Lo que más resaltaba era la alta incertidumbre acerca de cómo sería la velocidad de recuperación en la segunda parte del año, a nivel tanto local como mundial. No solo la evolución de la pandemia era relevante, sino también el hecho de que en varios sectores se veía compleja la vuelta hacia los niveles de actividad previos, tanto por los confinamientos obligatorios como por los voluntarios, lo que retrasaría el repunte de la economía más allá de lo estimado. Ello planteaba desafíos para la convergencia de la inflación a la meta.

Adicionalmente, como se había señalado en marzo, el otorgamiento de créditos a empresas era fundamental para evitar un daño permanente en la economía. Sin embargo, los datos disponibles al momento de la Reunión no eran concluyentes. Por un lado, destacaba

el alza de los préstamos comerciales desde mediados de marzo y el alto nivel de uso de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). Por otro lado, persistían dudas sobre si este ascenso era coherente con el aumento significativo de los requerimientos de caja del sector corporativo ante la caída de las ventas. Ello, en especial para firmas de menor tamaño, las que según información preliminar mostraban una tasa de crecimiento de colocaciones menor que la de las grandes empresas. Particularmente relevante era revisar el impacto que tendrían las líneas de crédito Covid con garantías estatales, que favorecerían la entrega de crédito a empresas de menor tamaño y que al momento de la Reunión recién habían entrado en operación. Por su parte, las emisiones de bonos externos e internos habían disminuido sustantivamente a partir de marzo. Reactivar este mercado era vital para entregar recursos a las grandes empresas, pero también para dejar espacio a las firmas más pequeñas en el mercado de crédito bancario.

En este escenario, todos los Consejeros coincidieron en que no había otra opción que mantener la TPM en 0,5% y reforzar el mensaje de que permanecería allí por un período prolongado. Concordaron en que la evolución del panorama macroeconómico mostraba que algunos de los riesgos planteados en el IPoM de marzo se habían ido materializando y otros eran ahora más probables, lo que imponía desafíos adicionales para las políticas públicas y las instituciones responsables de su aplicación.

En este contexto, el Consejo decidió por unanimidad mantener la TPM en 0,5%. Todos los Consejeros concordaron en que el escenario macroeconómico podría requerir un mayor impulso monetario. Con la TPM en su mínimo técnico y el compromiso de mantenerla ahí por un período prolongado, los esfuerzos adicionales deberían focalizarse en un uso más amplio y sistemático de las políticas no convencionales.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años y describe el escenario externo considerado más probable, así como los principales riesgos.

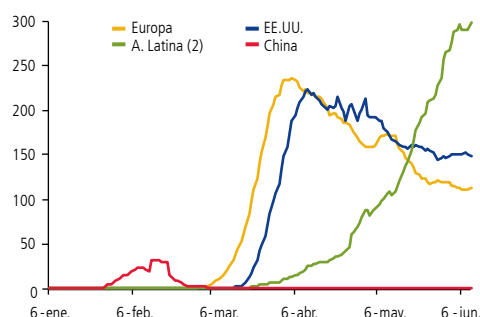
La evolución del escenario económico internacional sigue condicionada por el desarrollo de la pandemia del Covid-19. Por un lado, su impacto efectivo ha sido más profundo que lo previsto en marzo. La estrictez y duración de las cuarentenas impuestas en diversos países, lo mismo que las medidas de aislamiento social adoptadas por la población, han llevado a drásticas caídas de la actividad de gran parte de los sectores económicos. Por otro lado, la extensión de los confinamientos y la propia precaución de los individuos repercutirán en una recuperación más lenta de la economía global hacia adelante.

Desde fines de enero a la fecha, la enfermedad ha ido propagándose rápidamente alrededor del mundo (gráfico I.1). Tras la aparición del virus en China, el epicentro de los contagios se trasladó durante marzo y abril a Europa y Norteamérica, Estados Unidos en particular, y a partir de mayo se ubica en Sudamérica. Esto ha tenido un correlato evidente en la temporalidad de las medidas de control sanitario —obligatorias y voluntarias— aplicadas en los distintos países, lo que explica que mientras algunos asiáticos ya han ido retomando gradualmente la movilidad de su población a lo largo del segundo trimestre, Europa muestra un aumento reciente y América Latina está en su fase de mayor confinamiento. En este contexto, la incertidumbre global persiste en niveles muy elevados (gráfico I.2).

La economía mundial tuvo una brusca caída en el primer trimestre, que se ha exacerbado en el segundo cuarto, en coherencia con la mencionada evolución de la pandemia y los confinamientos. Destaca el peor desempeño del consumo privado, que en años anteriores había mantenido un comportamiento más estable (gráfico I.3). El retroceso de este componente del gasto ha estado liderado por las partidas de bienes no durables y de servicios no esenciales. Ello es congruente con la pérdida de puestos de trabajo en varias economías, con el consiguiente incremento de sus tasas de desocupación y de las solicitudes de beneficios por este concepto, en un entorno en que la inactividad ha crecido fuertemente (gráfico I.4). Estos fenómenos han ocurrido con distinta intensidad entre países. En EE.UU. se ha apreciado un alza sustantiva del desempleo, desde cifras en torno a 3,5% a comienzos de año hasta 13,3% en mayo. En todo caso, este registro significó una baja luego del máximo

GRÁFICO I.1

Casos nuevos semanales confirmados de Covid-19 (1)
(en miles)



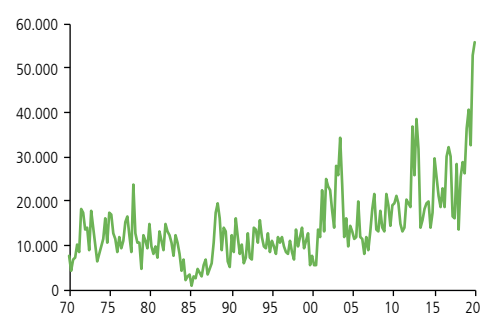
(1) Para cada fecha corresponde al cambio de los casos confirmados en los siete días anteriores.

(2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y México.

Fuente: European Centre for Disease Prevention and Control (ECDC).

GRÁFICO I.2

Índice de incertidumbre mundial (*)
(índice promedio ponderado por el PIB de cada país)

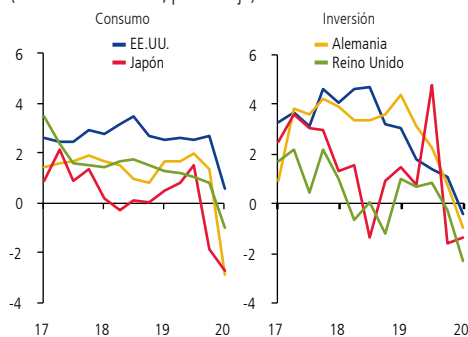


(*) El índice se calcula contando la frecuencia de la palabra "incierto" (o la variante) en los reportes por país de la Unidad de Inteligencia de The Economist. Luego, este se normaliza por el número total de palabras y se reescala multiplicando por 1.000. Un número más alto significa mayor incertidumbre y viceversa.

Fuente: Ahir, H., N. Bloom, y D. Furceri (2018).

GRÁFICO I.3

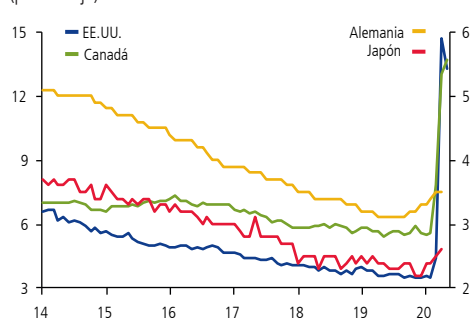
Componentes del gasto en economías desarrolladas (variación real anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4

Tasa de desempleo en economías desarrolladas (porcentaje)

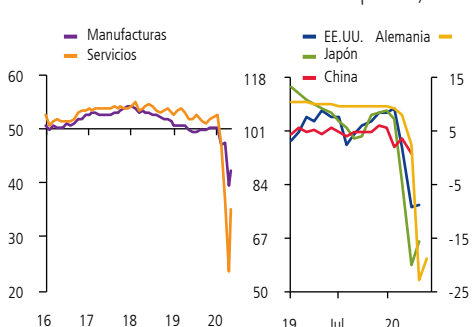


Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.5

PMI global (1)
(índice desestacionalizado)

Confianza de consumidores (2)
(índice 2019-2020=100; balance de respuestas)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Para EE.UU. corresponde al índice de la Universidad de Michigan, para China el de su Oficina Nacional de Estadísticas, para Japón el de la Oficina del Gabinete y para Alemania el del grupo GfK.

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan.

consignado en abril, que sorprendió positivamente al mercado al mostrar un inesperado aumento en la creación de empleos. La inversión y el comercio exterior continuaron perdiendo impulso. El último Barómetro de Comercio de Mercancías de la Organización Mundial de Comercio anticipa que este tendrá un marcado descenso durante el primer semestre, en línea con una proyección previa del organismo que apunta a una caída de hasta 32% durante este año.

Las expectativas de los agentes también han disminuido con fuerza desde inicios de año, reflejo de la magnitud del impacto inicial de la pandemia y de la incertidumbre de sus consecuencias futuras. Las perspectivas de empresas (PMI) se sitúan, en su mayoría, en terreno contractivo. Las de servicios son las que más han retrocedido, en concordancia con el mayor deterioro relativo de estos sectores respecto de los manufactureros. Asimismo, distintas medidas de la confianza de los consumidores muestran una baja sustancial (gráfico I.5). En todo caso, acorde con la reducción de los contagios y el relajamiento de las restricciones de movilidad, los índices de expectativas dejaron de caer o exhiben cierto incremento en varias economías. Resalta el rebote de los PMI en China, superando lo previsto, hasta algo por encima del pivote de expansión. Esta nación también lidera la mejora de otros indicadores de corto plazo, como el de producción industrial, que volvió a crecer en términos anuales tras contraerse en el primer trimestre del año (-7,3% en promedio entre enero y marzo).

Los mercados financieros globales han revertido el marcado deterioro exhibido al inicio de la pandemia, ayudados por los estímulos monetarios y financieros implementados en el mundo. Estos siguen altamente sensibles a noticias en una u otra dirección. Así, con vaivenes, gran parte de las variables financieras mejoró comparado con la segunda quincena de marzo, cuando los mercados vivieron su momento de mayor tensión en décadas. Respecto de ese lapso, en general, las bolsas subieron. Estas alzas han tenido especial énfasis en EE.UU., llegando a recuperar el grueso de las pérdidas, avances que se dan pese a la ola de protestas sociales que han surgido en ese país. En tanto, los índices de volatilidad y los *spreads* se redujeron, mientras una porción relevante de monedas se apreció frente al dólar (gráficos I.6, I.7 y II.10). El éxodo de capitales del bloque emergente se ha tendido a devolver en las últimas semanas, con incipientes entradas a una parte de este en el margen. Las tasas de interés de largo plazo anotaron nuevas bajas, respaldadas por los cuantiosos programas de compras de bonos aplicados, y permanecen acotadas en perspectiva histórica. De todas formas, los niveles del grueso de estos indicadores siguen apuntando a que las condiciones financieras internacionales son menos favorables que antes de la pandemia.

Las autoridades monetarias han continuado proveyendo de un elevado impulso, reduciendo las tasas de referencia —a mínimos técnicos en muchas economías— y extendiendo sus herramientas no convencionales, que, como se señaló en marzo, en varios casos corresponden a iniciativas de apoyo directo a las firmas (gráficos I.8 y I.9). En el mundo desarrollado, entre otras medidas, la Fed dispuso facilidades adicionales para empresas, municipios y estados con respaldo del Tesoro. También ha dado inicio a la compra de deuda

corporativa en el mercado secundario y se espera que en los próximos días lo haga en el primario. En conjunto, todo esto podría agregar el equivalente a cerca de 20% del PIB al crédito. El Banco Central Europeo (BCE) amplió su programa de compras de emergencia para la pandemia (PEPP), por montos superiores a los que esperaba el mercado, con lo cual asciende a €1,35 billones. El plan, además, fue prolongado hasta junio del 2021. Esto se sumó a ajustes previos como la baja de los requerimientos bancarios y nuevas operaciones de financiación de emergencia por la pandemia (PELTRO). En el mundo emergente, China siguió reduciendo los costos de fondeo para los bancos, a la vez que introdujo más instrumentos para dar respaldo a los préstamos a Pymes. En América Latina, resaltan variadas acciones, como el refuerzo de operaciones repo, y el financiamiento a instituciones bancarias garantizado con deuda corporativa o usando sus carteras de créditos como colateral.

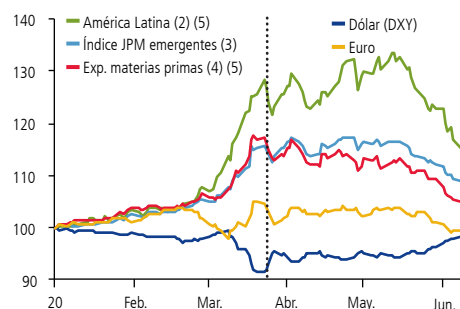
El sector fiscal también ha mantenido un rol activo. Hasta mediados de mayo, los recursos destinados para enfrentar la pandemia totalizaban alrededor de US\$9 billones a nivel global, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2020). En muchos países, las iniciativas continúan centradas en proteger a los trabajadores y rubros más afectados con la contingencia actual. Estas incluyen las garantías a la deuda privada ya mencionadas, en coordinación con los respectivos bancos centrales, así como paquetes de gasto, subsidios o recortes impositivos. En lo más reciente, han ido surgiendo nuevas propuestas, entre las que destacan un proyecto por cerca de US\$3 billones en EE.UU., que sumaría una ronda adicional de pagos directos a individuos, y un plan por €750 mil millones financiado por los gobiernos de la Unión Europea, que tendría como principales beneficiarios a España e Italia. En Alemania, en particular, igualmente hubo nuevos anuncios, con lo cual los estímulos gubernamentales desde el inicio de la pandemia completan poco más de €1,3 billones (en torno a 40% del PIB del país).

Una revisión parcial del impacto de los ajustes de política macroeconómica muestra una aceleración del crecimiento del crédito bancario en el mundo desarrollado, en particular en el segmento comercial (gráfico II.8), al contrario de lo que habitualmente ocurre en episodios de recesión. En todo caso, algunos datos dan cuenta de que este estaría fluyendo especialmente a grandes empresas, lo que motivó acciones más focalizadas en el financiamiento a firmas de menor tamaño en economías como el Reino Unido —que incluye un programa de préstamos con respaldo 100% estatal— o EE.UU. Esto se opone a lo que se aprecia en las carteras de consumo, cuyos volúmenes de colocaciones han caído drásticamente.

Si bien permanecen bajo sus valores de comienzos de año, el precio de la mayoría de las materias primas repuntó respecto del IPOm de marzo (gráfico I.10). En esto confluyen factores de oferta, ligados al efecto de las medidas sanitarias y recortes unilaterales de la producción, y de demanda, por el aumento de la actividad en Asia y la incipiente reapertura en Europa. En el cobre, los anuncios de disminución de las proyecciones de producción por parte de firmas mineras han dado sustento a su precio. En los días previos a la publicación del IPOm, el valor de este metal era algo superior a US\$2,6 la

GRÁFICO I.6

Evolución de paridades seleccionadas en 2020 (1)
(índice 1 de enero 2020=100)

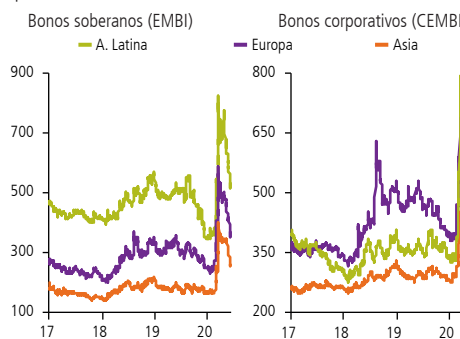


(1) Aumento (baja) indica depreciación (apreciación). Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOm de marzo. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Índice JP Morgan compuesto por Singapur, India, China, Chile, México, Brasil, Sudáfrica, Hungría, Rusia y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2019.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO I.7

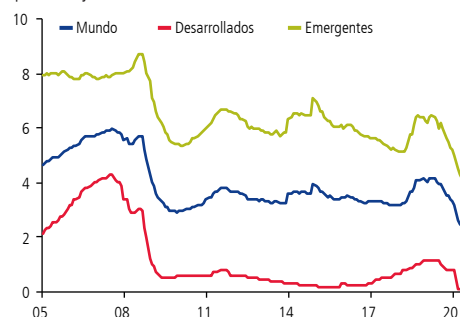
Premios por riesgo en mercados emergentes
(puntos base)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.8

Tasa de política monetaria global (*)
(porcentaje)

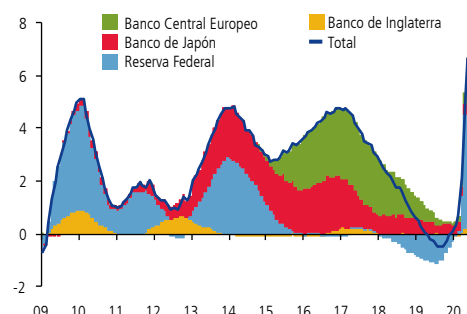


(*) Tasas ponderadas por PIB a PPP de cada país.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO I.9

Compras mensuales de activos de los principales bancos centrales (*)
(porcentaje del PIB)

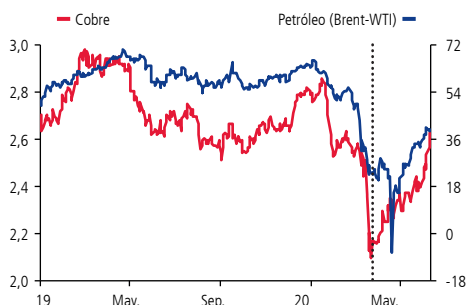


(*) Promedio móvil de 12 meses, flujo mensual anualizado.

Fuentes: Banco Central Europeo, Reserva Federal, Banco de Inglaterra y Banco de Japón.

GRÁFICO I.10

Precios de materias primas (*)
(dólares la libra; dólares el barril)

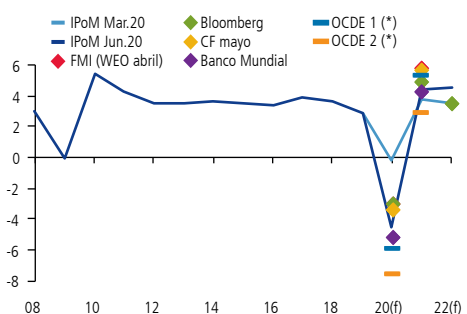


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.11

Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)



(*) Corresponden a los dos escenarios base de proyección publicados por la OCDE, catalogados por la organización como igualmente posibles. (f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, Banco Mundial, Bloomberg, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

libra, su mejor registro desde finales de enero, acumulando un alza del orden de 10% comparando el cierre estadístico actual con el anterior. Aunque marcado por una alta volatilidad, que incluso lo puso transitoriamente en valores negativos, el precio del petróleo (promedio WTI-Brent) suma un incremento de 45% en ese mismo lapso, hasta alrededor de US\$40 el barril. La OPEP ampliada decidió reducir el suministro global con el fin de apuntalar el valor del crudo, si bien este acuerdo y recientes anuncios saudíes han decepcionado al mercado. Por su lado, el precio internacional de los alimentos ha tendido a descender en meses recientes. En mayo, el índice FAO tuvo su cuarta caída mensual consecutiva, relacionada con el efecto de la pandemia en la demanda mundial de estos productos.

Proyecciones y riesgos del escenario externo

Las perspectivas económicas se corrigen de manera importante respecto de marzo, contemplándose una trayectoria de la actividad global para el período 2020-2022 por debajo de lo considerado en esa oportunidad. Detrás del ajuste está una caída de la economía mundial en la primera mitad del año mucho más profunda que lo previsto, así como una recuperación que se avizora más lenta, fruto principalmente de la extensión de los confinamientos.

En lo inmediato, es especialmente relevante ver el resultado del relajo de las medidas de control sanitario que se está aplicando en Europa y EE.UU. Al cierre de este IPoM, se habían anunciado o comenzado a levantar las restricciones de funcionamiento en algunas áreas del comercio y los servicios. A su vez, los indicadores de movilidad de sus ciudadanos mostraban un incipiente aumento, acorde con el fin de las cuarentenas. En este entorno, y sin el desarrollo de una vacuna o inmunidad colectiva, hay alta incertidumbre sobre el comportamiento de los contagios en semanas venideras (Recuadro I.1).

En esta ocasión, la elevada incertidumbre que subyace al escenario de proyección de la actividad local también se aplica al escenario externo. El escenario central contempla un repunte lento de la economía global, donde las tasas de infectados no tienen alzas significativas, pero basado en el supuesto de que las prácticas de distanciamiento regirán por largo tiempo, afectando en especial a las actividades que implican un contacto más directo entre las personas. En este escenario, se prevé que la contracción del PIB mundial será de 4,5% este año, igual magnitud en la que rondará la expansión que se espera para los dos siguientes (gráfico I.11 y tabla I.1). En cuanto a las materias primas, el precio del cobre y del petróleo (Brent-WTI) promediarán cerca de US\$2,65 la libra y de US\$43 el barril para el período 2020-2022, respectivamente.

En concordancia con lo que se describe en el Resumen y Capítulo V de este IPoM, para el ámbito externo también pueden plantearse escenarios de sensibilidad que incorporan distintas evoluciones en el control de la pandemia. Por un lado, se puede suponer un repunte de la actividad mundial que se da con relativa rapidez, asumiendo que la reapertura de las economías

no causará un aumento de los contagios y que las medidas de aislamiento social se irán reduciendo rápidamente. En una situación como esta es posible que el retorno al nivel de actividad económica anterior a la pandemia se acelere más que lo previsto. Por otro lado, se puede considerar un escenario en que se da un rebrote que obliga a decretar nuevas cuarentenas, afectando el desempeño de la economía. Ello también podría intensificar las conductas de distanciamiento social adoptadas por la población y los cambios estructurales que se deriven de estas. La concreción de uno u otro tendría efectos importantes en el crecimiento global, la recuperación prevista para el período 2021-2022 y el impulso externo que recibirá la economía chilena.

Un aspecto relevante para la concreción del escenario central o sus alternativas es el cambio en los patrones de gasto de los agentes, con ejemplos como el efecto en los servicios de una reducción más persistente de los viajes de negocios, o en la ocupación de oficinas dado el auge del teletrabajo. Si bien esto llevaría a una reasignación de recursos entre sectores, los procesos no son inmediatos ni rápidos, por las propias especificidades del capital y del trabajo. Así, no se descarta que en un escenario en que la pandemia ocasione cambios más permanentes en ciertas áreas de la economía, ocurra un ajuste más lento que podría generar un perjuicio más prolongado en el empleo o en los ingresos de personas y empresas (Recuadro V.1).

La incertidumbre en torno a la evolución del panorama externo también se refleja en las proyecciones de otros actores. El factor común a todos es que han ido tornándose más negativas con el correr de las semanas, pero dan cuenta de una significativa dispersión. Para este año, los pronósticos más recientes de las principales contrapartes y organismos multilaterales van desde una caída del orden de 3% hasta el descenso de 7,6% propuesto por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en su escenario más negativo. Esta, así como el FMI y el Banco Mundial, han recalcado que será la peor recesión mundial en casi cien años. Para el 2021, el grueso de las expectativas oscila entre alrededor de 3 y 5,5% acorde con las mismas fuentes.

