

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2020



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2020



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	17
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	19
II. MERCADOS FINANCIEROS	27
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	35
IV. PRECIOS Y COSTOS	43
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	47
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	59
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	65
RECUADROS	
Actualización del Marco de Política Monetaria	14
Medidas tomadas por el Banco Central de Chile para enfrentar el Covid-19	32
Impactos de la expansión del Covid-19 en las empresas	41
Corredor para la tasa de política monetaria	55

*/ El cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el miércoles 25 de marzo de 2020, excepto en los casos que se indica en el informe. Además, el informe considera la decisión de política monetaria del 31 de marzo.

PREFACIO

El Banco Central de Chile (BCCh) 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 31 de marzo de 2020 para publicarse el 1 de abril de 2020.

El Consejo

RESUMEN

El escenario económico que enfrenta Chile ha sufrido un empeoramiento drástico desde el IPoM anterior. La propagación del Covid-19 a nivel global, las medidas que se han adoptado para contenerlo y la incertidumbre sobre sus alcances se han visto reflejadas en un desplome de las bolsas y los precios de los activos alrededor del mundo, llevando a una recesión económica global para el 2020. La economía chilena también está siendo afectada de forma significativa por la pandemia, proyectándose para este año una contracción del PIB y un deterioro adicional del mercado laboral. El Consejo ha tomado una serie de decisiones para mitigar los efectos de este nuevo escenario. Esto incluye un recorte de 125 puntos base de la TPM, llevándola a su mínimo técnico de 0,5% y la aplicación de un conjunto de medidas extraordinarias orientadas a mantener un adecuado acceso al crédito y un normal funcionamiento de los mercados financieros. Estas medidas buscan preservar la correcta transmisión de la política monetaria y facilitar que el crédito fluya hacia empresas y personas que requieren de financiamiento para superar esta compleja etapa, reduciendo así sus efectos sobre el empleo, los ingresos y el bienestar de los hogares.

La propagación del Covid-19 está teniendo efectos muy significativos sobre la economía mundial. En un comienzo, la mayoría de las preocupaciones se concentraron en China y el comercio mundial, dada la importancia de este país en las cadenas de valor global. A medida que el virus se ha expandido a otros continentes, aumentaron los temores de que la velocidad de contagio superara la capacidad hospitalaria, con los consecuentes costos en vidas humanas y bienestar de la población. En vista de ello, la mayoría de los gobiernos ha ido adoptando drásticas políticas de contención sanitaria para ralentizar la propagación del virus, lo que, unido al natural temor de la población, ha tenido un significativo impacto sobre el funcionamiento de la economía. En particular, las medidas para evitar el contacto entre personas, como la suspensión de actividades educativas, el cierre de fronteras, las barreras sanitarias internas y las cuarentenas colectivas, han paralizado sectores completos de actividad —especialmente de servicios—, afectando las cadenas logísticas y el flujo de caja de las empresas en numerosos países.

La inédita magnitud de estos fenómenos y su diseminación a escala global se ha reflejado en el deterioro de las condiciones financieras mundiales, que ha sido el más significativo desde la crisis financiera

internacional del 2008. Los bancos centrales y gobiernos de diversos países han anunciado sustanciales medidas para atenuar el impacto en los ingresos y aplacar el temor de los mercados. Sin embargo, la capacidad de éstas para contener el deterioro económico dependerá de la profundidad y duración de las políticas de contención y del grado de alteración de las cadenas productivas, dada la reducción drástica de los ingresos de las empresas.

De este modo, durante la última semana de febrero y la primera quincena de marzo, el creciente temor en los mercados financieros se vio reflejado en una elevada demanda por activos seguros, lo que contribuyó a la compresión de las tasas de interés de largo plazo, una apreciación del dólar y caídas generalizadas de las bolsas y los precios de las materias primas. Hacia la segunda quincena de marzo se observó un aumento en la demanda por instrumentos de corta duración y por liquidez en dólares, en desmedro de prácticamente todas las demás clases de activos. Esto, reflejando la fuerte preferencia por efectivo a medida que hogares, empresas, bancos e intermediarios financieros anticipan necesidades de caja significativas para enfrentar los próximos meses. Las economías emergentes han sufrido la depreciación de sus monedas, salidas de capitales, abruptas caídas de sus bolsas y aumentos de indicadores de riesgo. En todo caso, en los días recientes se ha producido una atenuación de estos fenómenos, como reacción a las medidas anunciadas por diversas autoridades.

Esta crisis global afectará a Chile por diversos canales. En primer lugar, en lo que respecta a los efectos desde el exterior, provocará una caída significativa de los flujos de comercio. Para este año se proyecta que la economía mundial sufrirá una recesión, combinando caídas de actividad en el mundo desarrollado con una débil expansión en China. En este panorama, destaca una contracción en Estados Unidos, donde las cifras adelantadas del mercado laboral auguran efectos relevantes en la economía. En la Eurozona, el bajo dinamismo que venían mostrando sus principales economías —Alemania, Francia e Italia— y una banca cuya situación era compleja, plantean desafíos mayores para las políticas de estímulo. China crecerá este año 3%, la cifra más baja desde 1990, con importantes repercusiones en el resto del mundo, ya sea por su integración en las cadenas de valor como por la relevancia que tiene para el comercio de algunos países, incluido Chile. Al efecto en el comercio se suma el impacto negativo en los ingresos producto de la caída en el precio de las materias primas. Especialmente relevante es el descenso del precio del cobre, que llegó a valores cercanos a US\$2 la libra durante marzo. Para este año se proyecta que su precio promedio se ubicará en torno a US\$2,15. Este efecto negativo será en parte compensado por la caída del precio del petróleo, que se redujo hasta niveles entre US\$20 y 30 el barril durante marzo. Si bien este último factor provocará una mejora del ingreso disponible —por su efecto en los precios de la gasolina—, el impacto negativo del menor precio del cobre y de otros