En todo caso, en cualquiera de los escenarios descritos la amenaza sobre la liquidez, solvencia y sostenibilidad de hogares, empresas e instituciones financieras continúa latente. Ello, en especial si se producen rebrotes del virus o los daños de mediano plazo son mayores, lo que vendría a acentuar el fuerte debilitamiento que ya exhibe la actividad. En ese tipo de contextos, y como advierte la alta volatilidad de los días previos a la publicación de este IPoM, tampoco es posible descartar una corrección abrupta de los mercados que agrave la situación económica, en un entorno en que las autoridades ya han puesto en marcha significativos estímulos monetarios y fiscales. En este último ámbito, es importante subrayar que el mayor impulso llevará a abultados déficits en el grueso de los países, que en ciertos casos podría conducir a un deterioro estructural de la posición fiscal difícil de subsanar. Ello endurecería aun más las condiciones de acceso al crédito global para aquellos más vulnerables como, por ejemplo, varias economías latinoamericanas, que

TABLA I.1

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 00-07	Prom. 10-18	2019 (e)	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
Mundo a PPC	4,5	3,9	2,8	-4,5	4,4	4,5
Mundo a TC de mercado	3,3	3,1	2,5	-5,2	4,1	4,3
Socios comerciales	3,7	3,9	2,9	-3,6	4,2	4,5
Estados Unidos	2,7	2,3	2,3	-6,4	2,5	4,8
Eurozona	2,2	1,4	1,2	-8,7	4,4	4,1
Japón	1,5	1,4	0,7	-4,7	1,1	1,7
China	10,6	7,9	6,1	0,6	7,3	6,3
India	7,1	7,4	4,2	-2,4	5,5	5,8
Resto de Asia	5,3	4,6	3,4	-2,0	4,0	3,5
América Latina (excl. Chile)	3,4	2,0	-0,7	-8,3	1,5	2,9
Exp. de prod. básicos	3,1	2,4	1,7	-6,3	3,9	4,2

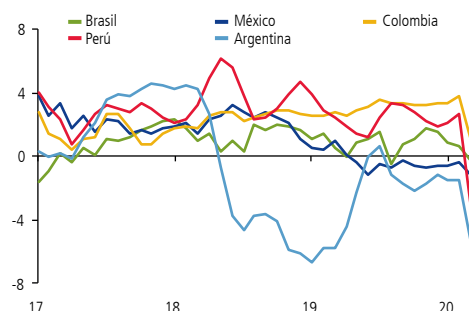
(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(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.

GRÁFICO I.12

América Latina: actividad mensual (*)
(variación anual, porcentaje)

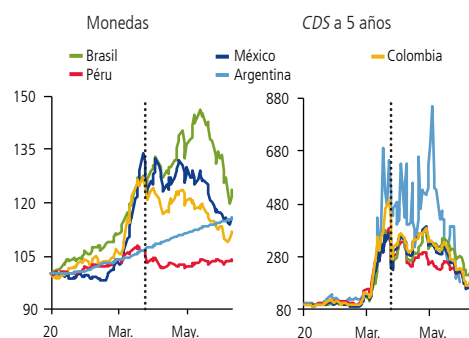


(*) Promedios móviles de tres meses.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.13

Mercados financieros en América Latina (*)
(índice 1 de enero 2020=100)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2020.

Fuente: Bloomberg.

arrastran magros desempeños desde antes de la pandemia (gráfico I.12). Países como México y Argentina profundizaron sus recesiones en el primer trimestre, en un contexto en el que la región enfrenta una serie de dudas en torno al manejo de la emergencia sanitaria, la vigencia de tensiones sociopolíticas, el efecto de la caída de los precios de las materias primas y espacios de política económica limitados. La acumulación de déficits fiscales ha gatillado un incremento de la deuda pública bruta de los gobiernos centrales. En el 2019, esta promedió cerca de 45% del PIB en el bloque, con cifras dispares entre sus miembros, 15 puntos porcentuales más que su mínimo en el 2011 (CEPAL, 2020). Por otro lado, América Latina es una de las que exhibe los mayores deterioros en el plano financiero en lo que va del año, con Brasil entre los más afectados (gráfico I.13).

Otro riesgo es el de una escalada de las tensiones comerciales. En las últimas semanas han surgido amenazas cruzadas entre China y varias economías, en torno a las responsabilidades en el origen de la pandemia. Con EE.UU., las fricciones ya se han plasmado en ciertas medidas, en particular en las áreas agrícola y tecnológica. Su disputa con China también se ha agudizado debido a diferencias acerca de la autonomía de Hong Kong. A ello se suma el riesgo asociado a la reciente ola de protestas sociales en algunos países, en lo principal EE.UU., por su potencial impacto en lo económico.

RECUADRO I.1

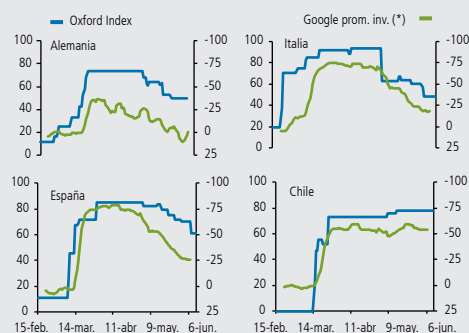
PERSPECTIVAS PARA EL COVID-19 EN EL MUNDO

Introducción

Las intervenciones no farmacológicas (INF), como las medidas de distanciamiento social y las restricciones a la movilidad de personas, han sido ampliamente utilizadas para hacer frente a la epidemia del Covid-19. Este Recuadro resume la evidencia en el mundo respecto del impacto económico que tienen las INF, y esboza escenarios posibles para la evolución del virus y la actividad económica de acuerdo con la trayectoria futura de las INF.

GRÁFICO I.14

Intensidad de las intervenciones no farmacológicas (*) (porcentaje)



(*) Promedio móvil de siete días de los índices de movilidad de Google. Excluye residencial.

Fuentes: Google y Universidad de Oxford.

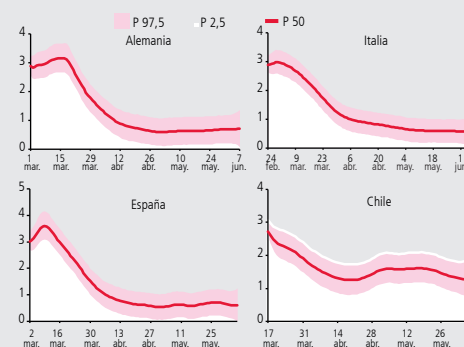
La incertidumbre acerca de los impactos económicos de la pandemia es en extremo elevada, algo que se refleja en el aumento del rango de proyección en el escenario central de este IPoM. Puede darse un escenario donde el retiro parcial de las INF permite un grado de control de la epidemia que posibilita cierto repunte de la actividad económica mundial. No obstante, también existe un escenario donde sea necesario mantener las INF en niveles elevados por más tiempo, con un efecto negativo en la actividad e ingresos de hogares y empresas. Tampoco es descartable que la actividad económica se recupere más rápido si, ante el progresivo abandono de las INF, la expansión del Covid-19 no se incrementa. Lo anterior indica que monitorear la evolución de la dinámica del

Covid-19, en la medida que los países van modificando las INF, es de vital importancia no solo para aprender de ejemplos exitosos, sino que también para proyectar la trayectoria del crecimiento mundial en los próximos años.

Las INF adoptadas por las autoridades apuntan a reducir la interacción física entre las personas para así disminuir el número de contagios. El índice de confinamiento (IC) calculado por Universidad de Oxford permite cuantificar la intensidad de las INF y estudiar su evolución en el tiempo para un conjunto amplio de países^{1/}. Complementariamente, se pueden usar los datos que permiten medir cambios en el movimiento de las personas, siendo el índice de movilidad de Google (IMG) uno de los más conocidos. Tanto el IC como el IMG dan cuenta que las interacciones sociales se redujeron desde marzo, lo que se ha comenzado a revertir en varios casos (gráfico I.14).

GRÁFICO I.15

Tasa de reproducción (Rt) efectiva del Covid-19



Fuente: Arroyo et al. (2020).

^{1/} Los datos actualizados y la metodología de construcción del índice de confinamiento de Oxford se encuentra en: <https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/coronavirus-government-response-tracker>

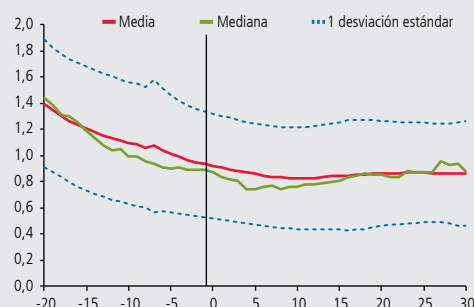
Por su parte, la evolución de la tasa de reproducción efectiva (R_t) del virus ha decrecido en varios países (gráfico I.15)^{2/}. Chile se desacopló de esta tendencia hacia fines de abril, lo que implicó el establecimiento de nuevas INF, en particular cuarentenas sanitarias más extensas. Esto es un elemento central de la explicación del empeoramiento de las perspectivas de crecimiento para este año.

El consenso de los expertos indica que las INF han contribuido a aminorar la tasa de expansión del Covid-19, pues han logrado disminuir las interacciones sociales, y con ello, el número de contagios. Estas conclusiones se obtienen al estudiar cómo varía el avance del virus —medido por la R_t , el número de casos o de fallecimientos— ante cambios del IC o del IMG. Los mismos resultados se obtienen de estudios basados en modelos de simulación que intentan replicar la dinámica de la infección observada en los datos, así como de otros que utilizan análisis econométricos y estadísticos^{3/}. Dado el breve tiempo transcurrido desde la aparición de la pandemia en el mundo, estos estudios se han efectuado cuando las INF se estaban haciendo más estrictas y la movilidad se reducía.

¿Cómo evolucionará el virus en cuanto se vayan reduciendo las restricciones a las interacciones sociales y la movilidad de las personas se incremente? Si bien el repunte de esta última es un fenómeno reciente, la experiencia de otros países puede servir para analizar esta pregunta. De hecho, en países que han aumentado su movilidad, transcurridos 30 días, en promedio el parámetro R_t se ha mantenido estable y en torno a 1,0 en la muestra considerada^{4/} (gráfico I.16).

GRÁFICO I.16

Tasa de reproducción (R_t) efectiva luego de aumentos de movilidad



Fuente: Banco Central de Chile.

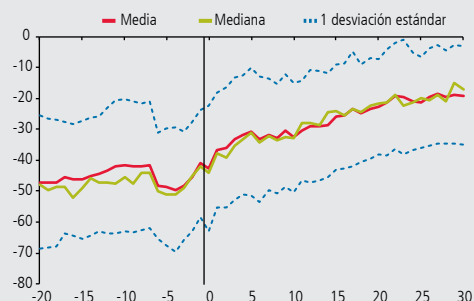
Es importante hacer varias consideraciones al interpretar los resultados de este estudio de eventos. En primer lugar, la movilidad en estos países se ha recuperado solo parcialmente (gráfico I.17), por lo que es incierto si la R_t se mantendrá estable cuando el IMG llegue a valores similares a los observados antes del inicio de la pandemia. Por otra parte, pese a que el IMG muestra mayor movilidad, el IC se mantiene en niveles elevados (gráfico I.18), especialmente las medidas que limitan el contacto entre personas, como, por ejemplo, reuniones de grupos de más de 10 personas y el funcionamiento de escuelas. Finalmente, es posible que otros factores no incluidos en este estudio de eventos influyan en la dinámica de la R_t cuando varía la movilidad. Entre ellos, la observancia a las normas de higiene, la capacidad de identificar y aislar a los nuevos contagios, y el cumplimiento de las medidas de distanciamiento social.

^{2/} La tasa de reproducción efectiva (R_t) corresponde al número de nuevos contagios que genera cada persona infectada. Las estimaciones utilizadas en este Recuadro corresponden a las de Arroyo *et al.* (2020).

^{3/} Un ejemplo de los trabajos basados en modelos de simulación epidemiológicos es Flaxman *et al.* (2020). Por su parte, Hsiang *et al.* (2020) estudian el fenómeno ocupando métodos econométricos.

^{4/} El inicio del evento se define como el primer día de una racha de cinco días consecutivos en los que el IMG sube al menos 5 puntos porcentuales respecto del valor observado la semana previa. Tras esa fecha de inicio, debe haber al menos 30 días de datos para ser incluido en la muestra. Esto selecciona un total de 47 países. Los valores de R_t utilizados son los calculados por Arroyo *et al.* (2020).

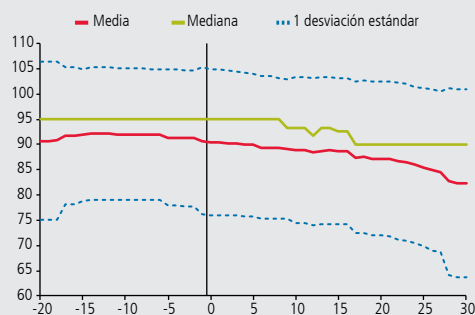
GRÁFICO I.17
Incrementos de movilidad
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a datos de Google Mobility.

La pandemia del Covid-19 es un evento como muy pocos en los últimos dos siglos y cuya evolución futura es altamente incierta. Esta dependerá de las características biológicas del virus, las medidas que adopten las autoridades y el cambio del comportamiento de las personas. La evidencia presentada en este Recuadro muestra que en algunos países la movilidad se ha recuperado sin que, hasta ahora, haya aumentado la tasa de reproducción del virus. El monitoreo de esta dinámica en los trimestres siguientes será un factor relevante para proyectar el escenario de actividad mundial de los próximos dos años.

GRÁFICO I.18
Evolución del índice de confinamiento luego de incrementos en la movilidad (*)
(porcentaje)



(*) Índice de confinamiento recalculado en base a las siguientes restricciones: cierres de escuelas, cancelación de eventos públicos, restricciones al tamaño de reuniones, prohibiciones de viajes internacionales e intensidad en las campañas de información pública. Fuente: Banco Central de Chile.

II. CONDICIONES FINANCIERAS

Este capítulo revisa la evolución de las condiciones financieras locales y externas.

Los efectos de la pandemia han superado lo previsto en marzo, aumentando los daños que ha provocado en diversos ámbitos, con repercusiones significativas sobre la liquidez de hogares y empresas. El Banco tempranamente implementó diversas medidas para hacer frente a esta situación y aumentar la provisión de crédito a las empresas, entre las que destaca la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). Estas medidas se han ido complementando con las adoptadas por el Ministerio de Hacienda y la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), con lo que, al contrario de lo que habitualmente ha ocurrido en momentos de recesión, el stock de crédito comercial ha ido aumentando desde marzo a la fecha. Sin embargo, la prolongación de la crisis sanitaria ha ido más allá de lo que se estimó en el IPoM anterior, y de la mano de ello, las necesidades de financiamiento de las empresas han subido. Así, en su Reunión de junio, el Consejo decidió expandir las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito con el establecimiento de la segunda etapa de la FCIC y de un programa especial de compra de activos. Ambas medidas involucran montos adicionales de hasta 10% del PIB.

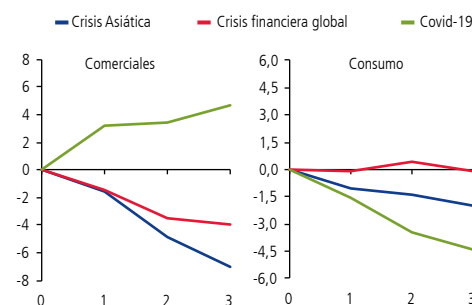
Evolución del crédito bancario

El crecimiento anual de las colocaciones comerciales ha aumentado en los últimos meses —desde 6,5% en febrero a 11% en mayo, en términos reales—, lo que contrasta con lo que regularmente se observa en períodos de fuerte contracción de la actividad económica. Las colocaciones de consumo, en cambio, continúan la tendencia decreciente que registraban desde octubre del año pasado (gráfico II.1). El crecimiento anual de las colocaciones de vivienda se mantiene algo por sobre 8%. Por su parte, desde el IPoM de marzo, las tasas de interés de las colocaciones han disminuido en el segmento comercial, mientras que en el de vivienda y consumo han aumentado, aunque en este último de manera más acotada.

El incremento del crédito comercial se ha dado en un contexto en el que el Banco y otras autoridades han adoptado diversas medidas para facilitar su expansión. En su Reunión especial del 16 de marzo, el Consejo anunció, entre varias otras medidas, la creación de la FCIC, que es una línea financiera especial para las empresas bancarias, con recursos e incentivos para que continúen financiando y refinanciando créditos a hogares y empresas, en especial aquellos

GRÁFICO II.1

Colocaciones comerciales y de consumo en episodios de recesión (1) (2)
(diferencia respecto a variación anual del período 0, porcentaje)



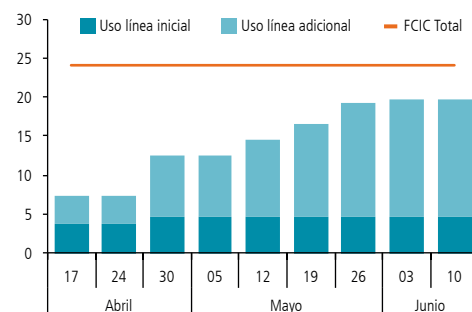
(1) Eje horizontal indica meses. Período 1 es el primer mes con Imacec negativo.

(2) Datos reales contruados con empalme del IPC base anual 2018.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRÁFICO II.2

Línea adicional FCIC disponible y su uso (*)
(miles de millones de dólares)

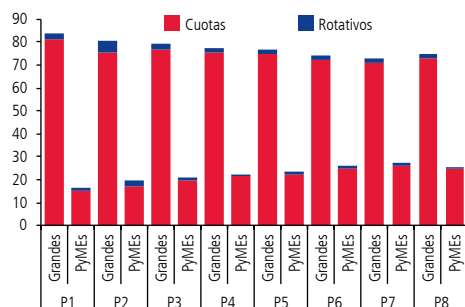


(*) Información en base a formulario F05.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.3

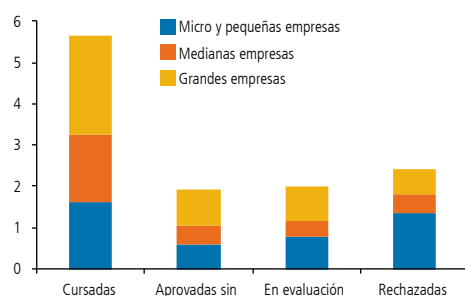
Flujos comerciales por tamaño de empresa (*)
(porcentaje)



(*) P1: 15/03-9/04, P2: hasta 24/04, P3: hasta 30/04, P4: hasta 08/05, P5: hasta 15/05, P6: hasta 22/05, P7: hasta 29/05, P8: hasta 05/06.
Fuente: Banco Central de Chile en base a formularios F01, D34 y F05.

GRÁFICO II.4

Crédito Covid-19 con garantía FOGAPE por estado de solicitud y tamaño de empresa (1) (2)
(miles de millones de dólares)

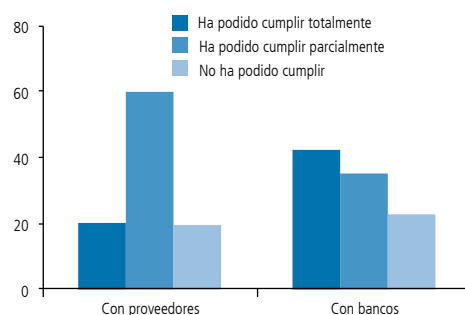


(1) Para una definición del tamaño de empresas ver nota al pie 1/.
(2) Datos hasta el 5 de junio del 2020.

Fuente: Banco Central en base a información de la CMF.

GRÁFICO II.5

Cumplimiento de compromisos financieros (*)
(porcentaje)



(*) Para el cálculo del porcentaje se descartaron casos en que la pregunta no aplicaba.

Fuente: Banco Central de Chile.

que no tienen acceso al mercado de capitales. Esta Facilidad tiene una línea inicial equivalente a US\$4.800 millones que fue rápidamente utilizada por la banca, lo que activó una línea adicional por US\$19.200 millones, completando una Facilidad por US\$24.000 millones. Al cierre estadístico, la banca había hecho uso de cerca de 83% de los recursos (alrededor de US\$20 mil millones), con algunos participantes que ya habían alcanzado el tope disponible (gráfico II.2). En parte por lo anterior, la participación de PYMES en el flujo de crédito comercial ha aumentado comparado con lo que se observaba a mediados de marzo (gráfico II.3).

El incentivo al crédito, en especial para empresas de menor tamaño, se complementó con las líneas de crédito especial Covid-19. Este es un instrumento creado por el Ministerio de Hacienda, que permite a los bancos entregar crédito a bajo costo y riesgo asociado, ya que cuenta con garantías estatales. Información provista por la CMF muestra que desde el comienzo de este programa —28 de abril— hasta el 5 de junio se han cursado créditos por cerca de US\$5.600 millones (gráfico II.4). Por tamaño de las firmas, cerca del 29% del monto cursado se ha dirigido a micro y pequeñas empresas, 29% a empresas medianas y 42% a grandes empresas^{1/}. Del total de solicitudes —cerca de 223 mil—, se ha cursado 38%, el 27% se rechazó, 17% se aprobó pero no se ha cursado aún, y 13% está en proceso de evaluación. El mayor acceso a créditos por parte de las empresas es coherente con los resultados de una encuesta aplicada entre el 19 y el 26 de mayo a empresas que participan en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN). Sus resultados muestran que de aquellas empresas que han solicitado créditos desde marzo a la fecha —casi la mitad del total encuestado—, un poco más de la mitad logró obtenerlo, cerca de un tercio aún espera su tramitación y aproximadamente un décimo vio su solicitud rechazada.

La evolución del Covid-19 en Chile ha implicado un empeoramiento del escenario macroeconómico. Así, en este IPoM se estima una mayor contracción de la actividad en el 2020, lo que tiene un impacto directo sobre el flujo de caja de las empresas y sus necesidades de financiamiento. En este contexto, y coherente con el anuncio de implementar nuevas medidas convencionales si el escenario económico lo requiriera, el Consejo decidió poner en marcha una segunda etapa de la FCIC. Esta nueva etapa añade una cantidad significativa de recursos (US\$16 mil millones) y considera el fortalecimiento de incentivos para la entrega de crédito bancario a pequeñas y medianas empresas, y a oferentes de crédito no bancarios; lo que la convierte en un buen complemento de las líneas Covid-19 y las garantías fiscales en que se apoyan. Además, acordó implementar un programa especial de compra de activos, por un monto de hasta US\$8 mil millones, en un plazo de seis meses. De esta manera, a través de ambos programas, se movilizarán recursos adicionales por hasta 10% del PIB. La importante cantidad de recursos disponibles a bajo costo, junto con la entrega de garantías por parte del Estado, debiera ser un incentivo relevante para que las instituciones financieras continúen aumentando el crédito y con ello cubrir las necesidades de liquidez de aquellas empresas que, siendo solventes, están enfrentando duros momentos a causa de la pandemia.

^{1/} Micro y pequeñas: empresas con ventas netas anuales inferiores a 25.000 UF. Medianas: empresas cuyas ventas netas anuales entre 25.000 y 100.000 UF. Grandes: empresas con ventas netas anuales entre 100.000 y 1.000.000 UF.

La importancia de las necesidades de financiamiento para las empresas se refleja en que los resultados de la citada encuesta. Casi la mitad de quienes respondieron ha tenido problemas de flujo de caja durante mayo, y la mayoría los calificó de muy graves o medianamente graves. Como producto de esto, la mayoría no ha podido cumplir plenamente con el pago de deudas con proveedores y cerca de la mitad en el caso de deudas bancarias (gráfico II.5). La encuesta también revela que una fracción relevante de las empresas cree que en los próximos seis meses necesitarán crédito, en su mayoría para financiar capital de trabajo. Asimismo, solo una minoría de los encuestados señala que requerirá créditos para realizar inversiones de diversa índole. Por otro lado, estimaciones en base a información tributaria sugieren que para atender las necesidades de caja durante abril-septiembre de este año se requiere un incremento en el crédito bancario equivalente a cerca de 9% del PIB (Recuadro II.1).

Datos de la CMF no muestran cambios relevantes en la morosidad de 90 días o más del sistema bancario entre febrero y abril, con un aumento acotado en el segmento personas —concentrado en créditos de consumo— y una leve baja en empresas. En tanto, la morosidad de 90 días o más en tarjetas de crédito no bancarias subió hasta 11,7% en marzo, la mayor cifra desde que se lleva registro. Los anuncios de la CMF para dar un tratamiento especial en la constitución de provisiones a créditos hipotecarios postergados favorecieron su reprogramación. Así, hasta el 5 de junio, los bancos y las cooperativas habían reprogramado cerca del 30 y 26% de las colocaciones, respectivamente. Mientras que en el primero las mayores reprogramaciones se dieron en los créditos de vivienda y comerciales, en el segundo las reprogramaciones sucedieron en mayor medida en los segmentos de consumo y comercial. Ante esto, un punto relevante a monitorear en los próximos meses es la posible intensificación del grado de incumplimiento en el pago de las obligaciones financieras por parte de las empresas y hogares.

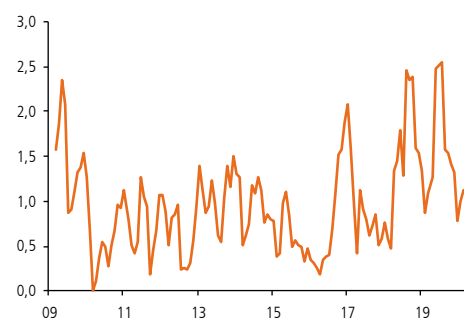
Evolución del mercado de bonos

El financiamiento corporativo mediante emisión local de bonos muestra una baja profundidad en lo que va del año, con una reducción significativa en el número de anuncios y en el monto emitido, registrando mínimos que no se observaban desde el 2010 (gráfico II.6). Esto, en complemento con la participación de grandes empresas como receptores de créditos bancarios, refleja que esta segunda vía ha sido la utilizada a la hora de cubrir sus necesidades de financiamiento. Los *spreads* de tasas en bonos corporativos no bancarios han disminuido, pero se mantienen en niveles altos en comparación con los últimos años (gráfico II.7).

Los *spreads* de bonos bancarios muestran una baja desde comienzos de abril, relacionada, entre otros factores, con el establecimiento del programa de compra de bonos bancarios a los participantes del SOMA —del cual ya se ha utilizado cerca de US\$3.300 millones del total de US\$8.000 millones. Así, desde el IPoM de marzo, los *spreads* de bonos bancarios de entre siete y diez años han descendido alrededor de 100 y 90pb (puntos base), para los segmentos AAA y AA, respectivamente.

GRÁFICO II.6

Emisiones corporativas no bancarias
(suma móvil trimestral, miles de millones de dólares)



Fuentes: Banco Central en base a información de la BCS y Bloomberg.

GRÁFICO II.7

Spread corporativo no bancario (*)
(promedio móvil semanal, puntos base)

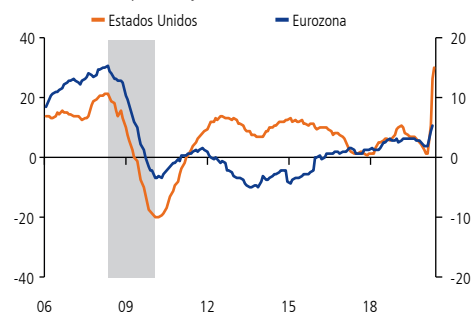


(*) Spread respecto al bono soberano en UF. Corresponde al promedio ponderado por monto de cada uno de los spreads de las categorías de riesgo A, AA, AAA y BBB.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Bolsa de Comercio de Santiago.

GRÁFICO II.8

Colocaciones comerciales en países desarrollados (*)
(variación anual, porcentaje)

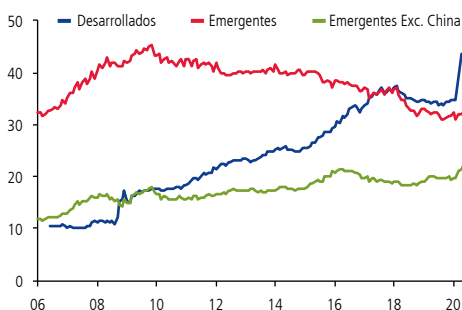


(*) Área gris representa la crisis financiera global.

Fuentes: Bloomberg y Federal Reserve Economic Data.

GRÁFICO II.9

Hoja de balance de bancos centrales (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Desarrollados: Estados Unidos, Eurozona, Inglaterra, Japón, Canadá y Suiza. Emergentes: China, Brasil, India, México y Sudáfrica.
Fuentes: Bloomberg y bancos centrales.

Evolución de la liquidez

Los mercados monetarios locales en pesos y en dólares han aumentado su liquidez desde finales de marzo, derivado, en parte, de medidas del Banco como los programas *REPO* y *FX Swap*. Así, el *spread on shore* se redujo y registra niveles similares a los de comienzos de año. El *spread Dap Swap* cayó de manera importante a finales de marzo, dando cuenta de una elevada liquidez en el mercado monetario en pesos. Considerando lo anterior, la disminución de la volatilidad del tipo de cambio y el acceso a una serie de facilidades multi y bilaterales por parte del Banco Central, a partir de la segunda semana de junio, el Consejo decidió iniciar un proceso de reducción gradual de su posición vendedora en el mercado NDF (contratos de ventas *forward* por diferencia). En particular, se permitirá el vencimiento semanal de US\$250 millones, monto que representa cerca del 25% de los vencimientos. Este esquema supone la renovación parcial de los contratos por alrededor de cuatro meses.

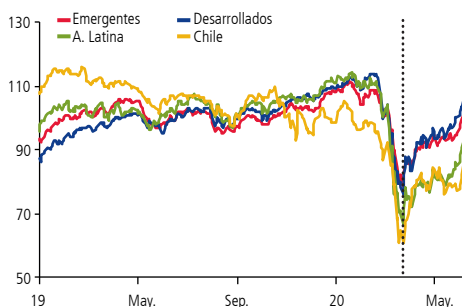
Política monetaria en otros bancos centrales y evolución del crédito

En el mundo desarrollado, el crecimiento de las colocaciones de consumo y comerciales ha tenido comportamientos similares a lo observado en Chile, aunque las magnitudes de las alzas o descensos varía de país en país. Así, mientras los primeros perdieron dinamismo, los segundos, a diferencia de lo ocurrido en recesiones anteriores, se aceleraron. Destaca lo sucedido en EE.UU., donde el aumento anual de los créditos comerciales llegó a 30% en mayo (gráfico II.8). En todo caso, algunos datos dan cuenta de que este estaría fluyendo especialmente hacia grandes empresas, lo que motivó acciones más focalizadas en el financiamiento a firmas de menor tamaño en economías como el Reino Unido —que incluye un programa de préstamos con respaldo 100% estatal— o EE.UU. Esto se opone a lo que se aprecia en las carteras de consumo, cuyos volúmenes de colocaciones han caído drásticamente.

Desde el comienzo de la pandemia, además de reducir sus tasas de referencia, muchos bancos centrales han recurrido a políticas no convencionales, entre ellas la compra de activos para inyectar liquidez a la economía. Así, entre marzo y abril, los bancos centrales de países desarrollados aumentaron sus activos netos en aproximadamente 8% del PIB (gráfico II.9). Resalta el fuerte aumento de activos de la Reserva Federal (Fed), desde alrededor de US\$4,2 billones a comienzos de marzo, hasta US\$7,2 billones al cierre del presente IPoM, que se compara con el alza registrada durante la crisis financiera del 2008, desde US\$0,9 billones a US\$2,1 billones. Además, cabe destacar el movimiento de la Fed hacia la compra de activos corporativos mediante el *Primary Market Corporate Credit Facility* y el *Secondary Market Corporate Credit Facility*, junto con el financiamiento a pequeñas y medianas empresas a través del *Main Street Lending Program*. En países emergentes este tipo de medidas es menos común, y han recurrido fundamentalmente a la reducción de las tasas de referencia como impulso monetario (gráfico I.8).

GRÁFICO II.10

Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 2019-2020 = 100)



(1) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile se utiliza el IPSA.
(2) Línea vertical punteada indica el cierre estadístico del IPoM de marzo del 2020.

Fuente: Bloomberg.

Evolución de los mercados financieros

Los mercados financieros han revertido el marcado deterioro que mostraron al inicio de la pandemia, impulsado por las medidas de estímulo de las autoridades monetarias y fiscales. Más allá de los vaivenes recientes, comparado con la segunda quincena de marzo, la mayor parte de las variables financieras muestran una mejoría: las bolsas repuntaron, registrando incrementos de 27% en las economías desarrolladas, de 18% en las emergentes y de 22% en América Latina —medidos por el MSCI global (gráfico II.10). La volatilidad implícita de los mercados —medida por el VIX y el MOVE—ha disminuido. Las tasas de los instrumentos soberanos de largo plazo muestran movimientos mixtos. Mientras en el mundo desarrollado no se observan cambios notorios, en la mayoría de las economías de América Latina han disminuido. Tanto el riesgo soberano —*spreads* de CDS y EMBI— como el corporativo —CEMBI— descendieron para los países emergentes y para América Latina en general. En línea con lo anterior, las monedas, en su mayoría, se apreciaron respecto del dólar estadounidense. Países como Brasil y México habían mostrado movimientos en sus paridades que no se asemejaban a los de la región, debido a que los fuertes recortes en sus tasas de política monetaria presionaron a la baja el valor de sus monedas. Sin embargo, en las últimas semanas la menor aversión al riesgo en los mercados revirtió parte de este fenómeno (tabla II.1). Con todo, los indicadores continúan apuntando a que las condiciones financieras internacionales son menos favorables que antes de la pandemia, en especial para las economías emergentes.

En Chile, los mercados han evolucionado en línea sus pares internacionales, aunque con algunos movimientos idiosincráticos relacionados con la propagación del Covid-19 a nivel local. Desde el IPoM de marzo el IPSA aumentó 22%, con recuperaciones en la mayoría de los rubros. Algunas tasas largas de referencia cayeron a mínimos históricos y los indicadores de riesgo soberano —*spreads* de CDS y EMBI—, y corporativo —CEMBI— disminuyeron, aunque se mantienen altos en perspectiva histórica. El peso chileno se apreció, en línea con el contexto de menor aversión al riesgo y la evolución de monedas comparables, apoyado, entre otras razones, por el aumento del precio del cobre y flujos vendedores de los fondos de pensiones. En comparación con el cierre estadístico del IPoM de marzo, el TCN cayó 7,7%. En términos multilaterales los movimientos fueron similares, con bajas cercanas al 7% para el TCM, el TCM-5 y el TCM-X (gráfico II.11). El TCR también descendió, llegando a 100 en mayo (índice 1986=100).

Líneas de financiamiento internacional

En vista de los riesgos del escenario actual, el Consejo ha buscado mecanismos para reforzar la posición financiera internacional de Chile y crear espacio para implementar nuevas medidas en caso de ser necesario. Así, a solicitud del Banco, el Fondo Monetario Internacional (FMI) otorgó acceso a una Línea de Crédito Flexible (FCL) equivalente a cerca de US\$24.000 millones, cifra superior al 60% de las Reservas Internacionales, con vigencia de dos años. Este

TABLA II.1

Paridades respecto del dólar estadounidense (1) (porcentaje)

	Variación IPoM Jun.20			
	03.20	12.19	09.19	07.19
A. Latina (2) (3)	-3,1	14,9	16,0	18,9
Brasil	1,9	21,3	25,4	28,0
Chile	-7,7	-1,4	10,3	12,2
Colombia	-10,2	5,2	6,4	8,5
México	-7,3	12,4	10,3	13,9
Perú	-3,3	1,1	1,2	2,1
Exp. commodities (2)	-7,1	3,2	2,3	3,5
Australia	-13,4	-1,3	-1,7	0,6
Canadá	-5,1	1,8	1,7	0,4
Nueva Zelanda	-8,4	0,3	-0,1	2,0
Sudáfrica	-0,5	15,6	11,1	17,1
Desarrollados (2)	-2,7	-0,9	-0,7	-0,5
Eurozona	-2,9	-1,8	-1,2	-0,5
Japón	-0,6	-0,7	2,0	-1,1
Reino Unido	-5,4	2,6	-3,0	0,7
Otros emergentes				
China	0,7	1,0	0,2	2,9
Rep. Corea	-2,1	3,4	0,5	2,3
India	0,8	5,5	5,6	8,4
Indonesia	-8,9	0,9	-0,2	-1,3
Polonia	-4,5	1,2	0,3	2,6

(1) Los valores reflejan el cambio porcentual entre el cierre estadístico del IPoM del mes correspondiente y el cierre del presente IPoM. El TCN de cada evento es calculado como el promedio de los últimos diez días hábiles. Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.

(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores WEO de abril del 2020.

(3) Excluido Chile.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO II.11

Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (*) (índice 2019-2020 = 100)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile



instrumento es muy distinto a los programas tradicionales de ajuste del FMI, porque solo pueden acceder a él países con fundamentos macroeconómicos sólidos y tienen un uso precautorio —son diseñados para enfrentar eventuales tensiones externas de gran magnitud, no para resolver crisis de balanza de pagos. La FCL beneficia al país debido a que reduce su exposición a riesgos externos en un momento de alta incertidumbre internacional, eleva la confianza de los mercados, ayuda a reducir los costos de financiamiento y le da respaldo al Banco Central para seguir actuando proactivamente en la reducción de riesgos a la estabilidad financiera, el apoyo al flujo de crédito y la limitación de la contracción de la actividad económica.

En conjunto con lo anterior, el Banco solicitó a la Reserva Federal de Nueva York su inscripción en el programa *Temporary Foreign and International Monetary Authorities* (FIMA) Repo Facility, anunciado por la Fed en marzo pasado. Este servicio de transacciones *overnight* permitirá al Banco celebrar acuerdos temporales de recompra de sus títulos del Tesoro a cambio de dólares de Estados Unidos. Con esto, dispondrá de mayor flexibilidad para conducir las operaciones de *Swap* en dólares, al reducir sus costos de transacción, puesto que permite acceder a dólares sin tener que vender títulos en el mercado internacional.

Asimismo, el Banco ha avanzado en conversaciones con el Banco Central de la República Popular China (PBoC) para aumentar el monto de la línea considerada en el Acuerdo Bilateral sobre *Swap* de Monedas renminbi/peso (RMB/CLP), hasta un máximo de RMB\$22.000 millones para el Banco —con su equivalente en pesos para el PBoC—, con una vigencia de tres años. La ampliación de esta facilidad tiene por objeto robustecer la posición financiera de Chile y facilitar operaciones de comercio exterior de Chile con China que se realicen directamente entre el CLP y el RMB.

RECUADRO II.1

CONDICIONES EN MERCADOS FINANCIEROS Y MEDIDAS DE POLÍTICA

El sistema financiero tiene un rol central en una economía moderna porque contribuye a la asignación eficiente de recursos, canalizándolos desde ahorrantes hacia quienes tienen necesidades de financiamiento. Al hacerlo, también reduce costos de transacción e información, permitiendo una distribución apropiada de riesgos entre agentes económicos y facilitando el proceso de transformación de liquidez y plazos. El cumplimiento de estas funciones es fundamental para el desarrollo económico, en la medida que apoya la inversión de las empresas y el consumo de los hogares. Además, un sistema financiero estable facilita la ejecución de la política monetaria, ya que su transmisión y efectividad dependen de una apropiada formación de precios y toma de riesgos por los agentes que operan en el sistema financiero. Por todo lo anterior, preservar la estabilidad del sistema financiero es una tarea importante de los bancos centrales en el mundo. El Banco Central de Chile no es ajeno a esto, pues sus políticas se conducen desde una perspectiva macrofinanciera, con el fin de acotar los riesgos que amenacen la continuidad de los pagos internos y externos. Para el cumplimiento de este objetivo, el Banco está dotado de diversas facultades legales, atribuciones regulatorias y herramientas de política (Marco de Política Monetaria, 2020)^{1/}.

Las consecuencias económicas de la pandemia han amenazado el normal funcionamiento de los sistemas financieros globales y, por ende, su rol central en la economía. Pese a que esta crisis tiene su origen en un shock real de tipo sanitario y, a diferencia de la crisis del 2008-2009, su epicentro no es el sistema financiero, las repercusiones de la fuerte contracción económica global han generado inestabilidad en estos mercados, convirtiéndolos en posibles amplificadores del shock real original. Estos desarrollos han llevado a que los bancos centrales hayan implementado una serie de políticas para asegurar la estabilidad de sus mercados financieros.

La crisis ha tenido diversas repercusiones desestabilizadoras sobre los mercados financieros. Por un lado, en la medida en que el shock se ha percibido como transitorio, ha existido un aumento en la demanda de recursos por parte de empresas y hogares para poder amortiguar sus efectos. El cierre temporal obligado de empresas y las decisiones de confinamiento voluntario de muchas personas han implicado una drástica reducción de ingresos para varios sectores productivos. Si bien las empresas han respondido ajustando sus gastos, la presencia de costos fijos ha hecho que sus necesidades de caja hayan subido, siendo previsible que las empresas aumenten su demanda por financiación para lograr cubrirlas. Incluso aquellas firmas que no tienen problemas hoy pueden estar incrementando la demanda por recursos de forma precautoria, previendo posibles interrupciones de caja futuras. Asimismo, en principio, la demanda por crédito de consumo por parte de hogares debería subir ante la disminución temporal de sus ingresos, para evitar tener que reducir su consumo en la misma proporción. Por otro lado, la oferta de fondos para prestar a través de los mercados financieros muy posiblemente se haya visto afectada como consecuencia de la disminución de los ingresos que ha acompañado a este episodio^{2/}.

A estos movimientos en direcciones opuestas de la oferta y demanda por recursos prestables en los mercados financieros se suma un agravante importante: la mayor demanda por activos líquidos libres de riesgo. Lo inédito del shock y el desconocimiento respecto a su desarrollo futuro han hecho que, como normalmente ocurre en momentos de crisis económicas, suba la aversión al riesgo, con lo que los agentes de mercado buscan refugiarse en activos líquidos seguros. Así, ante la incertidumbre, la percepción de riesgo aumenta en la medida que se tiene menos información sobre la capacidad de repago de los deudores. Este factor puede ser particularmente nocivo para el buen funcionamiento de los mercados financieros, pues obstaculiza el flujo de recursos desde ahorrantes hacia quienes

^{1/} De acuerdo con la legislación que rige al Banco, la cual le impone el objetivo dual de estabilidad de precios y del sistema de pagos, éste comparte responsabilidades con los supervisores del sector financiero, incluyendo, entre otros, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Superintendencia de Pensiones.

^{2/} En la medida que el shock se perciba de carácter más permanente y que se estén alcanzando límites de solvencia y acceso al crédito, las empresas deberán ajustar dichos costos aún más, reduciendo el empleo y los pagos a proveedores, amplificando la crisis y haciéndola más persistente.

tienen necesidades de financiamiento, redundando en una asignación ineficiente de recursos, dificultando el proceso de transformación de liquidez y plazos.

Como respuesta, el Banco ha implementado una serie de medidas especiales, entre ellas programas de liquidez de mercado en pesos y de apoyo al crédito bancario que han ayudado a estabilizar los niveles de riesgo crediticio y a tener una evolución contracíclica del crédito. Sin embargo, las estimaciones sobre futuras necesidades de caja de las empresas señalan que los desafíos para que los mercados financieros sigan proveyendo lo requerido serán grandes. Ante esto, el Banco ha decidido intensificar el impulso monetario a través de medidas no convencionales de apoyo a la liquidez de mercado y al crédito. Las medidas en torno al crédito son un buen complemento de los programas de gobierno a través de garantías soberanas para préstamos de la banca, los cuales son una pieza fundamental para que el financiamiento bancario siga fluyendo a las empresas y, junto con los nuevos recursos provistos por el Banco, se cuente con los elementos necesarios para que los mercados financieros cumplan con éxito este desafío y, en paralelo, se logre la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de política de dos años.

Tensiones en mercados financieros externos e internos

Una forma en la que la propagación del Covid-19 se reflejó en mayores tensiones en los mercados financieros globales fue el incremento rápido y contundente en las primas por riesgo en los mercados de deuda corporativa. En EE.UU., por ejemplo, entre fines de febrero y fines de marzo, los spreads por emisión de deuda Investment Grade y High Yield aumentaron entre 200 y 600 puntos base (pb), respectivamente, señalando un alza generalizada en la percepción de riesgo en estos mercados (gráfico II.12).

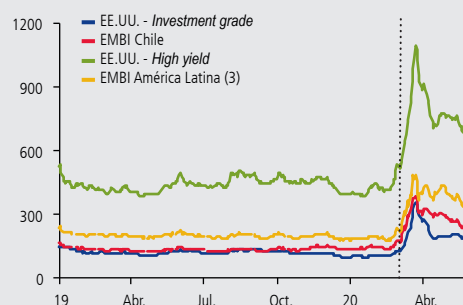
El mayor costo de endeudamiento se propagó con fuerza a los mercados de deuda soberana emergente, cuyas primas por riesgo también aumentaron. El EMBI spread de América Latina se duplicó en ese mismo lapso, pasando de 200 a más de 400pb. Chile no fue la excepción, y su prima de riesgo subió por encima de los 300pb tras haber estado cercana a 150pb en los meses anteriores (gráfico II.12).

El incremento en las primas por riesgo de la deuda de países emergentes también ha sido acompañado por una reducción en los flujos de capitales a estas economías, situación que también se ha observado en Chile. Entre marzo y mayo, la inversión de cartera que los agentes no residentes mantienen en el país disminuyó en cerca de US\$1.800 millones, cambio explicado

principalmente por ventas en instrumentos de renta fija. Esta salida ha sido compensada por entradas netas de capital por parte de fondos de pensiones —cerca de US\$2.350 millones— y del Gobierno —US\$2.660 millones^{3/}.

GRÁFICO II.12

Primas de riesgo en EE.UU. y deuda soberana (1) (2)
(puntos base)

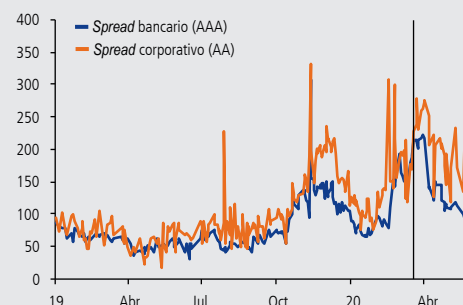


(1) Spreads corporativos para todos los sectores de Estados Unidos. *Investment grade* se refiere a bonos corporativos con un bajo riesgo relativo de *default*, mientras que *high yield* son bonos con una menor evaluación crediticia. (2) Línea punteada vertical marca fecha del primer caso confirmado de Sars-CoV-2 en Chile. (3) Corresponde al promedio del indicador EMBI para 5 países de la región (Chile, Brasil, México, Perú y Colombia).