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 10-18	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	1,5	-0,6	-0,9	0,1	1,8
PIB socios comerciales (*)	3,9	2,9	-0,1	4,0	3,5
PIB mundial PPC (*)	3,8	2,9	-0,2	3,8	3,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,1	2,4	-0,9	3,4	3,0
PIB desarrolladas PPC (*)	1,9	1,7	-2,1	2,8	2,1
PIB emergentes PPC (*)	5,3	3,9	-1,4	4,7	4,7
Precios externos (en US\$)	1,0	-2,2	-7,5	6,3	3,4
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	310	272	215	245	285
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	74	57	32	43	46
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	81	64	35	47	50
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	623	491	259	427	401
Fed Fund Rate (%)	0,6	2,3	0,5	0,4	1,0

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

productos de exportación no alcanza a ser compensado, con lo cual los términos de intercambio caerán cerca de 1% en el 2020.

Un segundo canal de transmisión se relaciona con el deterioro de las condiciones financieras. El aumento global de la percepción de riesgo y los grandes ajustes de los precios financieros limitan el acceso a financiamiento de gobiernos y empresas. Esto ha motivado que diversos bancos centrales hayan tomado medidas para mantener el adecuado funcionamiento de los mercados. En Chile, entre otras medidas, el Consejo adecuó la operatoria de los programas de liquidez que viene aplicando desde noviembre del 2019, incluyó los bonos corporativos dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones de liquidez en pesos que ofrece el Banco e inició la compra de bonos bancarios a participantes del sistema SOMA, por un monto equivalente en UF de hasta US\$4 mil millones, que luego fue ampliado hasta US\$8 mil millones, indicándose que el monto remanente —de hasta US\$5.500 millones— no tendría restricción de plazo en los instrumentos elegibles. A su vez, la abrupta baja en la actividad económica tiene como consecuencia un significativo aumento de las necesidades financieras de las empresas, quienes deben seguir cubriendo sus costos en un contexto de fuerte pérdida de ingresos. En Chile estas necesidades son particularmente importantes, pues, tras el inicio de la crisis social, muchas empresas se vieron en una situación similar, lo que podría haber consumido gran parte de sus holguras de liquidez sin que tuvieran la posibilidad de reponerlas. Para facilitar el acceso al crédito a personas y empresas, especialmente de menor tamaño, el Consejo estableció la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) mediante la cual se otorgan créditos a 4 años a los bancos, con una tasa de interés equivalente a la TPM y en una magnitud que se incrementa en función de las operaciones de refinanciamiento y crédito en los segmentos más estresados.

Un tercer canal de transmisión se relaciona con el deterioro de las expectativas empresariales y de consumidores, y su efecto en el la inversión y el consumo. Previo al agravamiento de la emergencia sanitaria, ambas ya se ubicaban en niveles pesimistas y la coyuntura actual dificulta una reversión. De hecho, en la última quincena de marzo el Banco levantó una encuesta con quienes participan del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), la que arrojó un deterioro relevante de las perspectivas para el empleo y la actividad durante los próximos seis meses (Recuadro III.1).

La economía local también se verá afectada por las medidas de distanciamiento social —o medidas no farmacológicas— necesarias para la contención del contagio en Chile y asegurar su manejo por el sistema de salud. Tanto las medidas decretadas por las autoridades como las adoptadas de forma voluntaria por la población, provocan la detención, en algunos casos total, de ciertas actividades de servicios.

Además, también pueden llevar a una reducción de la oferta de algunos bienes, lo que podría tener impactos en sus precios.

El empleo y los ingresos de los trabajadores también se verán afectados. La necesidad de evitar el contagio ha llevado a la detención de actividades altamente intensivas en interacción personal, como el comercio, la educación, los restaurantes y los hoteles, entre otros. Aunque algunas de estas actividades pueden realizarse parcialmente de forma remota —como la educación—, en otros casos eso no es posible y la incertidumbre sobre la duración de la detención de actividades pone en riesgo el empleo e ingresos de un número importante de personas. El Gobierno ha anunciado un paquete de medidas que apuntan a que, aun sin perder su vínculo laboral, los trabajadores puedan sustentar sus ingresos con recursos del seguro de cesantía. También se han anunciado iniciativas para complementar los ingresos de las personas, incluyendo transferencias, así como la postergación del pago de las cuentas de los servicios básicos para hogares de menores ingresos. La magnitud en que se vea mermado el empleo e ingresos de los trabajadores, en particular quienes no tienen contrato formal o trabajan por cuenta propia, determinará la magnitud del impacto en el consumo y el desempeño de la economía.

El desarrollo de los proyectos de inversión también está siendo afectado por la emergencia sanitaria. Algunos de los proyectos de gran tamaño que se estaban ejecutando en el país han anunciado que detendrán sus obras por algunas semanas, para evitar la propagación del virus entre sus trabajadores. Cuánto persistan estas detenciones dependerá de la evolución de la situación sanitaria, pero igualmente tendrá un efecto relevante sobre el desempeño de la inversión en el segundo trimestre. El escenario base supone que dichos proyectos se retomarán con normalidad a partir del tercer trimestre del presente año.

Se debe tener presente que el desempeño de la economía desde octubre a la fecha otorga un frágil punto de partida para enfrentar la emergencia del Covid-19. Más allá de que los últimos IMACEC —diciembre 2019 y enero 2020— dieron cuenta de una recuperación de los niveles de actividad, las medidas sanitarias inciden con mayor intensidad sobre sectores que ya se habían visto afectados por la crisis social. A su vez, el consumo de los hogares viene de una contracción importante en la última parte del año pasado, mientras la inversión se sostenía por el desempeño del componente de construcción y otras obras, principalmente por proyectos mineros. En el mercado laboral, si bien hasta el trimestre móvil terminado en enero la tasa de desocupación nacional reportada por el INE mostraba un aumento acotado, otros indicadores daban cuenta de un empeoramiento importante de la calidad del empleo. En particular, preocupa el incremento del empleo asalariado informal, que no posee el conjunto de beneficios que sí tiene el empleo asalariado formal, entre ellos el pago de licencias médicas. Diversas variables financieras, como el tipo de cambio, los precios bursátiles y el

crecimiento del crédito, también se ubicaban en niveles menos favorables que los previos al inicio de la crisis social.

La evolución de la emergencia sanitaria lleva a proyectar que la actividad comenzó a contraerse en la segunda quincena de marzo, lo que reduce el crecimiento del primer trimestre y es el punto de partida de la contracción que tendrá en el segundo trimestre del año. Esta proyección recoge las mayores restricciones ya aplicadas por la autoridad hasta el cierre de este IPoM, las que se supone se acentuarán en el curso del segundo trimestre, en línea con las señales entregadas por ésta.

El escenario base supone que a partir de tercer trimestre de este año se irá reduciendo la estrictez de las medidas sanitarias y se dará comienzo al proceso de recuperación de la economía. Aunque esto no evitará una contracción en términos anuales para dicho período, sí será el punto de partida para un rebote relevante de las tasas de crecimiento en el último trimestre del 2020 y todo el 2021. Esta visión es coherente con lo que se espera para el resto del mundo el próximo año, período en que EE.UU. volverá a crecer sobre 3% y China lo hará en 7%, dando paso a un crecimiento mundial y de los socios comerciales cercano a 4%. Hacia el 2022, tanto Chile como el resto del mundo, volverían a mostrar tasas de expansión coherentes con sus crecimientos de mediano plazo.

Además de la superación de la emergencia sanitaria, la recuperación prevista descansa en la premisa de que la mayoría de las empresas y personas serán capaces de retomar sus actividades a medida que se controla la expansión del virus, lo que depende de que las necesidades de financiamiento de estos agentes puedan ser satisfechas. Esto explica la enérgica respuesta de parte de las autoridades fiscales y monetarias en el mundo y en Chile, la que ha tenido un foco en la protección del empleo y el acceso al crédito para las empresas más afectadas. A nivel local, esta proyección también es contingente a que los grandes proyectos de inversión retomen su normal desarrollo y que el encauzamiento institucional de la crisis social reduzca la incertidumbre y evite nuevos episodios de violencia. Además, el escenario considera el impulso adicional implícito en los anuncios realizados por el Ministerio de Hacienda durante marzo.

Cabe señalar que las proyecciones contenidas en el escenario base se elaboraron en un entorno de incertidumbre aún mayor que en el IPoM de diciembre. Particularmente relevante es la dificultad de estimar cómo evolucionará la pandemia en Chile y el mundo, y cómo deberán ajustarse las medidas de control sanitario para evitar la pérdida de vidas humanas. Lo inédito de estos elementos, hace que los rangos de proyección para el crecimiento tengan un contenido informativo menor al habitual. Con todo, el Consejo estima que este año el PIB de Chile se contraerá entre 1,5 y 2,5%. En el 2021, aumentará entre 3,75 y 4,75%, mientras que en el 2022 crecerá entre 3 y 4%.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	11	-2,5/-15	3,75-4,75	3,0-4,0
Ingreso nacional	0,8	-15	4,0	3,9
Demanda interna	10	-5,8	5,3	4,2
Demanda interna (sin variación de existencias)	15	-3,3	4,8	3,8
Formación bruta de capital fijo	4,2	-8,2	5,1	4,3
Consumo total	0,8	-19	4,7	3,7
Exportaciones de bienes y servicios	-2,3	-14	4,3	2,7
Importaciones de bienes y servicios	-2,3	-14,7	8,4	5,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,9	0,3	-0,6	-1,0
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	16,8	16,4	19,1	19,2
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	22,8	19,0	19,7	20,2
FBCF (% del PIB nominal)	22,4	21,2	21,5	21,6
FBCF (% del PIB real)	21,8	20,5	20,6	20,8
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-1100	800	-1700	-3100
Balanza comercial	4000	11900	11400	11300
Exportaciones	69900	59700	68600	74700
Importaciones	65900	47800	57200	63400
Servicios	-5100	-4500	-4800	-5000
Renta	-11400	-7800	-9600	-11000
Transferencias corrientes	1400	1200	1300	1600

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

INFLACIÓN (1)

	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
Inflación IPC promedio	2,3	3,3	3,2	3,0
Inflación IPC diciembre	3,0	3,0	2,9	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (2)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	2,2	2,9	2,7	3,0
Inflación IPCSAE diciembre	2,5	2,9	2,9	3,0
Inflación IPCSAE en torno a 2 años				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) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2022.