Fuentes: Bloomberg y MINSAL.

GRÁFICO II.13

Spreads de bonos bancarios y corporativos en Chile (1) (2)
(puntos base)



(1) ASW de bonos locales, bancarios y corporativos, con madurez de siete a diez años. (2) Línea vertical indica la fecha de la primera compra, el 20 marzo.

Fuentes: Bloomberg y Risk America.

^{3/} Valores de mayo son estimados. Los flujos de entrada del Gobierno corresponden solo a marzo y abril.

Mayores necesidades de caja de las empresas

Los efectos nocivos de la inestabilidad en los mercados financieros se agravan en la medida que, ante la caída en la actividad económica, las necesidades de caja de las empresas se elevan y, por ende, requieren de mayor acceso a fuentes de financiamiento para poder cubrirlas.

A fines de mayo, el Banco levantó una encuesta entre las empresas que participan del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), la que recibió alrededor de 320 respuestas. En esta, cerca de la mitad de las firmas encuestadas reportó que su situación había empeorado respecto de abril, mientras una proporción algo menor indicaba estar teniendo problemas de flujo de caja. De este grupo de empresas, la gran mayoría calificó sus problemas de caja como medianamente graves o muy graves. Al mismo tiempo, un porcentaje mayoritario de los encuestados cree que su empresa necesitará pedir un crédito dentro de los próximos seis meses, siempre teniendo la necesidad de capital de trabajo como principal razón. Las empresas que señalan que pedirán un crédito para financiar inversión son una fracción muy menor.

Por su parte, cálculos independientes, realizados a partir de la información tributaria reportada por las empresas, también dan cuenta de un aumento en las necesidades de financiamiento. En el cálculo, las necesidades se aproximan a partir de la agregación de resultados operacionales negativos, los cuales se pronostican en función de la proyección de ventas y gastos operacionales. Se supone que, si el resultado operacional de una firma es negativo, esta requerirá de financiamiento para seguir operando. Asimismo, se supone que las proporciones de financiamiento históricas entre crédito y deuda —interna y externa— se siguen cumpliendo. Las estimaciones arrojan un déficit operacional para el período abril-septiembre que es 89% mayor respecto del mismo período del 2019, principalmente explicado por lo que ocurre en los sectores de comercio e industria manufacturera, requiriendo así un incremento en el crédito bancario equivalente a cerca de 9% del PIB para el período de abril a septiembre de este año^{4/}.

^{4/} En el caso de las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), el crecimiento de dicho déficit operacional con respecto al año anterior se estima en 135%, mientras que el de las grandes empresas se estima en 77%. Las necesidades totales de los dos grupos de empresas se estiman en 15% del PIB, de las cuales 2,7% proviene de PyMEs y el restante 12,3% de grandes empresas. En el cálculo del 9% de necesidades de crédito bancario se supone que el 2,7% correspondiente a las PyMEs se financia todo con crédito de la banca mientras que cerca de la mitad de las grandes empresas (6,3%) se financia por esta vía, siguiendo los patrones históricos que dan cuenta que cerca del 50% del financiamiento agregado de estas empresas se ha fondeado en el mercado bancario. Finalmente, cabe subrayar que estos cálculos se realizan suponiendo que el crédito comercial entre firmas (trade credit) no sufre disrupciones relevantes. Cuando se estiman las necesidades de financiamiento considerando disrupciones mayores en el trade credit —caídas de 25 y 50%—, las necesidades de crédito bancario aumentarían desde cerca de 9% del PIB a valores en torno a 11,5 y 14% del PIB, respectivamente. Para más detalles, véase Albagli, Fernández y Luttini (2020).

Medidas de política económica y estado del crédito

El Banco, en línea con la mayoría de los bancos centrales, ha implementado una serie de medidas especiales para hacer frente a los desafíos para la estabilidad en los mercados financieros. Entre estas, las facilidades creadas para acceder a liquidez de mercado en pesos, así como la liquidez con incentivo al crédito^{5/}. La liquidez de mercado en pesos se ha entregado a través de dos canales. Primero, vía operaciones de recompra de deuda del Banco de los cuales, hasta el 10 de junio, se habían recomprado US\$6.110 millones de los US\$8.514 millones anunciados como monto del programa. Segundo, vía la compra de bonos bancarios, de los cuales se habían comprado hasta esa fecha US\$3.302 millones de los US\$8.000 millones previamente anunciados.

Para el caso del financiamiento provisto por los bancos, se ha dispuesto una Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) por US\$24.000 millones, al mismo tiempo que se ha ampliado la lista de instrumentos aceptados como colaterales para operaciones de fondeo a la banca. Al cierre estadístico del IPoM, el uso que los bancos hicieron de la FCIC alcanzó cerca de US\$20 mil millones, equivalentes al 83% de la línea asignada (gráfico II.2)^{6/}.

Estas medidas han tenido efectos importantes tanto sobre las medidas de riesgo como sobre el crédito bancario. Los spreads bancarios y corporativos comenzaron a estabilizarse después del inicio de las compras de bonos bancarios por parte del Banco (gráfico II.13), coincidiendo también con la estabilización en mercados externos de crédito. Por el lado del crédito bancario, el stock de colocaciones comerciales ha aumentado cerca de US\$6.000 millones, con un crecimiento nominal de 5% entre el 13 de marzo y el 5 de junio.

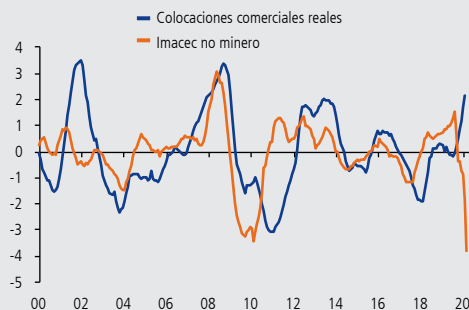
Dados estos desarrollos en el frente crediticio, las colocaciones comerciales se han comportado de forma contracíclica por primera vez, expandiéndose mientras que la actividad económica se contrae en recesión, sin duda suavizando esta contracción real (gráfico II.14). El componente cíclico de las colocaciones comerciales se ha expandido por sobre su tendencia en cerca de 2%, al mismo tiempo que la actividad económica se ha contraído casi 4% por debajo de su tendencia.

^{5/} También se han implementado programas para proveer liquidez de mercado en dólares.

^{6/} El Banco Central ha dispuesto de un sitio especial en su página web para proveer seguimiento de todas sus medidas especiales, <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/medidas-excepcionales>

GRÁFICO II.14

Ciclos de colocaciones comerciales e Imacec no minero (*)
(porcentaje)



(*) Ciclo HP de logaritmo natural de variables desestacionalizadas en puntos base, en frecuencia mensual (parámetros de suavización Lambda igual a 14.400).

Fuente: Banco Central de Chile.

A pesar del comportamiento reciente del crédito bancario, es importante no subestimar la magnitud del desafío hacia adelante. Como se mencionó, las necesidades de financiamiento de las empresas han aumentado dado el empeoramiento de la actividad económica. Por esta razón, es previsible que el crecimiento del stock de colocaciones comerciales debería acelerarse para poder atender estas mayores necesidades de caja. Se estima que el crecimiento anual promedio del stock de colocaciones comerciales nominales que permitiría atender las necesidades de caja mencionadas entre junio y septiembre debiese ser de 20,7%, comparado con el promedio de 13,1% observado entre febrero y mayo.

Dado lo anterior, el Consejo ha determinado generar una segunda etapa de la FCIC. Este programa considera el fortalecimiento de los incentivos para la entrega de crédito bancario a pequeñas y medianas empresas, y a oferentes de crédito no bancarios. En este caso, el acceso a los recursos está vinculado al crecimiento del crédito en la cartera comercial, con incentivos especiales para aquellos bancos que estén activamente entregando créditos Covid-19 y a intermediarios financieros no-bancarios. Cabe señalar que los créditos Covid-19 tienen garantía estatal (Fogape) y establecen ciertas condiciones sobre su otorgamiento. Estas últimas están orientadas a que las firmas puedan enfrentar los actuales problemas de liquidez de corto plazo a través de financiamiento bancario. Por su parte, los intermediarios financieros no-bancarios complementan la labor de los bancos en el financiamiento de hogares y empresas, a través de otros productos financieros, como por ejemplo factoring, por lo cual este incentivo contribuye al dinamismo de

ese mercado. Finalmente, la nueva etapa de la FCIC considera un monto global de US\$16 mil millones y será implementada durante los próximos ocho meses. Asimismo, el Consejo acordó implementar un programa especial de compra de activos, por un monto de hasta US\$8 mil millones, en un plazo de seis meses. De esta manera, a través de ambos programas, se movilizarán recursos adicionales por hasta 10% del PIB.

Conclusiones

Las consecuencias económicas de la pandemia y el aumento en la percepción de riesgo han tenido un impacto relevante en los mercados financieros, debilitando su función principal de asignar recursos entre ahorradores y deudores, así como de transformación de liquidez y plazos. Este fenómeno ha ocurrido tanto en mercados financieros externos como internos.

Como respuesta, los bancos centrales del mundo han desplegado una serie de medidas especiales, de acuerdo a los marcos legales que cada uno enfrenta. En el caso del Banco Central de Chile, se han puesto en marcha programas de liquidez de mercado en pesos y de apoyo al crédito bancario. En buena medida, estos programas han sido motivados por las evidentes mayores necesidades de caja de las empresas, otorgando un mecanismo para que puedan compensarlas con mayor acceso a financiamiento. Ante estas medidas, los niveles de riesgo crediticio se han estabilizado y la evolución del crédito ha sido la deseada, en la medida que ha permitido a las empresas mitigar el fuerte shock negativo a sus ingresos. Estas medidas permitirán reducir el número de quiebras de empresas, apoyando el empleo y el consumo de los hogares. Las estimaciones sobre futuras necesidades de caja de las empresas señalan, sin embargo, que los desafíos para que los mercados financieros sigan proveyendo el crédito requerido serán grandes. Ante esto, el Banco ha decidido ampliar sus facilidades de liquidez de mercado y de fondeo a la banca para que se cuenten con los recursos para cumplir con este desafío.

Para el cálculo del diseño y tamaño de las medidas se tomaron en cuenta dos elementos: la necesidad de crédito de la economía y la necesidad de que esos recursos estén disponibles a tasas bajas por un tiempo prolongado. Respecto de lo primero, se tomó como punto de referencia la estimación de las necesidades de caja presentadas en este Recuadro. La liquidez entregada por el Banco a través de sus distintos instrumentos excede con creces dicho monto, en prevención de que no es esperable que cada peso de liquidez se transforme en uno de crédito. Respecto de lo segundo, las líneas FCIC en sus dos etapas consideran plazos suficientemente largos como para dar seguridad a los intermediarios financieros que sus costos de fondeo se

mantendrán acotados por varios años. Adicionalmente, el Banco ha actuado en el mercado de bonos bancarios, re comprado su deuda y ampliado la lista de instrumentos aceptables como colaterales, todas medidas que deberían contribuir a mantener el financiamiento de mediano plazo dentro de rangos adecuados a la realidad actual.

Como se señala en varias oportunidades en este IPoM, existe un grado muy alto de incertidumbre sobre la evolución futura del escenario macroeconómico. En la medida que los riesgos a la baja se materialicen, las disrupciones a los mercados financieros probablemente aumentarán y se requerirán más fuentes de financiamiento. En esa medida, la política fiscal, vía garantías soberanas sobre los préstamos otorgados por la banca, además de las otras medidas que se discuten en la actualidad para darle más instrumentos monetarios al Banco Central serán fundamentales para seguir encarando los eventuales desafíos que enfrenten los mercados financieros.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la actividad y la demanda, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

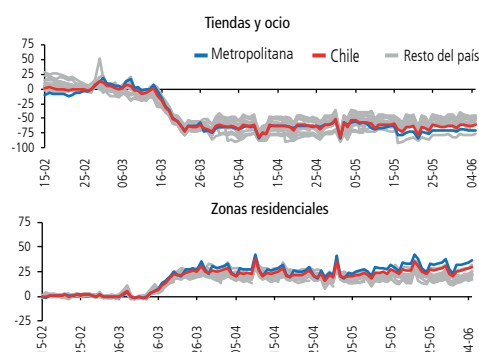
El proceso de contracción económica que comenzó en Chile a partir de la segunda mitad de marzo está teniendo una magnitud mayor que la contemplada en el último IPoM. El avance del Covid-19 en el país hizo necesario tomar acciones sanitarias de contención más restrictivas y prolongadas respecto de lo previsto en marzo. En particular, las cuarentenas implementadas en gran parte de la Región Metropolitana desde mediados de mayo y en parte importante de la Región de Valparaíso a partir de mediados de junio hacen prever que las cifras de actividad de esos meses serán más negativas que las de abril, mes que mostró una contracción mayor que la anticipada. En todo caso, existe gran incertidumbre en torno a la evolución de la actividad en el corto y mediano plazo. Especialmente, por las dudas respecto del comportamiento que tendrá la tasa de contagios y cómo y cuándo se retirarán las medidas de control sanitario. Se suman las dudas sobre el comportamiento social de las personas y cómo ello afectará el desempeño de las actividades más intensivas en el contacto personal, lo que podría tener efectos mayores sobre el mercado laboral toda vez que esos sectores tienen un mayor uso relativo de empleo.

Los datos de actividad del primer cuatrimestre dieron cuenta de dos fenómenos. Por un lado, los IMACEC de enero y febrero evidenciaron que la actividad se recuperó más rápido que lo previsto de las significativas interrupciones asociadas a los eventos de fines del año pasado. Por otro, los IMACEC de marzo y abril mostraron la súbita contracción económica que se inició a mediados de marzo, una vez que el país entró en la fase cuatro de la pandemia—en relación a cómo se califican a nivel mundial sus distintos grados de avance—y se establecieron diversas medidas de control sanitario. A esto se sumó el distanciamiento social adoptado voluntariamente por parte de la población a lo largo del país. Así lo muestra la significativa disminución de la movilidad a partir de la segunda mitad de marzo, que se verificó tanto en regiones donde se impusieron cuarentenas como en aquellas donde no se han decretado ese tipo de medidas (gráfico III.1). Coherente con lo esperado, sectores como restaurantes y hoteles, transportes, servicios personales, y comercio, entre otros, evidenciaron los mayores impactos negativos (gráfico III.2).

Abril, primer mes completo con medidas sanitarias vigentes, tuvo una caída anual de la actividad del orden de 14% (algo más de 15% la parte no minera). Esta cifra fue bastante inferior a lo esperado por el mercado: la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo anticipaba una contracción del orden

GRÁFICO III.1

Evolución de la movilidad (1) (2)
(cambio con respecto a base, porcentaje)



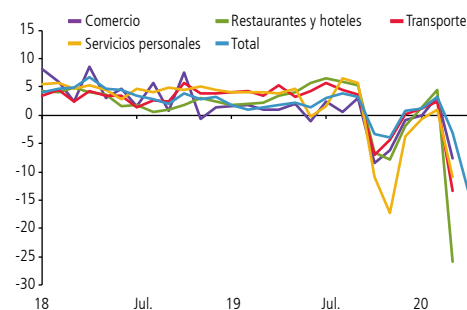
(1) Datos reflejan cambio de la cantidad de visitantes en los lugares categorizados (o el tiempo que pasan en ellos) en comparación a los días de referencia (o base). Base corresponde a la mediana, para el día correspondiente de la semana, durante el período de cinco semanas comprendido entre el 03/01/2020 y el 06/02/2020.

(2) Datos al 05/06/2020 (última información disponible al cierre estadístico de este IPoM).

Fuente: Informes de Movilidad de las comunidades ante el Covid-19, Google.

GRÁFICO III.2

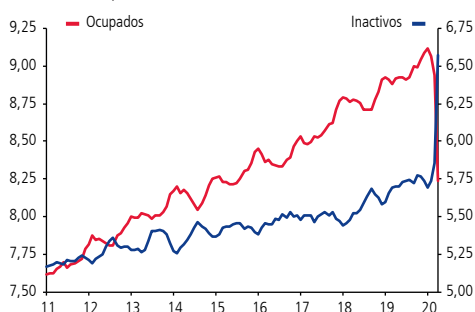
IMACEC: total y sectores seleccionados
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

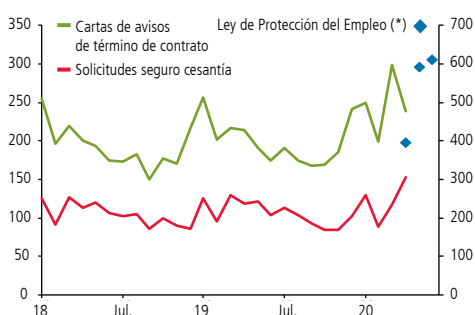
de 8% anual. En este contexto, las perspectivas para el segundo trimestre han tenido un deterioro significativo, tanto por los datos de abril como porque la evolución de los contagios requirió decretar medidas más restrictivas y prolongadas que lo contemplado en el escenario base del IPoM de marzo. Entre comienzos de mayo y mediados de junio, el porcentaje de la población del país afecta a cuarentenas pasó de aproximadamente el 28% a cerca del 42%. A su vez, la participación en el PIB de las comunas con cuarentenas pasó desde algo más de 35% a cifras del orden de 46%^{1/}. El impacto en el desempeño de la economía se refleja en que la EEE de junio estimó que en mayo el IMACEC se habría contraído 15,5% anual, y redujo marcadamente su proyección para el segundo trimestre, desde una caída del orden de 7% anual en la medición de mayo a una contracción de 13% anual en junio.

GRÁFICO III.3
Mercado laboral: evolución ocupados e inactivos
(millones de personas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.4
Mercado laboral: fuentes administrativas
(miles)



(*) Solicitudes aprobadas acumuladas. Para el mes de junio de 2020, incluye información hasta el día 7.

Fuentes: Dirección del Trabajo y Superintendencia de Pensiones.

El mercado laboral ha evidenciado una importante disminución del empleo y de los ingresos de las personas en los últimos meses. Tanto las encuestas como las fuentes administrativas dieron cuenta de estos efectos. En el caso de la Encuesta Nacional de Empleo del INE, los datos del trimestre móvil febrero-abril indican que las caídas más marcadas se registraron en el comercio; los rubros agrícolas; la industria; restaurantes y hoteles; y la construcción. Así, de acuerdo con esta encuesta, en el trimestre móvil finalizado en abril se perdieron más de 680 mil empleos comparado con igual período del 2019, los que en su mayor parte corresponden a trabajos por cuenta propia. La tasa de ocupación descendió bruscamente en el último registro, cambio de magnitud bastante superior al aumento de la tasa de desocupación. La principal explicación detrás de esta diferencia es el fuerte aumento de la inactividad, que anotó su mayor alza de los últimos diez años (15,4% anual), lo que responde principalmente a personas que no estaban buscando un empleo, pero estaban disponibles para trabajar, reflejo del desaliento y/o las propias restricciones impuestas por las acciones de contención sanitaria (gráfico III.3). Estos efectos han sido amortiguados en parte por la Ley de Protección del Empleo (LPE) que ha permitido a los trabajadores acceder a sus fondos del seguro de cesantía sin perder su vínculo laboral^{2/}. Las cifras disponibles al cierre estadístico mostraban que alrededor de 610 mil personas se habían acogido a esta Ley, factor que se refleja en la fuerte alza de los ocupados ausentes (44,2% anual) en la encuesta del INE^{3/} (gráfico III.4). Por sectores, destacaba su uso en la construcción y en el comercio, restaurantes y hoteles. El impacto en el mercado laboral también se ha reflejado en las horas efectivamente trabajadas, que en la última encuesta cayeron hasta 34,5 (-8,4% anual), su menor nivel histórico (Recuadro III.1).

El deterioro del mercado laboral ha llevado a una reducción de los ingresos de los trabajadores. El crecimiento anual de los salarios nominales reportados por el INE —Índice del Costo de la Mano de Obra (ICMO) e Índice de

^{1/} Estimación en base al PIB nominal del 2018, ponderando por el porcentaje de días hábiles del mes en cuarentena y por el porcentaje de la población afectada por las medidas según el Censo 2017 (INE).

^{2/} El pago considera inicialmente el uso de los fondos de la Cuenta Individual y, una vez que se acabe, del Fondo Solidario. En ambos casos, el pago es escalonado y tiene consideraciones según tipo de contrato (indefinido o plazo fijo), que se traducen en distintas cantidades máximas de pagos; porcentajes de la remuneración recibida; y topes máximos y mínimos cuando el cargo es al Fondo Solidario. Para las trabajadoras de casa particular, el pago lo realiza su AFP, por hasta cinco meses —si se extendiera por más de 30 días y el trabajador posea saldo en esa cuenta—, reduciendo también escalonadamente el porcentaje de su remuneración mensual imponible que le corresponde recibir.

^{3/} Ocupados que mantienen un vínculo laboral y que siguen percibiendo algún ingreso por este o volverán a trabajar dentro de cuatro semanas o menos.

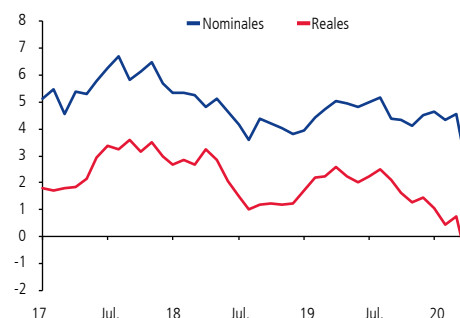
Remuneraciones (IR)— retrocedió hasta 2,2 y 2,6%, respectivamente. Esto responde a una importante disminución de las horas totales trabajadas, en especial las extraordinarias. Por sectores, la reducción de los salarios fue generalizada, destacando el transporte, el comercio y la construcción. Con ello, el crecimiento anual de los salarios reales cayó 1,2 y 0,8% (ICMO e IR, respectivamente) (gráfico III.5). La caída de los ingresos ha sido compensada parcialmente por los diversos subsidios y programas de ayuda que se han establecido durante abril y mayo.

Hacia adelante, en la medida en que los contagios disminuyan y se logre poner en marcha la economía, es esperable que se restablezcan las relaciones laborales y los ingresos se vayan recuperando, aunque no completamente, lo que debería reflejarse en el consumo. Por un lado, la pérdida de empleo ha afectado con fuerza a la ocupación por cuenta propia —que en períodos de contracción económica suelen ser un amortiguador para la ocupación total—, por lo que a medida que las restricciones de movimientos se vayan levantando estos empleos podrían recuperarse rápidamente. Por otro, el número importante de personas que se acogieron a la LPE no ha perdido su vínculo con su empleador. Esto propiciaría una reincorporación más rápida a sus empleos y un aumento de sus ingresos una vez que la pandemia sea controlada. Se suma también los empleos en obras suspendidas, y en menor medida, los empleos e ingresos variables en comercio, que deberían recuperarse junto con el levantamiento del confinamiento. En el intertanto, el Plan de Emergencia acordado extenderá significativamente las transferencias compensatorias a los hogares, elevando su cobertura, monto y duración.