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

En este escenario, se han reducido de forma relevante las presiones inflacionarias de mediano plazo, con lo que la convergencia de la inflación a la meta de 3% requiere que la política monetaria se mantenga en esta posición altamente expansiva por un extenso período de tiempo. Coherente con esto, durante marzo el Consejo redujo la TPM en 125 puntos base, hasta situarla en 0,5%, su mínimo técnico. Al mismo tiempo ha indicado que seguirá implementando las medidas necesarias para promover el adecuado funcionamiento de los mercados financieros, y el cumplimiento de los objetivos de inflación y estabilidad financiera.

El Consejo estima que existen escenarios en los que el crecimiento puede situarse dentro de los rangos de proyección, pero la convergencia de la inflación a la meta requiera de una trayectoria de la TPM distinta y/o de un cambio en las medidas de apoyo al mercado financiero. Pese a las significativas correcciones a la baja, sigue siendo posible que la economía muestre un desempeño peor al esperado, en particular hacia el 2021 y 2022. Ello podría darse si el control de la emergencia sanitaria y las medidas de contención a nivel internacional se prolongan más de lo previsto. También podría suceder si las significativas necesidades financieras de empresas y hogares no son satisfechas por la oferta de crédito. Escenarios de este tipo implicarían problemas de solvencia y quiebras en las empresas de los sectores más afectados, con una pérdida mayor de empleos y una velocidad de recuperación más lenta para los próximos dos años. En situaciones como esta, la convergencia a la meta de inflación puede requerir mantener la TPM en su mínimo técnico por un mayor tiempo y/o el uso de medidas adicionales. Ello se refleja en la trayectoria de política monetaria que describe la parte inferior del corredor de TPM (Capítulo V).

Por cierto, también es posible que la emergencia sanitaria se supere más rápidamente y la actividad económica comience su normalización antes de lo previsto, lo que daría soporte a la inflación hacia fines del 2020 y comienzos del 2021. En este tipo de situaciones, la política monetaria podría comenzar un proceso de normalización gradual algunos trimestres antes de lo anticipado —coherente con la parte superior del corredor de TPM (Capítulo V). La inflación también podría elevarse si la interrupción en el normal funcionamiento de las empresas derivara en una reducción relevante de la oferta disponible de bienes y servicios, dando paso a aumentos importantes de sus precios. En este caso, no es evidente que la trayectoria de la TPM debiera modificarse, en particular si las expectativas de inflación de mediano plazo siguen alineadas con la meta. Con todo, el Consejo considera que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja en el corto plazo y equilibrado en el mediano plazo. Para la inflación está equilibrado.

Existen otros escenarios donde el desempeño de la economía se escaparía de los rangos de proyección previamente discutidos. Aunque la gran mayoría de los bancos centrales y autoridades fiscales ha adoptado medidas muy significativas, lo inédito de la emergencia

sanitaria complejiza estimar sus alcances de corto y mediano plazo, lo que se acentúa al considerar las vulnerabilidades en algunos segmentos de los mercados financieros tras una década de bajas tasas de interés. Esto es en parte lo que ha llevado al brusco aumento de la aversión al riesgo y la búsqueda de activos seguros. De continuar un proceso de este tipo, no puede descartarse que se produzca un severo estrechamiento de las condiciones financieras que termine afectando la cadena de pagos a nivel global, dañando seriamente la posición financiera de diversas entidades públicas y privadas y generando caídas de la actividad mucho más severas. En una situación de este tipo, de la cual Chile no podría abstraerse, sería necesario utilizar instrumentos que van más allá del manejo habitual de la política monetaria, primando consideraciones de estabilidad financiera.

La situación por la que atraviesa la economía mundial, y también la chilena, es en extremo compleja. La propagación del Covid-19 ha impuesto un escenario muy inusual, en que las decisiones respecto de salud pública, necesarias para evitar costos mayores en términos de vidas humanas, inciden significativamente sobre la actividad social y económica. Los impactos de las medidas de contención ya están observándose en diversos ámbitos del quehacer de las personas y las empresas, y tendrán efectos importantes sobre la actividad, el mercado laboral y la inflación, entre muchas variables. El escenario base asume que la economía sufrirá una contracción relevante en el segundo trimestre, pero que comenzará a recuperarse a partir del tercero. La premisa fundamental del escenario se basa en la capacidad de las empresas y hogares de suplementar sus ingresos con los apoyos estatales y financiar la brecha remanente mediante el acceso al crédito a costos razonables. Si esa premisa no se da, la economía local podría enfrentar una recesión más profunda y duradera, con consecuencias muy significativas para el bienestar de la población. Por esta razón, el Consejo ha adoptado medidas que van más allá de las reducciones en la TPM y que se orientan a facilitar el acceso al crédito para las personas y empresas. Con esto, continuará desplegando sus facultades e instrumentos para cumplir con sus objetivos de control de la inflación y resguardo de la estabilidad financiera.

Recuadro: **Actualización del Marco de Política Monetaria**

El Banco Central de Chile desarrolla su política monetaria bajo un esquema de metas de inflación, que es utilizado en forma parcial desde 1990 y adoptado en plenitud a partir de septiembre de 1999, fecha en que también se adoptó un régimen de tipo de cambio flotante.

Tras veinte años de aplicación, este marco ha demostrado ser adecuado para la economía chilena, permitiendo al Banco manejar la política monetaria de forma autónoma, con una inflación que promedió 3,2% entre el 2001 y el 2019, y expectativas de inflación a dos años plazo que se han mantenido ancladas a la meta de 3% durante gran parte de las últimas dos décadas. La principal ventaja de este marco es que ha permitido mitigar los efectos de *shocks* externos relevantes, como los observados durante la crisis financiera global del 2008-2009, y enfrentar *shocks* internos significativos, como el terremoto y maremoto de febrero del 2010 y el estallido social de finales del 2019. En lo más reciente, este marco también ha permitido desplegar una serie de medidas de política monetaria para hacer frente a las necesidades de liquidez que se derivan de la propagación del Covid-19 (Recuadro II.1).

Este marco de política monetaria requiere de un alto grado de transparencia y comunicación de las políticas y acciones emprendidas. El Banco realiza un esfuerzo en este ámbito a través de la elaboración y publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM), del Informe de Estabilidad Financiera (IEF), y los comunicados y minuta de las Reunión de Política Monetaria (RPM). Ello se complementa con una serie de iniciativas de educación financiera, la generación y difusión de un amplio espectro de estadísticas económicas, el desarrollo de una activa agenda de investigación económica y la difusión que el propio Consejo realiza de las diversas publicaciones, incluido el IPoM y el IEF.

Dentro de este esfuerzo por aumentar la transparencia y mejorar la comunicación con la sociedad, en el 2007, el Banco publicó el documento “La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación” donde se explicaban los principales aspectos del marco de política monetaria (MPM). El Consejo ha estimado oportuno presentar una actualización de ese documento para discutir la experiencia acumulada en las dos décadas de funcionamiento del marco de metas de inflación y tipo de

cambio flotante, los desarrollos institucionales que se han implementado en este y otros ámbitos de la política económica, y las lecciones que han dejado los desafíos que ha debido enfrentar el Banco en este tiempo. En este contexto, el Banco publicó recientemente la actualización de este documento. Con esto, se busca seguir facilitando la comprensión por parte de la sociedad y los agentes económicos de la racionalidad de las decisiones de política monetaria. En conjunto con este documento, el Banco también publicó el documento “Política Financiera del Banco Central de Chile”, donde se describe el rol del Banco en la mantención de la estabilidad financiera del país.

Es importante subrayar que la actualización del MPM no refleja un quiebre en la estrategia de conducción de la política monetaria descrita en el documento del 2007, ni un cambio significativo en los fundamentos de la misma. Esta nueva versión refleja la experiencia acumulada a lo largo de más de una década desde el documento anterior y las lecciones aprendidas al enfrentar distintos desafíos en un entorno cambiante.

Elementos principales del Marco de Política Monetaria

Al igual que su versión previa, el MPM presenta el marco institucional en que se desenvuelve la política monetaria, la visión del Consejo sobre el marco de política, incluyendo sus objetivos, la transmisión de la política monetaria, su conducción y operación, y el papel que desempeñan la transparencia y las comunicaciones.

El MPM del Banco Central tiene como componente central una meta de inflación que orienta la conducción de la política monetaria y sirve de ancla nominal para la economía. En términos operativos, la meta implica que, en todo momento e independiente de la inflación actual, la proyección de la inflación —medida por el Índice de Precios al Consumidor, el IPC— debe ubicarse en 3% en un horizonte de hasta dos años. Los parámetros que definen el régimen monetario basado en metas de inflación que el documento describe en detalle son: el índice sobre el que se calcula la inflación; el valor de la meta; el horizonte de la meta y el instrumento operacional. La elección del IPC se debe a que es el índice de precios que refleja en forma más

cercana las variaciones del costo de vida de la población, y se aplica como unidad de referencia y reajustabilidad de precios, salarios y contratos financieros, y para el cálculo de la Unidad de Fomento (UF). El valor de 3% para la meta se debe a que una inflación mayor puede provocar distorsiones en precios relativos y ser una fuente de volatilidad que exacerbe los *shocks*, mientras que una inflación más baja puede dificultar el ajuste de la economía a *shocks* adversos y restringir la capacidad de acción de la política monetaria. El horizonte de dos años reconoce que hay rezagos en el impacto de la política monetaria en los precios, y entrega espacio para realizar política contracíclica de manera coherente con el objetivo primordial de estabilidad de precios. El Banco Central utiliza la tasa de política monetaria (TPM) como su principal instrumento operacional para alcanzar la meta.