En todo caso, existe alta incertidumbre sobre la evolución del mercado laboral, dependiendo de la velocidad de repunte de la economía durante la segunda parte del año. Algunos indicadores ampliados apuntan a una mayor subutilización y un posible deterioro adicional en lo venidero. Este es el caso de la tasa combinada de desocupación y fuerza de trabajo potencial^{4/}, la que subió hasta 23,8% en el trimestre móvil terminado en abril (16,4% en el finalizado en enero). El índice de avisos laborales de Internet (BCCh) disminuyó en los últimos meses y las expectativas de contratación de los empresarios (IMCE) retrocedieron, especialmente en la construcción (gráfico III.6). Asimismo, la percepción de los consumidores sobre el desempleo para los próximos doce meses (IPEC) ha subido. Los resultados de la encuesta realizada a las personas que participan del IPN apuntan a que una parte de los despidos ocurridos desde marzo a la fecha serían permanentes. Algo menos de la mitad de quienes contestaron indicaron haberse acogido a la LPE. Entre los últimos, varios piensan que la suspensión temporal del empleo y las reducciones parciales de jornadas laborales durarán por varios meses, mientras que casi la mitad cree que será difícil reintegrar a sus trabajadores una vez que la LPE finalice (Recuadro III.1). También es posible que el mercado laboral tarde en recuperarse en la medida en que los impactos de la pandemia impliquen una reasignación relevante de puestos de trabajo entre empresas y sectores, lo que tendría efectos persistentes en los ingresos, en tanto que se requiera una reconversión del capital humano.

^{4/} Conocida como SU3. Corresponde a la proporción de personas que están desocupadas (incluyendo a iniciadores disponibles) y a aquellos que son parte de la fuerza de trabajo potencial, todo esto, respecto a la fuerza de trabajo ampliada (incluyendo a iniciadores disponibles y fuerza de trabajo potencial).

GRÁFICO III.5
Mercado laboral: salarios (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio simple entre el IR e ICMO.

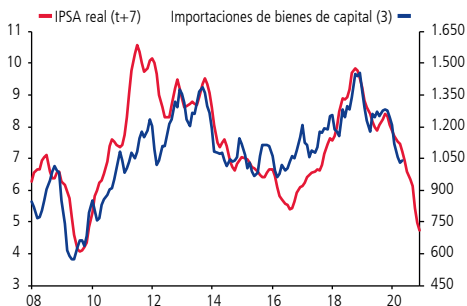
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.6
Mercado laboral: perspectivas
(índices)



(*) Promedio simple entre pregunta sobre expectativas de empleo (IMCE) en la construcción, comercio e industria.

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare.

GRÁFICO III.7
Importaciones de bienes de capital e IPSA (1) (2)
(miles de US\$ del 2013; millones de US\$ del 2013)


(1) Promedios móviles trimestrales.

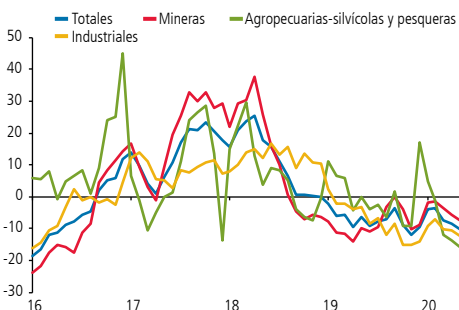
(2) Series deflactadas por el índice de precios de las exportaciones de bienes de capital, base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 utilizando variaciones anuales. Para el dato de abril y mayo de 2020, se asume el mismo valor del primer trimestre de ese año.

(3) Excluye otros vehículos de transporte.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO III.8
Exportaciones de bienes (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil de tres meses. Series nominales.

Fuente: Banco Central de Chile.

La magnitud de los efectos inmediatos de la pandemia en el empleo y los ingresos es coherente con el desempeño del consumo. Las ventas del comercio minorista —exceptuando las de bienes de primera necesidad— y de automóviles nuevos se han desplomado, al mismo tiempo que resalta el incremento de las empresas del rubro que consideran tener inventarios altos y que prevén que las ventas futuras bajarán (IMCE). Esto, en un contexto en que las expectativas de los consumidores (IPEC) están en niveles mínimos o cercanos a ellos.

La inversión también muestra descensos significativos, derivados en un principio de la paralización de obras que imponen las cuarentenas y los ajustes que deben realizarse para mantener el distanciamiento social en aquellas que siguen desarrollándose. En el caso del componente de construcción y otras obras, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) del primer trimestre de este año —cuya información fue recolectada cuando las acciones sanitarias de contención más estrictas recién comenzaban a aplicarse— reportó una baja sustancial en los montos contemplados para el 2020, por una recalendarización de proyectos hacia los próximos años. El informe de abril de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) proyecta una caída de 10,5% anual de la inversión en construcción para este año. En ello se conjuga una contracción de los montos relacionados con vivienda privada —tanto en los proyectos inmobiliarios sin subsidios como los con copago de programas sociales—, con los de infraestructura. La venta de viviendas nuevas en el Gran Santiago (CChC) del primer trimestre de este año siguió disminuyendo fuertemente, lo que, en medio de una oferta sin mayores variaciones, ha aumentado a más de 30 los meses necesarios para agotar el stock disponible (cerca de 20 meses promedio entre el 2015 y 2019).

En relación con el componente de maquinaria y equipos, las importaciones nominales de bienes de capital han seguido contrayéndose sostenidamente, lo que se suma al mal desempeño que adelanta la caída de la bolsa local (IPSA) (gráfico III.7). Las expectativas empresariales —IMCE sin minería— han descendido hasta mínimos históricos, y en particular destaca el retroceso en la construcción. Asimismo, las expectativas de inversión en el comercio y la industria permanecen en niveles bajos. Por último, los distintos levantamientos de información entre quienes participan en el IPN, apuntan a que se ha detenido la mayor parte de los proyectos de inversión que no se consideran esenciales para el funcionamiento del negocio y a que en los próximos seis meses las posibles solicitudes de crédito no tendrán como destino la inversión, sino la resolución de problemas de caja (Recuadro II.1).

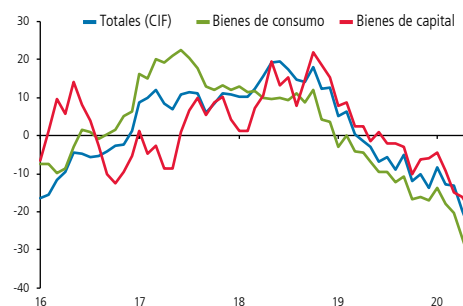
Respecto del sector externo, se observan caídas en todos los envíos, destacando las industriales como la celulosa, los productos metálicos y químicos, sumándose las de los productos agropecuario-silvícolas y pesqueros. En tanto, los envíos de minerales como el cobre y el hierro han mantenido un mejor desempeño relativo (gráfico III.8). Con todo, el significativo ajuste del gasto interno está provocando una importante contracción de las importaciones, en particular las de bienes de consumo de ítems no esenciales y las de capital, lo que provocará un mayor superávit de la cuenta corriente durante este año respecto de lo previsto en el IPoM de marzo (gráfico III.9).

En el ámbito fiscal, desde mediados de marzo a la fecha diversas autoridades del Estado han implementado medidas para apoyar a los hogares y las empresas. El Gobierno ha entregado recursos en torno a US\$17 mil millones, dirigidos a proteger el empleo, apoyar los ingresos de los hogares e inyectar liquidez al sistema productivo, entre otros objetivos. Se agregará a ello el Plan de Emergencia por la Protección de Ingresos de las Familias y la Reactivación Económica y del Empleo recientemente acordado y que considera un fondo de hasta US\$12 mil millones para los siguientes veinticuatro meses. En un comienzo, estos recursos se destinarán a reforzar las transferencias a los sectores más vulnerables de la población a través del Ingreso Familiar de Emergencia. También se fortalecerá la LPE y el Seguro de Cesantía; y se concretará un apoyo a trabajadores independientes formales. Posteriormente, los recursos de este fondo serán destinados a favorecer la reactivación mediante planes de incentivo a los empleos y la inversión. El acuerdo contempla que este esfuerzo adicional sea de carácter transitorio y sea seguido por una consolidación fiscal en el mediano plazo, para evitar que la deuda pública supere el 45% del PIB. El escenario central de proyección de este IPoM considera una estimación preliminar de los efectos de este Plan en el crecimiento económico del 2020 al 2022, según la información disponible hasta ahora. Estimaciones más específicas de sus impactos podrán efectuarse una vez que sus detalles sean aprobados en el Congreso.

GRÁFICO III.9

Importaciones de bienes (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil de tres meses. Series nominales.

Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO III.1

EL IMPACTO DEL COVID-19 EN EL MERCADO LABORAL

La pandemia del Covid-19 está teniendo efectos muy significativos en diversos ámbitos económicos. Las acciones sanitarias voluntarias y obligatorias han afectado fuertemente la actividad. Por un lado, esto ha llevado a una gran caída de las ventas de las empresas y a una fuerte reducción de la demanda por trabajo, en especial en los sectores donde el contacto personal es predominante en el desarrollo de la actividad. Por otro lado, la necesidad de confinarse —voluntaria o involuntariamente— para evitar el contagio ha impedido que muchas personas puedan desarrollar sus actividades de forma habitual. Aunque la adopción rápida del teletrabajo ha permitido mitigar parte de este *shock*, no todas las actividades son adaptables a un esquema de trabajo remoto, por lo que estas restricciones físicas siguen siendo muy relevantes. Un caso llamativo de estos efectos ha sido la fuerte caída que muestra el empleo por cuenta propia, que regularmente actúa como amortiguador en épocas de contracción económica, y que se ha visto impedido de ser realizado por las restricciones sanitarias.

Los diversos indicadores del mercado laboral han reflejado su deterioro, aunque con algunas singularidades propias del tipo de *shock* que se enfrenta y también de las políticas de mitigación que se han adoptado. La Encuesta Nacional de Empleo (INE) mostró un aumento de la desocupación nacional en el trimestre móvil febrero-abril, llegando a una cifra de 9%, que se compara con valores entre 7 y 7,5% que mostró durante gran parte del 2019. Encuestas más recientes, como la que publicó la Universidad Católica, señalan que la tasa de desempleo alcanzó cifras del orden de 11% en mayo. La información administrativa del empleo formal muestra un panorama parecido. De acuerdo con los datos de la Dirección del Trabajo, en marzo del 2020 el número de despidos llegó a casi 300 mil personas (aumento anual de 38%), mientras en abril sumó otras 238 mil personas (aumento anual de 11,4%). Esta alza de los despidos ha sido transversal a todos los sectores, y ha sido especialmente fuerte en sectores como construcción, restaurantes y hoteles, comercio, transporte y servicios.

Si bien este aumento de la desocupación refleja la importante pérdida de empleos que se ha dado en varios sectores económicos, su incremento ha sido menor a la reducción en la tasa de ocupación. En el trimestre móvil terminado en abril, esta

se situó en 52,7%, con una caída brusca en el último registro que la ubica entre 5 y 6 puntos porcentuales (pp) por debajo de lo observado a lo largo del 2019. Comparativamente, esta caída de la ocupación es bastante superior al incremento de la tasa de desocupación, que hasta abril era del orden de 2pp. La razón detrás de esta diferencia es el fuerte aumento de la inactividad (gráfico III.3). De hecho, los datos de la encuesta del INE muestran que más del 95% de quienes perdieron su empleo en el último trimestre móvil, pasaron a la inactividad. Esto significa que son personas que pese a estar sin empleo, y querer uno, no lo están buscando. ¿Qué podría explicar este comportamiento? Una razón plausible es que el conjunto de acciones sanitarias —voluntarias e involuntarias— impide que las personas puedan desarrollar labores remuneradas. Factores como las cuarentenas y el cierre de los colegios, podría apoyar esta hipótesis. Otra razón plausible es el desaliento. El proceso de búsqueda de un trabajo podría detenerse por un tiempo, no solo porque implica costos, sino también porque podría existir la percepción de que no hay suficientes ofertas laborales disponibles. De hecho, el Índice de Vacantes Laborales en Internet que produce el Banco muestra una caída de 65% anual en mayo.

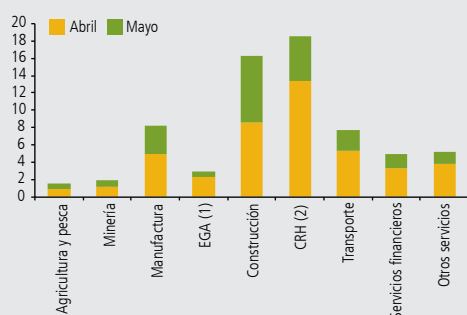
Otro factor de ajuste importante en el mercado laboral ha sido la Ley de Protección del Empleo (LPE). Esta permite la suspensión temporal de la relación laboral en empresas cuyas actividades fueron afectadas total o parcialmente por restricciones sanitarias, permitiendo al trabajador acceder a fondos del Seguro de Cesantía^{1/}. Conceptualmente, la suspensión evita que las empresas despidan a trabajadores por restricciones que afectan su capacidad de generar ingresos de manera temporal, y permite preservar relaciones de empleo valiosas para ambas partes, las cuales pueden ser retomadas una vez superada la contingencia. El programa ha tenido un uso masivo, y al 7 de junio se habían acogido a la LPE más de 610 mil trabajadores (gráfico III.4). Su uso ha sido especialmente importante en sectores como Construcción y Comercio, Restaurantes y Hoteles, alcanzando a cerca del 20% de los trabajadores de dichos sectores (gráfico

^{1/} Para el empleador, la suspensión implica el cese de la obligación de pagar la remuneración y demás asignaciones que no constituyan remuneración. Para cubrir parte de la remuneración de los trabajadores durante la vigencia de la suspensión, el empleador debe solicitar este pago con cargo al Seguro de Cesantía. El empleador deberá seguir pagando las cotizaciones previsionales y de salud, por el total de los ingresos originales, durante el periodo que dure la suspensión del contrato. Los empleos que se acogen a la Ley de Protección del Empleo no son registrados como desempleados en las estadísticas oficiales.

III.10). En todo caso, si bien esta medida permite conservar la relación laboral, igualmente implica una reducción los ingresos de los trabajadores.

GRÁFICO III.10

Trabajadores con solicitud de suspensión aprobada por sector económico
(porcentaje de los trabajadores asalariados formales del sector)



(1) Electricidad, gas y agua. (2) Comercio, restaurantes y hoteles.

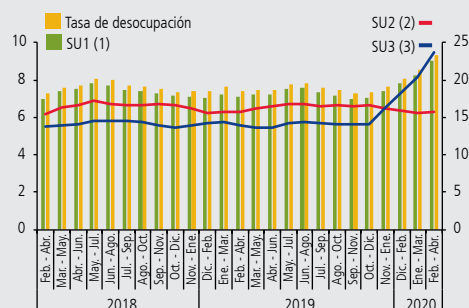
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Pensiones.

La operación de la LPE se refleja claramente en el aumento de los ocupados ausentes y la reducción del número de horas trabajadas que muestra la Encuesta de Empleo del INE. Los datos a abril señalan que la categoría de ocupados ausentes — personas que tienen un empleo, pero no lo están desarrollando en este momento—ha tenido un alza considerable respecto del mismo período del año pasado, llegando a 14% del total de ocupados (5pp más que hace un año). El aumento de los ocupados ausentes también ha impactado el número de horas efectivas trabajadas, que ha bajado a cerca de 35, equivalente a una caída anual de 8,4%.

Algunos indicadores complementarios del mercado laboral dan cuenta de un deterioro mayor al que muestra la tasa de desocupación, coherente con el conjunto de antecedentes que se han descrito. En particular, en el trimestre móvil finalizado en abril, la tasa de subutilización —que considera la fuerza de trabajo potencial— aumentó casi 10pp respecto del mismo período del año previo. Esto se explica por el hecho de que la mayor parte de las personas que recientemente perdieron sus ocupaciones, abandonaron la fuerza de trabajo, ya que en su mayoría no se encuentran buscando trabajo en la actualidad (gráfico III.11). En la práctica, esto significa que —todo lo demás constante— si todos estos inactivos ingresaran a la fuerza de trabajo de una vez, la tasa de desocupación podría aumentar en cifras de ese orden. Por supuesto, ajustes de ese tipo son hipotéticos, pero estos valores dan una mejor calibración del estado del mercado laboral.

GRÁFICO III.11

Tasas de desocupación y subutilización de la fuerza de trabajo (porcentaje)



(1) Tasa de desocupación con iniciadores disponibles. (2) Tasa combinada de desocupación y tiempo parcial involuntario. (3) Tasa combinada de desocupación y fuerza de trabajo potencial.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La globalidad y sincronía del *shock* asociado a la pandemia ha implicado que se estén observado efectos en el empleo en la mayor parte de las economías. En Europa, pese a las restricciones a la actividad, las agresivas políticas de protección del empleo han permitido que el impacto en los principales países de la región haya sido muy acotado. Por ejemplo, Alemania, a través del programa Kurzarbeit, vigente hace más de un siglo, permitió a los empleadores reducir de manera significativa las horas de sus trabajadores, quienes recibieron gran parte del salario perdido a través de fondos públicos. En Francia, el Estado cubrió por dos meses los salarios en empresas que debieron cerrar temporalmente. En América, en cambio, el impacto en la gran mayoría de los países ha sido muy significativo. En Estados Unidos y Canadá hubo una gran pérdida de empleos en abril y mayo, con caídas de la ocupación mayores a 10% anual. Ello se ha traducido en aumentos abruptos de la tasa de desempleo, aunque en el margen los datos de Estados Unidos apuntan al inicio de una recuperación. En Latinoamérica, los datos muestran un deterioro muy importante en Colombia y Perú, en medio de procesos de confinamiento prolongado que aún se mantienen, con caídas muy fuertes de las tasas de ocupación y participación.

Perspectivas

El desarrollo futuro de la pandemia y su impacto económico está sujeto a un grado muy alto de incertidumbre, tal como se refleja en la mayor amplitud en el rango de proyección del 2020, en los escenarios de sensibilidad descritos en el Capítulo V de este IPoM y en la evidencia de recesiones históricas en un conjunto amplio de países (Recuadro V.1). Por el momento, el impacto inmediato de la pandemia ha superado largamente lo previsto y

su evolución futura es muy incierta, pues depende de variables que escapan a factores económicos. En el escenario central se asume que, en la medida que los contagios disminuyan y se logre reactivar la economía, debería producirse una recuperación importante, aunque incompleta de los ingresos. Por un lado, ello se apoyaría en una recuperación rápida de los empleos por cuenta propia, por otro, en que los trabajadores bajo la LPE tendrían una reincorporación más rápida a sus empleos, subiendo sus ingresos una vez que la pandemia sea controlada. Se suma también los empleos en obras suspendidas, lo mismo que los empleos e ingresos variables en comercio, que deberían recuperarse junto con el levantamiento del confinamiento. En el intertanto, el Plan de Emergencia acordado entre el gobierno y parlamentarios extenderá significativamente las transferencias compensatorias a los hogares, elevando su cobertura, monto y duración.

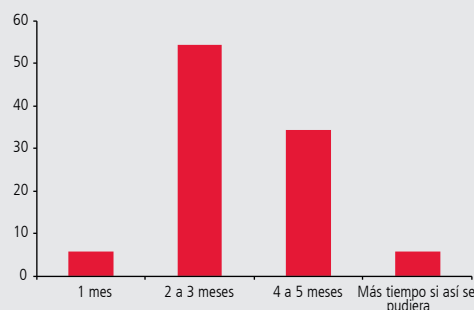
En todo caso, la incertidumbre es alta y no pueden descartarse escenarios distintos. Respecto del mercado laboral y el empleo asalariado, es especialmente preocupante un escenario en que su deterioro se prolongue o acentúe, en particular si persisten restricciones sanitarias relevantes, tanto por el margen intensivo —asociado a la reducción de empleo en empresas que siguen operando— como por el margen extensivo —asociado al cierre de empresas que dejan de ser viables ante el deterioro de las condiciones^{2/}. El desempleo podría permanecer elevado por largo tiempo en la medida que el ajuste de la economía implique una reasignación relevante de puestos de trabajo entre empresas y sectores, lo que además tendría efectos persistentes en los ingresos, en la medida que se requiera reconversión de capital humano.

Entre el 1 y el 8 de junio, el Banco levantó una encuesta entre las personas que participan del Informe de Percepción de Negocios para indagar acerca de la evolución reciente del mercado laboral y sus perspectivas. Dicha encuesta fue respondida por cerca de 230 empresas de todas las regiones y todos los sectores económicos. Los resultados muestran que un porcentaje elevado de quienes responden había realizado alguna desvinculación de personal desde marzo a la fecha, con diferencias en la magnitud de esas desvinculaciones. Llama la atención que entre aquellos que habían realizado despidos, alrededor de un tercio cree que estas tendrán un carácter permanente. Por otro lado, algo menos de la mitad de quienes respondieron se habían acogido a la LPE. Respecto del futuro, los resultados muestran que un porcentaje elevado de los encuestados cree que la suspensión temporal

del empleo y las reducciones parciales de jornadas durarán por varios meses más (gráficos III.12 y III.13). Resalta también que casi la mitad de quienes se han acogido a la Ley ve complejo reintegrar a sus trabajadores una vez que el plazo de la Ley termine (gráfico III.14). En suma, los resultados de la encuesta confirman el complejo panorama para el mercado laboral y señalan elementos que podrían retrasar su recuperación.

GRÁFICO III.12

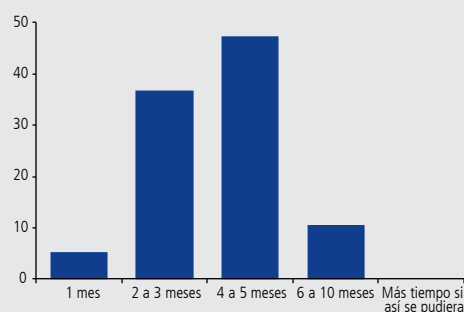
Tiempo estimado de la suspensión laboral
(porcentaje del total de respuestas)



Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.13

Tiempo estimado de la reducción de la jornada laboral
(porcentaje del total de respuestas)

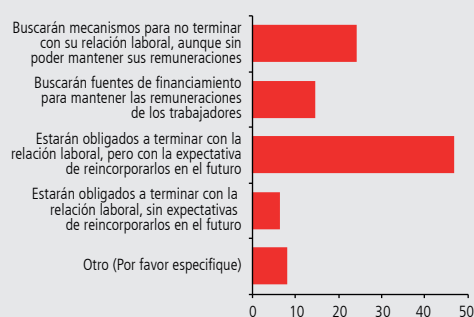


Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

^{2/} Estos efectos pueden verse exacerbados por la existencia de *spillovers* entre empresas conectadas en una red de proveedores y compradores. Un escenario en que se produce la quiebra de empresas centrales a la red – empresas típicamente grandes que están conectadas de manera relevante con muchas empresas – puede afectar de manera severa el empleo en las otras empresas que participan de la red.

GRÁFICO III.14

Medidas que tomarán las empresas sobre la mayoría de los trabajadores cuando finalice el plazo establecido por la LPE (porcentaje del total de respuestas)



Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

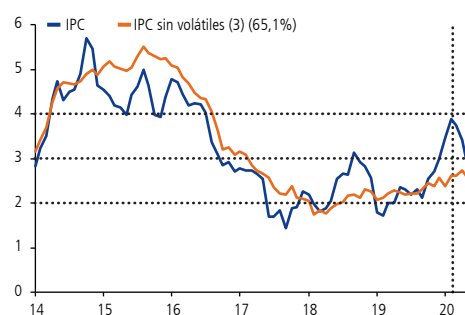
Conclusiones

Los efectos económicos de la pandemia son cuantiosos. En el segundo trimestre del 2020, la actividad está teniendo una significativa contracción, que se ha traducido en una importante pérdida de puestos de trabajo y un alza del desempleo. La singularidad del *shock* ha propiciado ajustes en otras variables del mercado laboral que tienden a ser más estables, en particular un elevado aumento de la inactividad y de los ocupados ausentes. De hecho, medidas más amplias de la desocupación muestran incrementos bastante más significativos. Resalta, en todo caso, que la pérdida de empleo asalariado formal ha sido atenuada en alguna medida por el uso de la LPE.

IV. PRECIOS Y COSTOS

GRÁFICO IV.1

Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPOM de marzo 2020. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPOM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

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

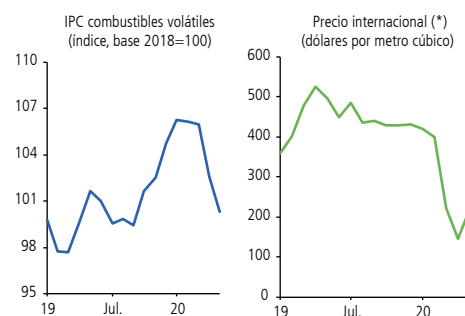
En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de la inflación y los costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias y la visión de los agentes sobre su probable evolución futura.

El empeoramiento del escenario económico causado por la propagación del Covid-19 ha reducido de forma significativa las presiones inflacionarias. La prolongación e intensificación de la emergencia sanitaria ha generado un deterioro de la actividad y demanda local más profundo que lo esperado, provocando un abrupto aumento de la brecha de actividad en lo inmediato. A ello se suma un tipo de cambio que ha retrocedido en relación con los máximos alcanzados en marzo. Así, comparadas con el IPOM previo, las perspectivas para la inflación se revisan de manera importante a la baja, mayormente por su componente subyacente, anticipándose un rápido descenso en los próximos trimestres. Esto se dará en un contexto en el que, entre febrero y mayo, la inflación anual cayó de 3,9 a 2,8%, influida por la importante caída de los precios de los combustibles, toda vez que la inflación subyacente, medida por el IPC sin volátiles^{1/}, se mantuvo en torno a 2,5% (gráfico IV.1).

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN^{2/}

GRÁFICO IV.2

Inflación de combustibles volátiles y precio internacional de la gasolina
(variación anual, porcentaje)



(*) Corresponde a la gasolina de 87 octanos en el mercado estadounidense.

Fuentes: Bloomberg e Instituto Nacional de Estadísticas.

Entre febrero y mayo, el IPC acumuló una variación de 0,2 puntos porcentuales (pp), explicada por el incremento de los precios del componente no volátil (1,0pp en ese lapso) y un aumento del precio de los alimentos volátiles (2,1pp en el periodo). Por el contrario, los precios de los combustibles volátiles acumularon variaciones mensuales negativas de 5,5pp, con lo que su tasa de variación anual bajó hasta -1,3%, desde el 8,6% que mostraba en febrero. El comportamiento de estos precios respondió principalmente a la caída de los precios de la gasolina (-45% entre febrero y mayo en el mercado internacional) (gráfico IV.2). Respecto a las tarifas eléctricas, estas no tuvieron modificaciones en los últimos meses. Así, en el agregado, la inflación anual de energía volátiles se redujo a -0,3% en mayo (10% en febrero).

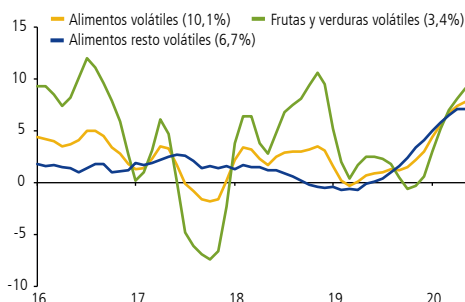
Desde febrero a la fecha los alimentos han mostrado aumentos bastante generalizados. Respecto de sus componentes volátiles, las frutas y verduras acumularon un alza de 3,3pp entre febrero y mayo. Este incremento destaca,

^{1/} Para su definición, así como la del resto de los componentes de la inflación sin volátiles, ver Recuadro IV.1 IPOM diciembre 2019.

^{2/} A menos que se indique lo contrario, las series de inflación y sus componentes utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

GRÁFICO IV.3
Inflación de alimentos volátiles (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses de las variaciones anuales. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.

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

GRÁFICO IV.4
Inflación de servicios no volátiles (1) (2) (3)

(variación anual, porcentaje)

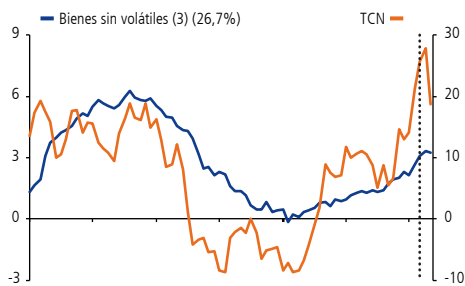


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2020. (2) Su participación en la canasta del IPC total es de 38,4%. (3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

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

GRÁFICO IV.5
Inflación de bienes no volátiles y tipo de cambio nominal (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2020. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

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

pues se observa un comportamiento atípico en su estacionalidad. En lo principal, esto podría relacionarse con los efectos de la escasez hídrica que afecta a algunas regiones del país y su intensificación desde el último trimestre del 2019. Así, su tasa de variación anual alcanzó 11,1% en mayo (8,1% en febrero) (gráfico IV.3). El resto de los alimentos volátiles también acumuló variaciones mensuales positivas, de 1,6pp, entre febrero y mayo. En esta evolución habrían incidido restricciones de oferta, ante los problemas logísticos vinculados a la emergencia sanitaria. Con ello, la tasa de variación anual de los alimentos volátiles pasó de 7,5% a 8,6%, entre febrero y mayo. Los alimentos no volátiles también registraron alzas en el mismo período, posiblemente afectados por una mayor demanda de productos no perecibles. En suma, la inflación anual de alimentos totalizó 6,6% en mayo, lo que se compara con el 6,1% de febrero. Esto se da en medio de una evolución de precios en el mercado mundial de alimentos que, en general, han caído respecto de inicios de año. En específico, el índice de precios de alimentos de la FAO, entre febrero y mayo, pasó de crecer 7,5% anual a caer 6,5% anual.

La inflación de servicios no volátiles, cuyos precios están más ligados al estado de las holguras de capacidad, acumuló una variación de 0,8pp entre febrero y mayo. En este lapso, destacó la caída de los servicios de enseñanza universitaria y de algunos servicios de transportes y telecomunicaciones. Ello, en contraposición con los aumentos que se dieron en las líneas asociadas a salud. La desaceleración de servicios se da en medio de una reducción de los salarios, variables que se han visto afectadas en mayor magnitud que en meses previos debido a la emergencia sanitaria. En términos anuales, la inflación de servicios no volátiles siguió reduciendo su tasa de crecimiento, ubicándose en 2,1% a mayo (2,6% en febrero). De todos modos, desde una perspectiva más amplia, este indicador ha mostrado una continua tendencia a la baja en los últimos años (gráfico IV.4).

En tanto, los bienes no volátiles acumularon una inflación de 1,2pp entre febrero y mayo. La evolución de esta parte del componente subyacente ha ido en línea con la depreciación acumulada del peso desde la segunda mitad del 2019 (gráfico IV.5). En los IPN de los últimos seis meses, las empresas importadoras de insumos han relatado presiones asociadas al aumento del tipo de cambio acumulado en trimestres previos y algunas señalaban que ya se habían realizado los consecuentes ajustes en los precios. De todas formas, el traspaso del movimiento cambiario a los precios se dio con mayor intensidad en categorías como computadores y automóviles nuevos en los últimos meses. Por el contrario, otros productos importados, como vestuario de hombre, mostraron una marcada caída en el registro de mayo. Así, en el agregado, la inflación anual de bienes no volátiles ascendió a 3,2% en mayo (2,7% en febrero).

En cuanto a las sorpresas inflacionarias, los datos efectivos han sido menores que lo previsto en el IPoM de marzo, explicado principalmente por el componente no volátil, en particular por el registro menor al esperado en los servicios de educación universitaria durante marzo. Respecto del componente volátil, hubo efectos compensatorios. Por un lado, las sorpresas a la baja en líneas asociadas a los bienes y servicios, como paquete turístico, algunos productos de vestuario y calzado y el gasto financiero (afectado por la eliminación transitoria del Impuesto de Timbres y Estampillas). Por otro, las sorpresas al alza en los

combustibles, que en su mayor parte estuvieron asociadas a la dinámica del precio del gas.

Es importante destacar que, ante la emergencia sanitaria, tanto en Chile como en otros países han surgido nuevos desafíos asociados al seguimiento de precios en un contexto de múltiples impedimentos de movilización y cierre de establecimientos. Al respecto, el INE emitió una separata técnica^{3/} en la que señala vías alternativas de recolección de datos —sitios web, comunicación con informantes idóneos, o uso de fuentes alternativas—, en caso de que la opción presencial no sea posible. Agregó que, cuando estas alternativas no fueran suficientes para alcanzar la representatividad necesaria, utilizaría métodos de imputación. Uno de ellos es el método de arrastre, que considera tomar los precios del mes pasado como referencia. Estos procedimientos están en línea con las recomendaciones de las instituciones que definen los manuales y directrices en materia de estadísticas de precios como son el FMI y Eurostat. En particular, en el IPC de abril se usó el método de arrastre en algunos servicios de recreación y cultura, y en el IPC de mayo se fueron agregando otros servicios, como paquete turístico, transporte aéreo y determinados servicios de educación^{4/}.

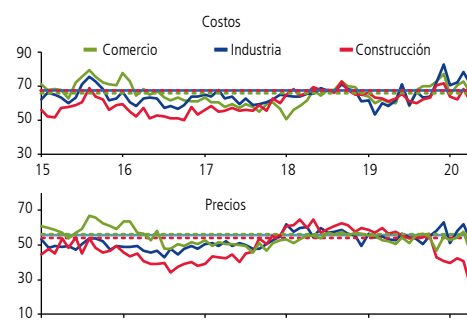
Perspectivas de corto y mediano plazo

Las presiones inflacionarias han tenido un drástico descenso desde marzo. Tanto por el lado de la actividad como del mercado laboral las cifras muestran una ampliación abrupta de las holguras de capacidad, con perspectivas que apunten a una contracción más profunda del crecimiento económico para el 2020. A esto se añade que la reciente apreciación del peso ha reducido las presiones que se habían acumulado en trimestres previos en el frente cambiario. Así, en el escenario central, la inflación bajará hasta valores en torno a 2% para el cierre de este año, proyectándose que solo hacia fines del horizonte de política —el segundo trimestre del 2022— se ubicará en torno a 3% anual.

Los distintos indicadores de expectativas del mercado también han dado cuenta de un escenario con escasas presiones inflacionarias. En el ámbito cualitativo, las expectativas a tres meses plazo sobre la evolución de los costos y precios de venta se redujeron (IMCE), especialmente en la construcción. Este último alcanzó niveles muy por debajo de sus promedios históricos (gráfico IV.6). Respecto a las expectativas de inflación a un año plazo, los seguros de inflación disminuyeron a 1,8% (2,5% en marzo). En tanto, para igual plazo, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) y la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio la recortaron a 1,9% y 2,5%, respectivamente. A dos años plazo, la EOF ubicó la inflación en 2,6% y la mediana de la EEE se mantuvo en 3% (gráfico IV.7). Sin embargo, este último registro muestra un aumento del porcentaje de encuestados que cree que a dos años plazo la inflación será menor a la meta.

GRÁFICO IV.6

IMCE: expectativas de costos y precios (1) (2)
(índice de difusión)

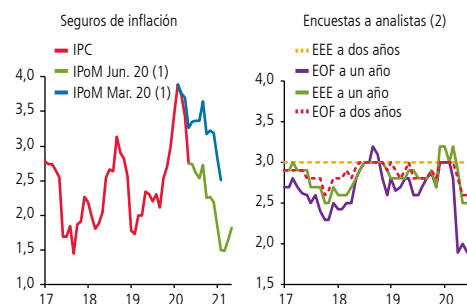


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (2) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta mayo del 2020 para cada serie.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO IV.7

Expectativas de inflación
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el IPoM de marzo 2020 y junio del 2020, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 25/03/2020 y al 10/06/2020, respectivamente. (2) 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 11/06/2020. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

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

^{3/} Para mayores detalles metodológicos, ver INE: Separata Técnica: Índice de Precios al Consumidor, Contingencia Covid-19, mayo de 2020.

^{4/} Ver INE: Separata Técnica: Índice de Precios al Consumidor, mayo de 2020.

V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Este capítulo presenta la trayectoria más probable para la política monetaria en los próximos dos años. Esta se basa en la evaluación del Consejo de la dinámica proyectada para la inflación en el horizonte de política, dada la información disponible al cierre de este IPoM. Además, describe escenarios de sensibilidad y explica cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria en esos casos.

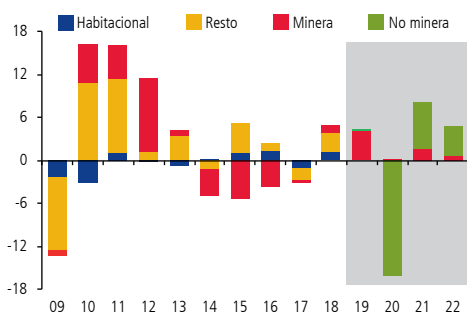
EVOLUCIÓN DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO 2020-2022

La evolución del Covid-19, junto con medidas de contención sanitarias más estrictas y prolongadas, están provocando efectos significativos sobre la actividad y la demanda. Los datos de marzo y abril mostraron caídas del Imacec de 3,1 y 14,1% anual, con descensos mayores en aquellos sectores donde el contacto entre personas es más relevante o su actividad se detiene por el establecimiento de cuarentenas. En concordancia, estos mismos sectores son los que han sufrido más pérdidas de empleo en los últimos meses y donde un mayor número de trabajadores ha sido incorporado a la Ley de Protección del Empleo (Recuadro III.1). En este contexto, y teniendo presente las cuarentenas vigentes en gran parte de la Región Metropolitana y de Valparaíso, las proyecciones de contracción económica para el segundo trimestre han aumentado de forma significativa. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio prevé el PIB caerá 13% anual en dicho período, que se compara con la caída de 7% que anticipaba en la Encuesta de mayo.

Hacia adelante, la elevada incertidumbre sobre la evolución de la pandemia hace difícil determinar la duración y profundidad que tendrá su impacto en la economía. La experiencia de otros países, que ya han iniciado el desconfinamiento, podría dar alguna aproximación de cómo podría ser la respuesta sanitaria y económica a la reapertura de las ciudades (Recuadro I.1). Sin embargo, estos procesos son aún recientes como para detectar patrones con claridad. De hecho, mientras en Europa no se han dado rebrotes importantes, en países como Israel, Irán y algunas regiones de China, el aumento de los contagios llevó a reestablecer prácticas más estrictas o anunciar una eventual reposición de los confinamientos. La propagación de la enfermedad también está sujeta a la influencia de factores idiosincráticos o medioambientales propios de cada país y no es evidente cómo será el desempeño relativo de Chile en esta dimensión. Por otra parte, existen muchas dudas acerca del impacto que tendrá la alta incertidumbre y la pérdida de puestos de trabajos e ingresos de hogares y empresas en las perspectivas de la demanda.

GRÁFICO V.1

Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)
(puntos porcentuales)

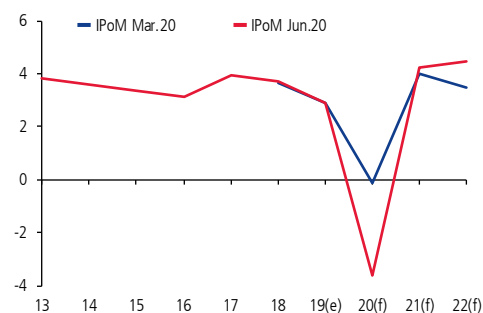


(*) La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para las proyecciones de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.2

Crecimiento de los socios comerciales
(variación anual, porcentaje)



(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este contexto de mayor incertidumbre ha tenido un efecto evidente en las proyecciones que realizan organismos públicos y privados. Por ejemplo, los pronósticos para la evolución de la actividad mundial en el 2020 y 2021 muestran una amplitud poco habitual, con revisiones de magnitudes elevadas en períodos de tiempo bastante acotados. Las proyecciones para el crecimiento de Chile también muestran diferencias significativas. Los resultados de la EEE de junio señalan la existencia de dos grupos bastante marcados, uno que estima que la contracción del PIB de este año sería inferior a 4,5% y otro que anticipa que será superior a 5%. Algo similar se aprecia el 2021, cuando las expectativas respecto del crecimiento del año se dividen en grupos que estiman que superará el 4% y otros que contemplan que será inferior a 3,5%. Afectados por la misma incertidumbre, la realización de proyecciones también se ha vuelto más compleja para los bancos centrales. Es así como la comunicación de estos pronósticos ha tenido cambios importantes en las últimas semanas, combinando casos en que se han ampliado los rangos de proyección, se ha dejado de publicar proyecciones puntuales y, en general, se ha advertido de la incertidumbre que rodea las proyecciones (Recuadro V.2).

En este IPoM, recogiendo el inusual aumento de la incertidumbre, el Consejo ha decidido aumentar el ancho del rango de proyección de la variación del PIB de 0,75 puntos porcentual a dos puntos porcentuales en el 2020 y el del 2021 desde uno a 1,5 puntos porcentuales. Para el 2022, se mantiene un rango de proyección de un punto porcentual, considerando que para esas fechas deberían haberse disipado algunas incertidumbres relevantes, como la duración de las medidas más restrictivas de confinamiento y el impacto del reciente Plan de Emergencia acordado entre el Gobierno y la Comisión de Hacienda ampliada. Considerado lo anterior, el Consejo proyecta que este año la economía tendrá una contracción de entre 5,5 y 7,5% anual, mientras que en el 2021 y 2022 crecerá entre 4,75 y 6,25%, y entre 3 y 4%, respectivamente. Respecto del escenario central de proyección, este sigue presentando un encuadre macroeconómico que da cuenta de valores puntuales para la variación proyectada del consumo y la inversión, entre otros. Sin embargo, el contenido informativo de estas cifras, lo mismo que el de los rangos de crecimiento, es menor al habitual dado el ya comentado aumento de la incertidumbre.

Con todo, en el escenario central se proyecta una evolución de la economía en que las medidas de contención sanitarias más estrictas se irán relajando paulatinamente durante el tercer trimestre. Ello implica que se reducirá la extensión geográfica de las cuarentenas actualmente en vigencia, para luego darlas por finalizadas, pero que persistirán medidas de distanciamiento social, tanto obligatorias como voluntarias. Ello llevará a una recuperación gradual, pero heterogénea entre los distintos sectores económicos, siendo más lenta en los que implican una mayor interacción personal. Con esto, la economía comenzará a mostrar velocidades de expansión trimestre a trimestre positivas a partir del tercer cuarto, más allá de que la variación anual de la actividad seguirá siendo negativa.

En este escenario, el consumo total se contraerá 4,2% en el 2020, empujado por su componente privado, donde el consumo de bienes durables tendrá el mayor retroceso este año. Esto es coherente con la baja de los ingresos, parcialmente compensado por los subsidios entregados por el Gobierno; también con el

aumento de la carga financiera de los hogares, el rol de la incertidumbre sobre la evolución futura de los ingresos y la mayor dificultad en el acceso al crédito. Este escenario considera que en la medida que se vaya reactivando la economía, el empleo y los ingresos comenzarán a recuperarse e impulsarán el consumo, en particular para aquellos trabajadores que ejercen ocupaciones por cuenta propia o han sido acogidos a la Ley de Protección del Empleo.

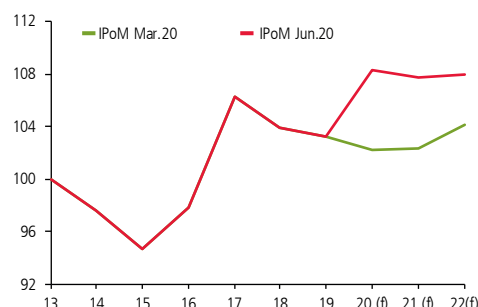
Para la formación bruta de capital fijo (FBCF), el escenario central contempla una contracción de 15,9% el 2020. Ello principalmente, por el significativo descenso de la inversión no minera (gráfico V.1). Además de los resultados efectivos más magros ya conocidos, las perspectivas para el segundo trimestre se ven afectadas por la reprogramación en la ejecución de grandes proyectos de inversión que informa el catastro de la CBC. Se añade el supuesto de que las empresas destinarán gran parte de sus recursos a cubrir las necesidades de caja, manteniendo acotado el gasto en inversión durante algunos trimestres. De hecho, distintos sondeos entre quienes participan del IPN apuntan a la detención del grueso de los proyectos considerados no esenciales para el funcionamiento de los negocios. Una fracción de estos añade que las posibles solicitudes de créditos durante los próximos seis meses serán por necesidades de liquidez y no para inversiones. La inversión inmobiliaria también se verá afectada, por un menor inicio de nuevas viviendas, ante una demanda que evidencia una disminución.

En el 2021, el escenario central supone un importante rebote en las tasas de crecimiento de los componentes del gasto, lo que en parte es la respuesta natural a la profunda caída prevista para el 2020. Así, en dicho escenario, el consumo crecerá 6,6% el 2021, tasa que se reducirá a 3,2% el 2022, coherente con una economía que va ajustándose hacia tasas de expansión acordes con su crecimiento de tendencia. Por su parte, la inversión tendrá expansiones de 8,0% anual el 2021 y 4,7% anual el 2022. El crecimiento previsto para ambos años considera que la pandemia ya estará bajo control, lo que reducirá las medidas de distanciamiento social, permitiendo un libre desempeño de las actividades económicas y el respectivo incremento del empleo y los ingresos. Asimismo, considera la continuación de los grandes proyectos de inversión y un impulso externo más elevado, en cuanto la economía mundial también vaya superando los embates de la pandemia. En todo caso, un punto de atención relevante en estas proyecciones es cómo afectará a la evolución futura de la inversión el aumento del endeudamiento corporativo que se ha dado para cubrir las necesidades de caja actuales.

El importante impulso fiscal en respuesta a la pandemia del Covid-19 ha ayudado a mitigar su impacto y también apoyará la recuperación del consumo y la inversión, especialmente el próximo año. El escenario central incluye preliminarmente, de acuerdo con los antecedentes hasta ahora conocidos, los efectos del Plan de Emergencia para la Protección de Ingresos de las Familias y la Reactivación Económica y del Empleo, que contempla un fondo de hasta US\$12 mil millones en los próximos veinticuatro meses. Estimaciones más específicas de sus impactos se podrán hacer una vez que sus detalles sean aprobados en el Congreso. El conjunto de medidas, entre otros objetivos, busca proteger el empleo, dar apoyo al ingreso de los hogares, inyectar liquidez al sistema productivo e impulsar la recuperación económica, por ejemplo, a través del aumento de la inversión pública en infraestructura y vivienda.