Dentro del MPM, el esquema de metas de inflación se complementa con un régimen de flotación cambiaria, lo que facilita el ajuste de la economía ante *shocks* reales, permitiendo que el tipo de cambio no se desalinee de sus fundamentos ni de manera significativa, ni por un tiempo prolongado. La flotación cambiaria es parte esencial del MPM, y es lo que permite llevar adelante una política monetaria contracíclica. Con flotación cambiaria la autoridad monetaria puede usar sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a los *shocks* que enfrenta la economía, contribuyendo así a acercar el nivel de producto a la capacidad productiva de la economía. Sin perjuicio de lo anterior, el Banco se reserva la posibilidad de intervenir en el mercado de divisas cuando perciba que un grado excesivo de volatilidad en ese mercado pueda poner en riesgo su mandato de estabilidad de precios y normal funcionamiento del sistema de pagos, pero nunca teniendo como objetivo final un nivel específico del tipo de cambio. Desde diciembre de 1999 hasta el cierre de este IPoM, el BCCh anunció su intención de intervenir en el mercado cambiario en cinco oportunidades.

El otro pilar fundamental del MPM es la transparencia y la comunicación. Por un lado, la propia autonomía del Banco motiva una mayor responsabilidad en la entrega de información sobre su actuación. Una autoridad monetaria autónoma debe informar de sus acciones y el grado de cumplimiento de sus objetivos. Por otro lado, para que la política monetaria sea efectiva —es decir, tenga influencia sobre la trayectoria de la inflación—, se requiere que sea comprendida por los agentes económicos. Por estas razones el Banco está constantemente buscando mejorar la efectividad de su comunicación al público de manera que

éste pueda entender de forma clara y precisa la postura de la política monetaria actual y la forma en que ésta pueda cambiar ante desarrollos futuros del contexto macroeconómico. En esta dirección, a partir de este IPoM, el Consejo introduce una nueva herramienta de comunicación de la estrategia de política monetaria: el corredor para la TPM (Recuadro V.1), que describe rangos de posibles trayectorias futuras de la política monetaria que se consideran más plausibles de acuerdo con el escenario central y los escenarios de sensibilidad descritos en el Informe.

Principales innovaciones respecto de la versión anterior

Se pueden destacar tres áreas donde, la experiencia de los últimos años, reflejada en la actualización del MPM, hace que este se diferencie del documento anterior.

En primer lugar, este documento plantea con mayor fuerza cómo, en un contexto en que el Banco Central logra cumplir su rol fundamental de estabilidad de precios, la política monetaria también puede jugar un rol contracíclico, disminuyendo la volatilidad del producto. Este rol estabilizador es muy valioso en una economía pequeña y abierta como la chilena, donde el ajuste de precios relativos en respuesta a *shocks* externos se ve facilitado por una política monetaria que responde a través de la tasa de interés y un tipo de cambio flotante que se mueve rápidamente a su valor de equilibrio. Por ejemplo, frente a un *shock* negativo externo, como la caída de los términos de intercambio experimentada en el 2014-2015 tras el fin del súper ciclo de los precios de las materias primas, este esquema permitió entregar un mayor estímulo monetario pese a que la inflación de corto plazo se desvió transitoriamente del 3% producto de la depreciación del peso. Ello fue posible porque la mayor debilidad de la demanda que se anticipaba en el escenario central de proyecciones reducía las presiones inflacionarias en el horizonte de política de dos años. Por supuesto, para que este rol estabilizador tenga éxito, la credibilidad en el objetivo inflacionario es un requisito fundamental. Por tanto, el cumplimiento sostenido de la meta de inflación es lo que permite al Banco Central jugar un papel contracíclico. Una vez demostrado el compromiso con la meta de inflación, lo cual se ha logrado con éxito a lo largo de los años, la política monetaria tiene entonces espacio para reducir también la volatilidad del producto y del empleo, aunque nunca podrá eliminarlas totalmente.

En segundo lugar, el documento abandona la referencia a un rango de inflación entre 2 y 4% como uno de los parámetros del régimen monetario, enfatizando así el rol preponderante que tiene el que la inflación proyectada a dos años sea 3%. Si bien es cierto que el rango era parte de la meta de inflación en el documento anterior, en la práctica dejó de ser importante en el proceso de toma de decisiones de política monetaria durante la última década. Ello implicó que episodios en que la inflación estuvo fuera del rango de 2 a 4% no se asociaron a respuestas de la política monetaria mecánicamente más intensas. En efecto, la respuesta de política monetaria no dependió de la posición de la inflación respecto del rango, sino de los elementos relevantes para la inflación proyectada a dos años, como la naturaleza y persistencia de los *shocks*, el estado inicial de la economía y la evolución de las expectativas de inflación. El rango que va entre 2 y 4% sigue siendo una métrica valiosa para la evaluación de la política monetaria. Dados los *shocks* históricos que ha enfrentado la economía, para que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en torno a dos años, debería fluctuar la mayor parte del tiempo dentro del rango, como efectivamente lo ha hecho.

En tercer lugar, este documento discute en mucho mayor detalle la interacción entre la política monetaria y la política financiera. Ambas son interdependientes, aunque utilicen instrumentos distintos, y juegan un papel central para los dos objetivos que busca el Banco. Por una parte, el marco de política monetaria basado en un régimen de metas de inflación con un tipo de cambio flotante contribuye a la estabilidad macroeconómica en general, lo que facilita el cumplimiento del objetivo de estabilidad financiera. Una política monetaria que asegure una inflación baja y estable permite el desarrollo de mercados financieros de mediano y largo plazo, y evita cambios abruptos en las tasas de interés de largo plazo y en las valoraciones de activos y pasivos que pueden afectar la estabilidad de las instituciones financieras. Por su parte, el sistema financiero tiene un rol central en la transmisión de la política monetaria, la que requiere que los cambios en la TPM, que impactan directamente las tasas de interés en el mercado monetario, se traspasen al resto de las tasas sobre depósitos y préstamos y a la oferta de crédito. Un sistema financiero débil hace menos efectiva la transmisión de la política monetaria, porque las diferentes tasas de mercado responden con menor intensidad y menor predictibilidad a sus acciones, poniendo en riesgo la estabilidad de precios. Un reciente ejemplo de la interacción y coordinación entre las medidas de política monetaria y financiera se enmarca dentro de la respuesta del Banco para enfrentar las consecuencias de la propagación del Covid-19 (Recuadro II.1).

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

REUNIÓN DE DICIEMBRE

Para el IPoM de diciembre, el escenario macroeconómico había tenido un cambio abrupto con la crisis social iniciada a mediados de octubre. Resaltaba el impacto que los sucesivos episodios de violencia habían causado en el sistema productivo, el cual se intensificaría a la luz de la mayor incertidumbre y el deterioro de las expectativas que sugerían los datos disponibles. Los mercados financieros reaccionaban con fuertes correcciones, como bajas bursátiles, una sustantiva depreciación del peso, y alzas de las tasas de interés y de la percepción de riesgo. En ciertos casos, las variaciones habían ido más allá de lo justificable por la mayor percepción de riesgo. En este contexto, el Consejo había adoptado diversas medidas para mejorar la liquidez en pesos y en dólares, y había decidido intervenir el mercado cambiario para mitigar su alta volatilidad y favorecer ajustes adecuados.

El escenario base de diciembre incorporaba una contracción del PIB de 2,5% en el cuarto trimestre del 2019, con lo cual el año completaría una expansión cercana a 1%, bastante menor a lo previsto en septiembre. Hacia adelante, los rangos de crecimiento proyectados también se habían revisado a la baja: a 0,5-1,5% el 2020 y 2,5-3,5% el 2021 (2,75-3,5% y 3-4% en septiembre, respectivamente). En cuanto a la demanda, el consumo y la inversión, sobre todo la no minera, habían tenido importantes ajustes, en particular en la parte transable. Ello, coherente con el agudo deterioro de las expectativas de los agentes, el mayor costo de los bienes importados dada la depreciación cambiaria, y una oferta de crédito más estricta, según una consulta especial de la Encuesta de Crédito Bancario. Para el consumo, se sumaban algunos indicadores del mercado laboral más débiles, mientras que para la inversión, tasas de interés y spreads corporativos más altos y la caída de la bolsa. Se estimaba que el escenario externo no proveería un impulso significativo a la economía local.

La recuperación del crecimiento prevista para el 2020 suponía una política monetaria que seguiría expansiva, un mayor impulso fiscal, un repunte de las exportaciones, favorecidas por la depreciación del peso, y la disipación gradual de la incertidumbre y las disrupciones que habían afectado a la economía. Con todo, estas proyecciones estaban sujetas a un grado de incertidumbre mayor que lo habitual, por las dudas sobre la duración de las disrupciones, y la evolución de la situación política y los fundamentos de mediano plazo.

Respecto de la inflación total, se proyectaba que alcanzaría niveles cercanos a 4% durante el 2020, en lo principal influida por la depreciación idiosincrática del peso, que implicaba un traspaso cambiario a la inflación mayor al promedio. De todos modos, la contracción del PIB en el cuarto trimestre y las perspectivas más magras para el 2020 ampliaban la brecha de actividad, compensando en parte las mayores presiones sobre los precios del componente transable de la inflación.

En este contexto, todos los Consejeros coincidieron en que los factores detrás de la incertidumbre y de la evolución de la actividad y de la inflación estaban fuera del alcance de las políticas macroeconómicas, sin perjuicio que podían ayudar a mitigar en parte sus efectos negativos. Todos los Consejeros concordaron en que la opción de mantener la TPM en 1,75% prevalecía frente a otras alternativas. Primero, porque el grado actual de expansividad monetaria se estimaba coherente con la debilidad cíclica de la economía, con el alto nivel de incertidumbre sobre su evolución futura y con el programa de estímulo fiscal anunciado por el Gobierno. Segundo, porque la congruencia necesaria entre la intervención cambiaria y la política monetaria limitaba el espacio para reducir la TPM en los próximos meses.

A juicio del Consejo, mantener la TPM estaba en línea con la convergencia inflacionaria en el horizonte de política y ayudaba a reducir la incertidumbre. Así, acordó por unanimidad mantener la TPM en 1,75%, y dar una señal de que permanecería en ese nivel en los próximos meses, mientras se acumulaba mayor información. Los próximos ajustes podrían ser al alza o a la baja, según el estado de la economía y las perspectivas para la inflación.

REUNIÓN DE ENERO

Para enero, la volatilidad del escenario macroeconómico interno había disminuido sustantivamente. En lo externo, la reacción favorable de los mercados ante la firma de una primera fase de acuerdo comercial entre China y EE.UU., y las mejores cifras en las principales economías, contrastaban con un incipiente pesimismo tras la aparición del coronavirus (Covid-19).