GRÁFICO V.3

Términos de Intercambio
(índice 2013=100)

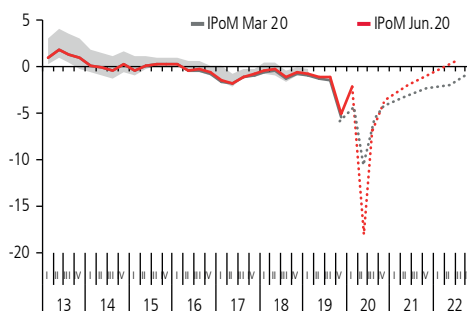


(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4

Brecha de actividad (1) (2) (3)
(porcentaje)

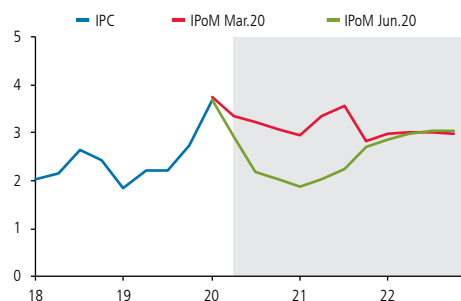


(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Aldunate et al. (2019).

(2) Línea punteada corresponde a la proyección del modelo semi-estructural (MSEP).

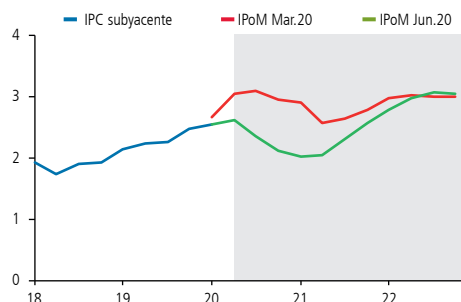
(3) El cálculo de la brecha en el IPoM de marzo, derivado del modelo MSEP, consideró un crecimiento anual para el PIB no minero potencial de 1,4%, 1,9% y 2,4% para el 2020, 2021 y 2022, respectivamente. Para este IPoM se utiliza la inferencia de productividad del modelo XMAS, por lo que contempla una proyección para el PIB potencial de -1,7%, -0,2% y 1,9%, respectivamente. Para más detalles ver Banco Central de Chile (2020), Uso de Modelos Macroeconómicos.

Fuente: Banco Central de Chile

GRÁFICO V.5
Proyección de inflación IPC (1) (2)
(variación anual, porcentaje)


(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2020, corresponde a la proyección.

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

GRÁFICO V.6
Proyección de inflación IPC subyacente (1) (2) (3)
(variación anual, porcentaje)


(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC sin volátiles que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2020, corresponde a la proyección. (3) Para el IPoM de marzo corresponde al IPCSAE mientras que para este IPoM corresponde al IPC sin volátiles.

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

El impulso externo que recibirá la economía chilena este año será sustantivamente menor que lo estimado en marzo, principalmente porque se prevé una recesión global mucho más profunda (gráfico V.2). En el escenario central, se supone una contracción del PIB mundial de 4,5% para este año, con caídas superiores a 8% en la Eurozona y América Latina. En cuanto a la actividad de los socios comerciales, se prevé una baja de 3,6% en el 2020, resultado que contiene un avance de 0,6% de China y una caída de 6,4% en EE.UU. Para el 2021-2022, el escenario central supone una recuperación importante del mundo y de los socios comerciales, que anotarán tasas de expansión en torno a 4,5% en ambos años.

Aunque persisten por debajo de los niveles de inicios de año, los precios de la mayoría de las materias primas tuvieron un repunte respecto de fines de marzo. Con ello, el escenario central eleva las perspectivas para el cobre y el petróleo (promedio Brent-WTI) en el 2020, hasta valores de US\$2,5 la libra y US\$40 el barril, respectivamente (US\$2,15 y 34 en marzo). Para el bienio 2021-2022 se sigue considerando una trayectoria ascendente de estos precios. En particular, se estima un valor promedio del cobre de US\$2,68 la libra durante ese período y del petróleo de US\$45 el barril (US\$2,65 y 47 en marzo). Con ello, los términos de intercambio tendrán una trayectoria por sobre la considerada en marzo durante todo el horizonte de proyección (gráfico V.3).

Respecto de la cuenta corriente, se proyecta un superávit de 0,8% del PIB este año (0,3% en marzo). Tras esta revisión está una contracción de las importaciones y exportaciones que se anticipa más profunda que en marzo, pero con un ajuste más marcado en el caso de las primeras. Esto, en línea con la importante disminución que se prevé del gasto interno, que no logrará ser contrarrestada del todo por el mayor desahorro del Gobierno. También inciden en la corrección el alza de los términos de intercambio, en particular la revisión del precio del cobre. Por su parte, y coherente con un ajuste de la cuenta corriente que responde más a cantidades que a precios, la estimación del déficit de la cuenta corriente a precios de tendencia también tiene un ajuste importante, reduciéndose a 1% el 2020, desde 4,8% el 2019^{1/}.

La caída de la actividad más profunda que lo previsto en el segundo trimestre, ha llevado a una abrupta apertura de la brecha. Ello, es parcialmente compensado por los efectos negativos sobre el crecimiento potencial en los últimos meses, debido a la caída de la productividad por las medidas más estrictas de control de la pandemia. Hacia adelante, la brecha se irá reduciendo, cerrándose durante el primer trimestre del 2022 (gráfico V.4). De hecho, la trayectoria prevista para el PIB supone que solo hacia mediados del 2022 recuperará los niveles del tercer trimestre del 2019. Con todo, estas proyecciones están sujetas a un grado de incertidumbre mayor que el habitual y no incluyen cambios en el crecimiento tendencial.

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

En el escenario central, la drástica reducción de las presiones inflacionarias llevará a que la variación anual de la inflación total y subyacente se reduzca hasta cifras del orden de 2% en los próximos trimestres, convergiendo a la meta de 3% hacia fines del horizonte de política, el segundo trimestre del 2022 (gráficos V.5 y V.6).

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

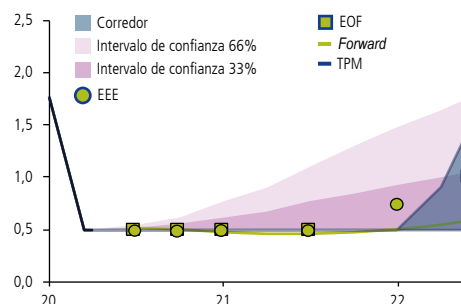
En la Reunión de Política Monetaria de mayo el Consejo decidió mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en lo que actualmente estima es su mínimo técnico: 0,5%. Junto con ello, señaló que la política monetaria se mantendría en una posición altamente expansiva por un extenso período de tiempo y que evaluaría opciones para intensificar el impulso monetario y apoyar la estabilidad financiera a través de instrumentos no convencionales, en caso de que la evolución de la economía así lo requiriera.

En la Reunión de junio, el Consejo mantuvo la TPM en 0,5%, la única opción que discutió para la tasa. Asimismo, ante el deterioro del escenario macroeconómico, la necesidad de aumentar el impulso monetario, y en coherencia con lo señalado en mayo, el Consejo decidió ampliar las medidas no convencionales en ejecución. Primero, decidió poner en marcha una segunda etapa de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). En esta segunda etapa, la facilidad comprometerá fondos por US\$16 mil millones y una vigencia de ocho meses. Además, considera el fortalecimiento de los incentivos para la entrega de crédito bancario a pequeñas y medianas empresas, y a oferentes de crédito no bancarios. Segundo, acordó implementar un programa especial de compra de activos actualmente elegibles para el Banco, que en su primer mes de vigencia contemplará un monto de US\$1.500 millones.

Hacia adelante, el Consejo evalúa que la política monetaria continuará en una posición altamente expansiva por un largo período de tiempo, de modo de asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de dos años y apoyar la estabilidad financiera. En particular, el Consejo estima que, en el escenario central, la TPM se mantendrá en su mínimo técnico al menos durante todo el horizonte de política de dos años. Asimismo, seguirá evaluando la ampliación de las medidas no convencionales y/o la adopción de medidas diferentes de acuerdo con las necesidades de la economía y las facultades legales del Banco.

Como siempre, existen escenarios de sensibilidad, donde la evolución de la situación macroeconómica podría significar ajustes al impulso monetario. En esta ocasión, dado lo que se requiere para lograr la convergencia de la inflación, dichos escenarios de sensibilidad —reflejados en el corredor de la TPM— llevan a que, en cualquiera de ellos, la TPM deba ubicarse en su valor actual durante casi todo el horizonte de política^{2/} (gráfico V.7). Los escenarios de sensibilidad considerados difieren en el supuesto que se realiza sobre la

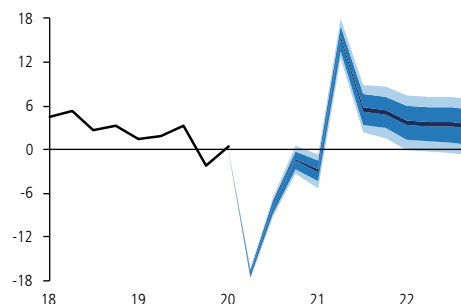
GRÁFICO V.7
Corredor de TPM (*)
(porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020. Incluye la EOF del 11 de junio, la EEE del 9 de junio y la curva *forward* que se deriva de los precios de los activos financieros al cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.

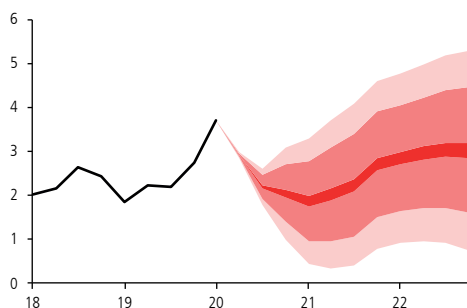
GRÁFICO V.8
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)



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

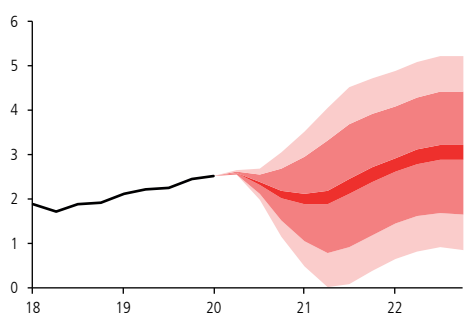
Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} El corredor de TPM muestra el rango de trayectorias coherentes con el escenario base, que incluye el escenario central de proyecciones y aquellos escenarios de sensibilidad que son coherentes con expansiones de la actividad en los límites superior e inferior del rango de proyección, pero que podrían requerir trayectorias diferentes de la TPM para lograr la convergencia inflacionaria en el horizonte de política. Recuadro V.1, IPoM marzo 2020.

GRÁFICO V.9
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019.

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

GRÁFICO V.10
Proyección de inflación IPC subyacente (*)
(variación anual, porcentaje)


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. Para este IPoM el IPC subyacente se refiere al IPC sin Volátiles.

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

evolución de la pandemia y la posterior recuperación de la economía. En primer lugar, podría darse un escenario más benigno, que permita una recuperación más rápida de la economía. Ello podría darse, por ejemplo, por una evolución más favorable de la pandemia lo que podría implicar un rebote más rápido de la actividad en la segunda parte del año, permitiendo una recuperación más vigorosa del consumo y la inversión. El cierre más temprano de la brecha de actividad que se produciría en este contexto adelantaría en algo la convergencia de la inflación a la meta. El impulso externo sería mayor ante una recuperación más rápida de la actividad mundial, lo que también impacta positivamente en el precio de las materias primas. De darse este escenario de mayor dinamismo, es posible que la normalización de la política monetaria pueda comenzar hacia fines del horizonte de política, como se refleja en la parte superior del corredor de la TPM.

Por otro lado, tampoco puede descartarse un escenario más negativo en que el control de la pandemia tarde más que lo previsto o se extienda a más zonas geográficas o deje heridas en algunos sectores económicos que dificulten su recuperación. Ello, tendría un impacto aún más negativo en la actividad, considerando que el impulso externo también se vería afectado por el rebote de los contagios en otros países. En este escenario, la economía alcanzaría los niveles previos a la pandemia recién a fines del 2022, poniendo mayores dificultades al proceso de convergencia de la inflación.

Contemplando estos escenarios y en concordancia con la elevada incertidumbre y la dificultad para asignar una probabilidad específica a cada escenario, el Consejo considera que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación está equilibrado (gráficos V.8, V.9 y V.10). Esta dificultad para diferenciar la probabilidad de ocurrencia de escenarios de sensibilidad de la del escenario central se refleja en buena medida en la ampliación excepcional del rango de proyección para el 2020 y 2021.

Con todo, escenarios aún más negativos que los planteados merecen especial atención. La magnitud de los efectos de la pandemia es significativa y si bien las autoridades monetarias y fiscales han implementado un inédito conjunto de medidas, no es posible asegurar que la dimensión o duración de los daños no serán mucho mayores que lo supuesto, poniendo en riesgo la estabilidad financiera. En una situación de ese tipo, con la tasa de política monetaria ya en su mínimo técnico, es posible que el Banco deba extremar el uso del instrumental de políticas que posee. En tal sentido, el Consejo valora especialmente el apoyo que han expresado los parlamentarios de la Comisión de Hacienda del Senado a una reforma constitucional y legal que amplíe las facultades de la Institución para actuar en situaciones excepcionales en que lo requiera especialmente la preservación de la estabilidad financiera.

RECUADRO V.1

RECUPERACIÓN ECONÓMICA POST PANDEMIA

Introducción

La pandemia del Covid-19 ha forzado a las autoridades a imponer medidas obligatorias de suspensión de actividades comerciales, educativas y profesionales, así como cuarentenas en numerosas comunas. Además, los hogares han disminuido voluntariamente sus actividades de consumo y trabajo para reducir la posibilidad de contagio. Estas decisiones han tenido consecuencias económicas significativamente más negativas que las estimadas en el IPoM de marzo. Asimismo, existe un altísimo grado de incertidumbre respecto de las perspectivas de mediano plazo de la economía, dependiendo de cómo evolucionen los contagios, las medidas de restricción, y las decisiones de hogares y empresas una vez terminen las cuarentenas.

En este Recuadro se revisa evidencia tanto de recuperaciones tras recesiones fuertes que han ocurrido en la historia reciente, como de los principales mecanismos que han sido importantes en estos episodios. Así mismo se revisa la evidencia preliminar de la recuperación que ya está ocurriendo en otras economías. Con esto se intenta dar cuenta de qué elementos podrían ser los relevantes durante la recuperación post-pandemia.

La evidencia histórica muestra que, ante *shocks* recesivos de gran magnitud, las recuperaciones económicas tienden a ser más lentas, posiblemente explicadas por fenómenos de histéresis en el mercado laboral, otras no-linealidades asociadas con la destrucción de cadenas productivas y relaciones laborales, y complicaciones en mercados financieros derivados de estas destrucciones. En una situación como la actual, que afecta directamente a las empresas, el riesgo que se rompan estas relaciones económicas y se incurran en dichas no-linealidades es alto.

Es necesario, no obstante, tomar esta evidencia como solo indicativa de cómo podría ser la recuperación post-pandemia pues la naturaleza del actual *shock* —de tipo sanitario— se diferencia de recesiones anteriores, y no se tiene evidencia sistemática histórica de recuperaciones ante *shocks* comparables. Asimismo, la magnitud de los programas de apoyo fiscal y monetario no tienen precedentes. Sobresale su énfasis en

mantener el empleo y el crédito, previniendo que las relaciones comerciales y laborales se rompan, disminuyendo así los daños en la economía generados por la contracción fuerte en actividad económica. De lograrse, la recuperación posterior podría ser más vigorosa que aquellas observadas en la historia reciente.

Recuperaciones económicas: el rol de la histéresis y las no-linealidades

La literatura que estudia las recuperaciones económicas que siguen tras recesiones fuertes muestra que *shocks* recesivos de gran magnitud están asociados a recuperaciones más lentas, comparados con aquellos que han dado origen a recesiones de menor magnitud. Asimismo, se han identificado varios canales por los cuales las recesiones tienden a veces a propagarse en el tiempo, haciendo de las recuperaciones un proceso lento. Blanchard et al. (2015), usando datos de 122 recesiones en 23 países desarrollados, entre 1960 y el 2015, muestran que el 70% de las veces el PIB permanece por debajo de la tendencia pre-recesión. Esto se explica, en parte, por el tipo de *shock* que afecta a la economía, que puede tener efectos directos en el corto y largo plazo (crisis financieras, *shocks* de oferta), pero también por la presencia de histéresis (persistencia de los efectos), que implica que las recesiones pueden tener efectos permanentes sobre el nivel de producto en relación a su tendencia. Los motivos que sustentan esta hipótesis son i) un desempleo alto, que se puede convertir en permanente para muchos trabajadores por pérdida de capital humano; ii) la reducción de la inversión y consiguiente disminución del stock de capital; y iii) la reducción de I&D que ocasiona bajas permanentes de la productividad, entre otros.

Además, los *shocks* de magnitud elevada pueden tener efectos más que proporcionales en la actividad debido a otras no-linealidades. Estas incluyen destrucción de cadenas productivas, relaciones financieras entre deudores y bancos; costos fijos de liquidación e iniciación de empresas, costos fijos de exportar, etc., que retarden o impidan el retorno a una senda de crecimiento tendencial cuando un *shock* produce una caída fuerte del producto. Estos mecanismos no operarían, o serían mucho menos relevantes, cuando el *shock* es de menor magnitud.

La tabla V.1. complementa el trabajo de Blanchard et al. (2015) identificando 575 episodios de recesión fuerte en un conjunto mucho mayor de países —138 en total— en el periodo 1960-2014. Sobre este grupo de eventos se estudia el comportamiento del PIB en los dos años siguientes al episodio recesivo. La tabla muestra la tasa de crecimiento promedio (entre episodios) para el primer año de la recesión (t_0) y los dos años subsiguientes (t_0+1 y t_0+2) para dos grupos de eventos: (i) recesiones donde el decrecimiento en t_0 fue menor a 5%; (ii) recesiones donde el decrecimiento en t_0 fue mayor a 5%. Se observa que la tasa de crecimiento en t_0+1 es cuatro veces menor para el grupo de recesiones más severas. En t_0+2 hay un rebote mayor para el grupo de recesiones severas, pero el nivel del PIB sigue estando por debajo del previo a la recesión en cerca de 4%, mientras que para el grupo de recesiones menores a 5%, el nivel del PIB supera al pre-recesión en casi 3%^{1/}.

La tabla V.2 complementa el análisis presentando los resultados de una regresión entre el crecimiento acumulado en los dos primeros años de cada recesión contra la tasa de crecimiento en el primer periodo de la recesión. Si hubiera un rebote en el año siguiente a la crisis, se esperaría que el crecimiento acumulado fluctúe alrededor de cero y que no tuviera correlación significativa con la magnitud de la crisis en el periodo inicial. Este efecto rebote pareciera estar en el grupo de crisis con decrecimiento en t_0 menores a 5% pues el coeficiente es bajo, a pesar de ser significativo, y la bondad de ajuste, medida por el R^2 , es baja (0.013). En contraste a esto, para el grupo de crisis con una caída en t_0 mayor a 5%, la relación entre el crecimiento acumulado y la caída en el periodo inicial es significativa y cercana a 1, lo que indica la ausencia de un efecto rebote en el segundo periodo, y el R^2 es significativamente mayor (0.449). El gráfico V.11 muestra las observaciones asociadas con cada uno de los grupos analizados, y se puede apreciar nuevamente que existe una relación entre la profundidad de la recesión en el primer año y el crecimiento acumulado para aquellos episodios recesivos mayores a -5%.

^{1/} Los resultados se mantienen de forma cualitativa si se escoge un umbral más pequeño de 2% (en vez de 5%) para definir los dos tipos de episodios recesivos. Finalmente, los resultados de las regresiones en la tabla V.2 se mantienen cuando controlamos por nivel de desarrollo, medido a través del PIB per cápita inicial del país. Ver Valencia y Villacorta (2020).

TABLA V.1

Crecimiento promedio entre crisis

	t_0	t_0+1	t_0+2
Crecimiento en t_0 ≤ 5%	-1,83%	1,68%	2,32%
Crecimiento en t_0 > 5%	-8,60%	0,36%	3,59%

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.2

Crecimiento acumulado (1)

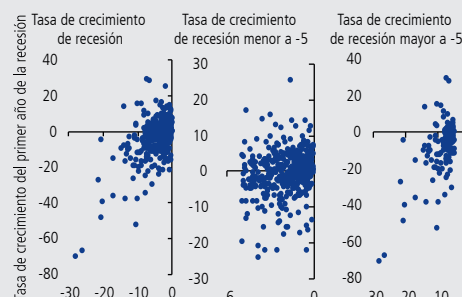
	Todas	Menores a -5%	Mayores a -5%
Crecimiento en t_0	1.039***	0.291**	1.185***
R^2	0,290	0,013	0,449
Observaciones	575	447	128

Fuente: Banco Central de Chile.

(1) Asteriscos (*, ** y ***) indican significancia estadística al 10, 5 y 1%, respectivamente

GRÁFICO V.11

Crecimiento acumulado versus crecimiento en primer año de la recesión (*) (porcentaje)



(*) La tasa de crecimiento acumulado es la suma de la tasa de crecimiento en t y en $t+1$, siendo t el período de recesión.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los ejercicios anteriores reafirman la idea de que *shocks* de gran magnitud tienen mayor probabilidad de generar recuperaciones más lentas que otras generadas por *shocks* menores. Otro mecanismo que puede profundizar la recesión y provocar una persistencia mayor es el que opera a través del sistema bancario. Si la crisis llega a afectar el patrimonio de los bancos, se puede generar un efecto amplificador de la recesión vía restricciones al crédito que depriman la inversión agregada (Gertler y Kiyotaki, 2010). Esto último puede cobrar importancia en el contexto del Covid-19, en el caso de que los problemas de liquidez que enfrentan las empresas puedan volverse una crisis de solvencia. Esto puede suceder si muchas empresas dejan de ser rentables por cambios estructurales en la demanda generados por la

pandemia, o porque, en la búsqueda de liquidez, las terminen con excesivo endeudamiento (Stein et al. (2020), Segura y Villacorta (2020))^{2/}. Como se describe a continuación, hay ya evidencia parcial de este cambio estructural para algunas economías.

Reasignación de recursos intra e inter-sectorial durante la recuperación

Otro mecanismo de propagación, que puede además implicar una recuperación lenta y asimétrica entre sectores, se debe al hecho de que es probable que medidas más o menos restrictivas de distanciamiento social sean necesarias durante un tiempo prolongado, hasta que se encuentren tratamientos más eficaces que resten peligrosidad a la enfermedad o se logre inmunidad de manada en la población. Además, puede haber efectos más o menos permanentes sobre las preferencias de la población debido al temor de contagio, al cambio de hábitos higiénicos y a la adopción de nuevas tecnologías en la vida cotidiana. Finalmente, la destrucción de empleo y empresas en sectores más fuertemente afectados por la crisis sanitaria puede hacer que estos sectores pierdan capital físico y humano específico que sea lento de recuperar. Todos estos factores pueden llevar a reasignaciones intra e inter-sectoriales, desde empresas/sectores intensivos en contacto persona a persona hacia empresas/sectores donde el contacto es evitado, por un tiempo prolongado más allá de la duración de las medidas de mitigación.

Barrero et al. (2020) muestran evidencia reciente y preliminar de esta reasignación en EE.UU. Utilizando datos a nivel de firmas —provenientes de la encuesta de incertidumbre en los negocios (SBU en inglés)— los autores muestran que la tasa esperada de reasignación de empleo entre empresas se incrementó desde 1,54% en enero a 5,39% en abril. Asimismo, la tasa esperada de reasignación de ventas entre empresas pasó de 0,24% en enero a 3,78% en abril^{3/}. Estos indicadores sugieren un aumento probable en la reasignación de puestos de trabajo entre empresas en el transcurso del año, así como también una reasignación en la demanda esperada. Además, los autores calculan que cerca del 42% de los puestos de trabajo que se han destruido hasta ahora en ese país como consecuencia de la emergencia económica, se perderán de forma permanente, producto de la reasignación del empleo hacia otras empresas y/o actividades.

Conclusiones

La evidencia histórica de contracciones fuertes en la actividad económica muestra que pueden llegar a darse fenómenos de histéresis en el mercado laboral, y otras no-linealidades asociadas con la destrucción de cadenas productivas y relaciones laborales que hacen que ante recesiones profundas la recuperación sea menos rápida y fuerte que en recesiones más suaves.

Pero la naturaleza de esta fuerte contracción económica es distinta a episodios recesivos anteriores. Que tanto más rápida resulte esta recuperación frente a otros episodios históricos de contracciones fuertes dependerá de los mecanismos de histéresis tradicionales que han operado históricamente en otros episodios recesivos fuertes, de cómo evolucione la epidemia en el plano local y la pandemia a nivel global y, finalmente, de si hay reasignaciones estructurales más o menos permanentes. Las políticas fiscales de protección de empleo que se están desplegando —en el mundo, y en Chile en particular— apuntan a permitir una reactivación rápida y vigorosa.

Otra lección importante que arroja la revisión de la literatura es que las crisis que detonan en problemas mayores en el sistema financiero tienden a dejar huellas más permanentes. Para evitar esto, las políticas monetarias de apoyo al crédito que se han desplegado son claves en la medida que permitan evitar una propagación aún mayor del *shock* económico del Covid-19. La política monetaria está llamada a jugar un rol importante en proveer la liquidez necesaria para apoyar distintos programas. Pero también es preciso entender los límites que tiene, pues debe tener cautela para no asumir un riesgo de crédito relevante al hacerlo —rol que recae en la política fiscal. Por esta razón, en la actual situación es fundamental una estrecha coordinación entre la política monetaria y fiscal. Un ejemplo de ello ha sido el funcionamiento de la FCIC, que en sus distintas etapas busca proveer la liquidez necesaria a la banca para que preste a empresas, muchas de ellas con garantías estatales parciales. El Consejo continuará monitoreando con especial atención la evolución de la solvencia de distintos agentes, pudiendo reforzar estas políticas en la medida que la evolución de la economía así lo requiera.

^{2/} Si bien el canal financiero es sin duda relevante, no es el único que explica la recuperación lenta tras recesiones fuertes. Los resultados de las regresiones en la tabla V.2 son cualitativamente similares si se considera una submuestra de 493 episodios donde se excluyen crisis bancarias, lo cual sugiere que las no-linealidades descritas van más allá de fenómenos asociados con disrupciones en mercados financieros y son esenciales para explicar la persistencia en las recesiones. Ver Valencia y Villacorta (2020).

^{3/} El indicador de reasignación de empleo resume cuánto del cambio del empleo en el grupo de empresas que reportan un decrecimiento del empleo esperado en los próximos doce meses es absorbido por el grupo que reporta un crecimiento esperado en ese mismo periodo. El mismo concepto aplica para el indicador de reasignación de ventas.

RECUADRO V.2 **COMUNICACIÓN DE PROYECCIONES EN ESCENARIOS DE MAYOR INCERTIDUMBRE**

La pandemia del Covid-19 ha significado un aumento relevante de la incertidumbre tanto respecto de su evolución como de la profundidad y duración de sus efectos económicos. Este Recuadro repasa la relación entre incertidumbre y períodos recesivos, enfatizando su efecto sobre las proyecciones económicas.

Las causas y los impactos de la incertidumbre sobre la actividad económica han sido estudiados extensamente por la literatura económica. Bloom (2014) documenta que la incertidumbre aumenta notoriamente durante los períodos recesivos. A su vez, esta mayor incertidumbre afecta negativamente a la actividad económica, pues el valor de posponer decisiones de inversión y consumo se incrementa cuando existe menos certeza sobre el rango de posibles escenarios futuros. Por otra parte, en un escenario de mayor incertidumbre, los premios por riesgo suben y con ello, el costo de financiamiento, deprimiendo así el gasto de empresas y consumidores.

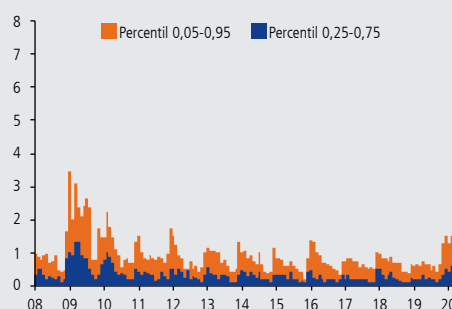
Respecto de por qué la incertidumbre se incrementa en episodios de contracción económica, uno de los factores que la literatura ha identificado es la mayor dificultad de realizar pronósticos. Esto, pues las recesiones son eventos poco frecuentes por lo que anticipar su intensidad y duración plantea mayores desafíos. En consecuencia, tanto la dispersión de las proyecciones como las diferencias entre los datos efectivos y los pronósticos aumentan en períodos recesivos. Ambos elementos se constatan también para el caso de Chile. La dispersión de las proyecciones de crecimiento para el año en curso de quienes responden la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se encuentra actualmente en los valores máximos desde que se levanta dicho sondeo (gráfico V.12). En cuanto a los errores de proyección, la evidencia muestra que el error cuadrático medio de la proyección del PIB en un año recesivo (2009) es 2,5 veces mayor que en el período 2010-2018.

Ante la mayor incertidumbre imperante este año, el Consejo ha decidido aumentar el rango de la proyección de crecimiento del 2020 desde 0,75 puntos porcentuales —lo usual en los IPoM de junio— hasta dos puntos porcentuales y el de 2021 desde uno a 1,50 puntos porcentuales. Dado que el aumento de la incertidumbre se observa en todas las economías, varios

bancos centrales también han optado por modificar la forma en que entregan las proyecciones de crecimiento y así ilustrar lo incierto del escenario económico de este año y el próximo. Algunos bancos han optado por publicar proyecciones para varios escenarios, mientras que otros han informado un rango de crecimiento de amplitud mayor a la práctica tradicional (tablas V.3 y V.4).

GRÁFICO V.12

Dispersión de proyecciones de la EEE para el crecimiento del PIB en el año en curso
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.3

Proyecciones de crecimiento para el 2020 en diferentes bancos centrales (*)
(puntos porcentuales)

	Escenarios			Amplitud de proyección previa
	Negativo	Intermedio	Positivo	
Eurozona	-12,6	-8,7	-5,9	1 punto porcentual
España	-15,1	-11,6	-9,0	Proyección puntual
Italia	-13,1	-9,2	--	Proyección puntual
Alemania	-10,0	-7,1	-3,4	Proyección puntual
Suecia	-9,7	--	-6,9	Proyección puntual
Noruega	-6,6	-5,2	-3,8	Proyección puntual
Nueva Zelanda	-9,8	-17,5	-8,3	Proyección puntual
México	-8,3	-8,8	-4,6	1 punto porcentual
Japón	Rango de entre -5 y -3			0,2 puntos porcentuales
Colombia	Rango de entre -7 y -2			Proyección puntual

(*) Clasificación positivo, negativo, intermedio depende del crecimiento acumulado en los años 2020 y 2021.

Fuentes: Bancos centrales de cada país.

TABLA V.4

Proyecciones de crecimiento para el 2021 en diferentes bancos centrales (*)
(puntos porcentuales)

	Escenarios			Amplitud de proyección previa
	Negativo	Intermedio	Positivo	
Eurozona	3,3	5,2	6,8	1,5 puntos porcentuales
España	6,9	9,1	7,7	Proyección puntual
Italia	3,5	4,8	--	Proyección puntual
Alemania	-0,5	3,2	5,6	Proyección puntual
Suecia	1,7	--	4,6	Proyección puntual
Noruega	-1,8	3,0	4,9	Proyección puntual
Nueva Zelanda	5,0	16,9	7,9	Proyección puntual
México	-0,5	4,1	4,0	1 punto porcentual
Japón	Rango de entre 2,8 y 3,9			0,3 puntos porcentuales
Colombia	No entregaron proyecciones			Proyección puntual

(*) Clasificación positivo, negativo, intermedio depende del crecimiento acumulado en los años 2020 y 2021.

Fuentes: Bancos centrales de cada país.

GLOSARIO

América Latina: Comprende a Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, México y Perú, ponderados a PPC según cifras del World Economic Outlook (WEO, Abril 2020).

Brecha de actividad: Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Minería (PIB no minero).

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI (WEO, Abril 2020). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2020-2022 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio igual al que promedian las economías avanzadas y emergentes.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI (WEO, Abril 2020). Los países considerados representan aproximadamente el 91% del PIB mundial. Para el 9% restante se considera un crecimiento promedio igual al que promedian las economías avanzadas y emergentes en el período 2020-2022.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino, aproximadamente, del 94% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2019.

Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI): Indicador de riesgo corporativo, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por bancos y empresas en economías emergentes, y los Bonos del Tesoro de EE.UU., que se consideran libres de riesgo.

Escenario central de proyecciones: Se define como aquel escenario al cual el consejo le asigna una probabilidad mayor de ocurrencia.

Escenarios de sensibilidad: Escenarios alternativos a los cuales el consejo le asigna probabilidad de ocurrencia comparable con el del escenario central.

Escenario base: Incluye tanto al escenario central de proyecciones, como a aquellos escenarios de sensibilidad cuyas implicancias en el crecimiento de la actividad y demanda sean coherentes con el rango de proyecciones de cada IPoM, pero que podrían requerir distintas trayectorias de PM para lograr la convergencia de la inflación en el horizonte de política.



Escenarios de riesgo: Considerados por el Consejo como menos probables, corresponden a los más extremos, y se explican en los capítulos correspondientes de cada IPoM.

Exportadores de productos básicos: Comprende a Australia, Canadá y Nueva Zelanda, ponderados a PPC (según cifras WEO, Abril 2020).

Emerging Market Bond Index (EMBI): Indicador de riesgo país, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países emergentes, y los Bonos del Tesoro de EE.UU., que se consideran libres de riesgo.

Holguras de capacidad: Conjunto más amplio de indicadores para la medición de las presiones inflacionarias. Para ello, además de la brecha de actividad, se considera entre otros elementos, las condiciones en el mercado laboral, el consumo eléctrico y el uso de la capacidad instalada de las empresas.

Horizonte de política: De acuerdo con el marco de política monetaria del BCCCh, este periodo es de dos años a partir del momento en que se realizan proyecciones. Es durante este período que la inflación debe converger a su meta. La TPM proyectada debe ser entonces consistente con este objetivo.

Horizonte de proyección: Período para el cual se realiza la proyección macroeconómica con los modelos empleados por el BCCCh. Normalmente este periodo es de tres años.

IPCSAE: IPC excluyendo los precios de alimentos y energía, permaneciendo el 73,2% de la canasta total. El índice está compuesto por el IPCSAE de bienes e IPCSAE de servicios.

IPC no volátiles: IPC excluyendo los elementos volátiles de la canasta y representa el 65,1% de la canasta total. El índice está compuesto por el IPC no volátil de servicios y no volátil de bienes.

IPC no volátiles de servicios: Representa el 38,4% de la canasta e incluye las siguientes subclases: Servicios de limpieza y reparación de vestuario; Arriendo efectivo; Servicios para la conservación y reparación de la vivienda; Servicio de retiro de basura; Otros servicios relacionados con la vivienda; Servicio de reparación de muebles; Servicios de reparación de línea blanca y electrodomésticos; Servicios domésticos; Servicios médicos; Servicios dentales; Servicios de laboratorios de análisis médicos, de diagnóstico y radiológicos; Servicios de otros profesionales de la salud; Servicios de hospitalización; Servicios de mantención y reparación del automóvil; Servicios de estacionamiento; Servicios relacionados a la circulación del vehículo; Servicios de transporte de pasajeros por vías urbanas; Servicios de telecomunicaciones; Servicios veterinarios; Servicios prestados por recintos de recreación y deportivos; Clases deportivas y recreativas; Servicios fotográficos; Servicios de televisión; Servicios de educación pre - escolar y enseñanza básica; Servicios de educación de la enseñanza media; Servicios de preuniversitario; Servicios de educación superior; Alimentos y bebestibles consumidos fuera del hogar; Alimentos preparados para llevar; Servicios de alojamiento; Servicios de peluquería y cuidado personal; Otros servicios.

IPC no volátiles de bienes: Representa 26,7% de la canasta e incluye las siguientes subclases: Harinas y cereales; Pan y otros productos de panadería; Pescados y mariscos en conserva; Leches; Yoghurt y postres lácteos; Mantequilla y margarina; Frutos secos y frutas en conserva; Azúcar y endulzantes; Mermelada, Manjar y otros dulces untables; Caramelos, chocolates y otros productos de confitería; Helados; Sal, hierbas, especias y condimentos

culinarios; Salsas y aderezos; Sopas y cremas, alimentos para bebé y postres no lácteos; Café y sucedáneos; Té; Cacao y fortificante en polvo; Agua mineral y purificada; Bebidas de fantasía; Jugos líquidos y en polvo; Destilados; Cervezas; Telas para confección de vestuario; Vestuario para hombre; Vestuario escolar; Artículos y accesorios de vestir; materiales para la conservación y reparación de la vivienda; Muebles para el hogar; Textiles para el hogar; Línea blanca; Electrodomésticos; Artículos y utensilios para el hogar; Herramientas; Accesorios para el hogar; Productos de limpieza para el hogar; Artículos de limpieza para el hogar; Artefactos y artículos terapéuticos; Automóvil nuevo; Automóvil usado; Motocicleta; Bicicleta; Repuestos y accesorios para el automóvil; Lubricantes y aceites para el automóvil; Equipos de audio; Computadores e impresoras; Juguetes y consolas de videojuego; Equipo de deportes, camping y recreación; Alimentos y accesorios para mascotas; Textos escolares; Libros; diarios; Artículos escolares; Artículos de escritorio; Productos para el cuidado personal; Productos de higiene personal; Productos de belleza; Joyería y relojes; Otros artículos personales.

IPC volátiles: Representa 34,9% de la canasta del IPC. Este índice está compuesto por el IPC alimentos volátiles, energía volátiles y resto volátiles.

IPC alimentos volátiles: Representa el 10,1% de la canasta e incluye las siguientes subclases: Arroz; Pastas; Carne de vacuno fresca; Refrigerada o congelada; Carne de cerdo fresca; Refrigerada o congelada; Carne de ave fresca; Refrigerada o congelada; Carne procesada y fiambtería; Pescados frescos, refrigerados o congelados; Mariscos frescos, refrigerados o congelados; Quesos; Huevos; Aceites comestibles; Frutas frescas, refrigeradas o congeladas; Hortalizas frescas, refrigeradas, congeladas o conservadas; Legumbres secas; Tubérculos y productos derivados.

IPC energía volátiles: Representa el 7,5% de la canasta e incluye las siguientes subclases: Electricidad; Gas por red; Gas licuado; Otros combustibles de uso doméstico; Combustibles para el automóvil.

IPC resto volátiles: Representa el 17,2% de la canasta e incluye las siguientes subclases: Vinos; Cigarrillos; Vestuario para mujer; Vestuario infantil; Calzado para hombre; Calzado para mujer; Calzado infantil; Suministro de agua y alcantarillado; Artículos y ornamentación para el hogar; Medicamentos; Otros productos médicos; Servicios de transporte de pasajeros por carreteras; Servicios de transporte de pasajeros por vía aérea; Servicios de transporte combinado de pasajeros; Equipos telefónicos; Televisores; Cámaras; Registros de; sonidos e imágenes; Jardinería y Flores; Servicios prestados por establecimientos culturales; Juegos de azar; Servicios de viajes con todo incluido; Servicios de enseñanza no atribuible a ningún nivel; Seguros relacionados con el transporte; Gastos en administración de los servicios financieros; Gastos de copropiedad.

IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los Índices de Precios al por Mayor (IPM), expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales que componen el TCM.

IVUM: Índices de precios de importaciones.

PIB potencial: Constituye la capacidad productiva actual de la economía. Esta medida también se denomina PIB potencial de corto plazo.

PIB tendencial: Constituye el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, donde el efecto de los shocks que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende



de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos.

Resto de Asia: Comprende a Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán, ponderados a PPC (según cifras WEO, Abril 2020).

TCM: Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2020 considera a Alemania, Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, EE.UU., Francia, India, Italia, Japón, México, Países Bajos, Paraguay, Perú, Reino Unido, Rep. Corea y Vietnam.

TCM-X: TCM que excluye al dólar estadounidense.

TCM-5: Agrupa las monedas de EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la Eurozona.

TCN: Tipo de cambio nominal.

TCR: Representa una medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

TPM neutral: Se define como aquella tasa que es coherente con un PIB en su nivel de equilibrio de largo plazo, una vez que los efectos de los shocks transitorios en la economía se han disipado, y con una inflación que se ubica en la meta de 3%. La tasa de interés neutral es uno de los parámetros estructurales que el Consejo utiliza para la evaluación del estado actual de la economía, sus perspectivas y para la calibración de la política monetaria. La política monetaria se considera expansiva (contractiva) cuando la TPM es inferior (superior) a la TPM neutral.

TPM mínimo técnico: El *effective lower bound*, como normalmente se le conoce en la literatura especializada, es un parámetro estructural, tal como lo son la TPM neutral, y los crecimientos tendencial y potencial de la economía chilena, y que el Consejo del BCCh periódicamente evalúa. En esta oportunidad, al igual que el 2009, el Consejo estima que el valor actual de la TPM mínimo técnico es de 0,50%, al ser este un nivel de la tasa que permite mantener un funcionamiento adecuado de los mercados monetarios. Sin perjuicio de lo anterior, dicho valor puede ser reevaluado en el futuro.

ABREVIACIONES

BCP:	Bonos del BCCh en pesos
BCU:	Bonos del BCCh reajustables en UF
CCNN:	Cuentas Nacionales
CBC:	Corporación de desarrollo tecnológico de bienes de capital
ECB:	Encuesta de crédito bancario
EEE:	Encuesta de expectativas económicas
EOF:	Encuesta de operadores financieros
FFR:	Fed Funds Rate
FMI:	Fondo Monetario Internacional
IACM:	Índice de Actividad de Comercio al Por Menor
ICMO:	Índice de Costo de la Mano de Obra
IMCE:	Indicador mensual de confianza empresarial
INE:	Instituto Nacional de Estadísticas
IPC:	Índice de precios al consumidor
IPCSAE:	Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía
IPEC:	Índice de Percepción Económica
IPN:	Informe de Percepciones de Negocios
IPSA:	Índice de Precio Selectivo de Acciones
IR:	Índice de Remuneraciones
MSCI:	Morgan Stanley Capital Internacional
OCDE:	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OPEP:	Organización de Países Exportadores de Petróleo
PDBC:	Pagarés Descontable del Banco Central
CMF:	Comisión para el Mercado Financiero
TCM:	Tipo de cambio multilateral
TCR:	Tipo de cambio real
TPM:	Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahir, H., N. Bloom, y D. Furceri. 2018. "World Uncertainty Index". Mimeo.
- Albagli, Fernández y Luttini. 2020. Necesidades de Financiamiento del Sector Corporativo y el Crédito Bancario. Mimeo.
- Arroyo et al. 2020. Tracking R of COVID-19: A New Real-Time Estimation Using the Kalman Filter. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3581633> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3581633>
- Banco Central de Chile. Informe de Cuentas Nacionales. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Percepciones de Negocios. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2020. La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación.
- Banco Central de Chile. 2020. Uso de Modelos Macroeconómicos en el Banco Central de Chile.
- Barrero, J. M., N. Bloom, y S. Davis .2020. "Covid-19 is also a Reallocation Shock," NBER Working Paper N° 27137.
- Barómetro del Comercio de Mercancías. 2020. Organización Mundial de Comercio. Mayo 2020.
- Banco Mundial. 2020. Global Economic Prospects: Pandemic, Recession: The Global Economy in Crisis. Junio.
- Bank of America Global Research. 2020. Global Economic Weekly. Varios números.
- Barclays Capital. 2020. Global Economics Weekly. Varios números.
- Blanchard, O., E. Cerutti y L. Summers. 2015. "Inflation and Activity: Two Explorations and Their Monetary Policy Implications," IMF Working Papers, vol. 15(230).
- Bloom, Nicholas. 2014. "Fluctuations in Uncertainty." Journal of Economic Perspectives, 28 (2): 153-76. DOI: 10.1257/jep.28.2.153
- Cámara Chilena de la Construcción. 2020. Informe de macroeconomía y construcción N° 52. Abril.
- Carlomagno, G. y A. Sansone. 2019. "Marco metodológico para el análisis de la inflación subyacente". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Cepal. 2020. Informe sobre el impacto económico en América Latina y el Caribe de la enfermedad por coronavirus (COVID-19). Mayo.
- Citi Research. 2020. Global Economics View. Varios números.
- Commerzbank. 2020. Week In Focus. Varios números.
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2020. Copper Market Outlook. Varios números.
- Deutsche Bank. 2020. Macro Forecast Weekly Update. Varios números.
- Flaxman, S. et al. 2020. Estimating the effects of non-pharmaceutical interventions on COVID-19 in Europe. Nature <https://doi.org/10.1038/s41586-020-2405-7>
- Fondo Monetario Internacional. 2020. World Economic Outlook. Abril.

- Fondo Monetario Internacional. 2020. Global Financial Stability Report. Marzo.
- Fondo Monetario Internacional. 2020. Tracking the \$9 Trillion Global Fiscal Support to Fight COVID-19 <https://blogs.imf.org/2020/05/20/tracking-the-9-trillion-global-fiscal-support-to-fight-covid-19/>
- Gertler, M., y N. Kiyotaki. 2010. "Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis," Handbook of Monetary Economics, vol. 3, 547-599.
- Goldman Sachs Research. 2020. Economic Research World Indicators. Varios números.
- Hanson, S., J. Stein, A. Sunderam, y E. Zwick. 2020. "An Evaluation of the Fed-Treasury Credit Programs," Mimeo.
- Hsiang, S. et al. 2020. The effect of large-scale anti-contagion policies on the COVID-19 pandemic. Nature <https://doi.org/10.1038/s41586-020-2404-8>
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2020. Documento Metodológico Encuesta Nacional de Empleo (ENE), https://ine.cl/docs/default-source/ocupacion-y-desocupacion/metodologia/espanol/metodolog%C3%ADa-encuesta-nacional-de-empleo-ene-2020.pdf?sfvrsn=793380e9_8
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2019. Manual Metodológico del Índice de Precios al Consumidor (IPC) base anual 2018.
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2020. Separata Técnica: Índice de Precios al Consumidor: Contingencia Covid-19. Mayo.
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2020. Separata Técnica: Índice de Precios al Consumidor: Complemento Contingencia Covid-19. Junio.
- Itaú Research. 2020. Latam Macro Monthly. Varios números.
- JP Morgan Chase. 2020. Global Data Watch. Varios números
- Morgan Stanley Research. 2020. Key Forecast Profile. Varios números.
- Nomura Group Research. 2020. The Economy Next Week. Varios números.
- OCDE. 2020. Coronavirus: The world economy on a tightrope. Economic Outlook. Junio.
- Segura, A., y A. Villacorta. 2020. "Policies to Support Firms in a Lockdown: a Pecking Order," Mimeo.
- UBS Research. 2020. Global Economic Forecast. Varios números.
- Valencia, C. y L. Villacorta. 2020. "Recesiones: Persistencia y No-linealidades" Mimeo.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales

JUNIO 2020

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.