Las cifras de actividad del cuarto trimestre habían resultado en línea con lo planteado en diciembre. Refrendaban el impacto negativo de las disrupciones producidas por la crisis social, destacando la caída

anual de algunos servicios y del comercio según los Imacec de octubre y noviembre. En igual período, la construcción había tenido un crecimiento positivo, a lo que se había sumado en noviembre la industria manufacturera. Algunos indicadores sugerían que los efectos negativos se habían moderado en diciembre.

En el gasto, destacaba el retroceso del consumo de bienes transables, con inventarios que seguían percibiéndose elevados en el comercio (IMCE) y expectativas de consumidores aún en terreno contractivo (IPEC). Las colocaciones de consumo se habían desacelerado, sugiriendo una mayor cautela de los hogares, en conjunto con condiciones de crédito más estrictas acorde con la Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre de 2019. En el mercado laboral, datos administrativos, como las cartas de aviso de término de contrato, mostraban un incipiente deterioro, a lo que agregaban expectativas de contratación (IMCE) todavía pesimistas en varios sectores. En la inversión los datos tenían matices. La evolución de algunos de sus componentes y las expectativas eran muy negativas, pero la creación de crédito persistía relativamente razonable y se había observado un monto importante de emisiones de bonos corporativos en el exterior con condiciones financieras favorables. Asimismo, los componentes de la inversión más vinculados con los grandes proyectos mineros seguían su curso.

Los riesgos de un mayor deterioro de la economía local seguían presentes. En el IPoM de diciembre se había resaltado que la recuperación estaría condicionada a que disminuyera la incertidumbre, y los datos de expectativas conocidos después de su publicación aún no mostraban mejoras. Esto, en medio de progresos en la agenda legislativa, tanto en temas políticos, como económicos e incluso relativos al orden público. La situación de los mercados financieros locales y la percepción de riesgo de los inversionistas extranjeros acerca de la economía chilena se debía seguir monitoreando. Era especialmente importante observar la evolución de los riesgos del escenario externo, pues si bien la probabilidad de ocurrencia de escenarios más positivos o más negativos podía ser similar, en esta coyuntura el impacto de estos últimos podría ser más relevante para la economía local.

La inflación había estado por debajo de lo proyectado en diciembre. Si bien esta sorpresa no indicaba un cambio sustantivo, ponía una nota de alerta pues podría reflejar un traspaso cambiario más acotado o presiones deflacionarias más agudas, respecto de lo previsto. Con todo, a mediano plazo las expectativas de inflación permanecían en torno a 3%, pese a que a plazos más cortos eran inferiores a las proyecciones del Banco.

En este escenario, todos los Consejeros coincidieron en que la opción de mantener la TPM en 1,75% dominaba por sobre cualquier otra. Dado que las noticias no alteraban sustancialmente el escenario macroeconómico, esta opción era coherente con

sostener un impulso monetario altamente expansivo y con lo señalado en el Comunicado de la Reunión previa. Todos los Consejeros concordaron en que la recuperación de la economía y el logro de la meta de inflación requerían que la política monetaria se mantuviera expansiva en los próximos trimestres, más allá de la decisión de esta Reunión. El Consejo acordó por unanimidad mantener la TPM en 1,75%, y estimó como limitada la posibilidad de anticipar futuros cursos de acción dada la incertidumbre vigente.

REUNIÓN ESPECIAL DEL 16 DE MARZO

El 16 de marzo el Consejo convocó una sesión especial por el rápido y significativo deterioro del escenario macroeconómico, asociado a la expansión global del Covid-19.

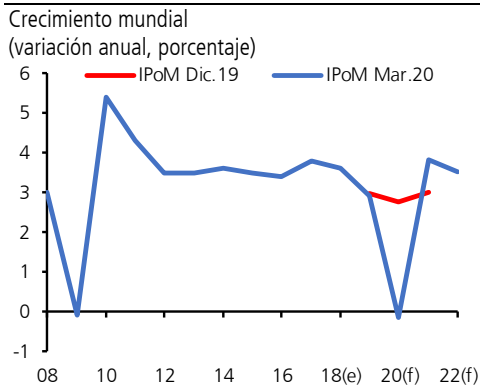
Hasta el momento de la Reunión, no había cifras económicas internas que incorporaran el efecto de estas disrupciones, sin embargo el ritmo de avance que mostraba la enfermedad en el país, las medidas sanitarias adoptadas, junto con la revisión de lo que estaba sucediendo en otros países, sugerían que los impactos en las ventas y flujos de caja de las empresas afectadas podrían ser severos, en particular para pequeñas y medianas empresas.

Se agregaba, que la economía chilena se enfrentaba a este escenario desde un débil punto de partida, más allá de la recuperación que habían tenido los Imacec de diciembre de 2019 y enero de 2020. A ello se sumaba el deterioro que mostraban varios elementos ligados a la demanda interna, como el mercado laboral, las condiciones financieras locales y las expectativas de los agentes. Además, varias empresas, especialmente medianas y pequeñas, ya habían quedado resentidas financieramente ante la disminución de las ventas en octubre y noviembre del 2019.

En este contexto, Consejo decidió bajar la TPM en 75pb hasta 1%, con los votos del Presidente Marcel, del Vicepresidente Vial y del Consejero García. Los Consejeros Naudon y Costa votaron por bajar la TPM en 50pb. Además, el Consejo implementó medidas adicionales para asegurar el normal funcionamiento de los mercados de crédito y una transmisión efectiva del mayor impulso monetario. En particular, el otorgamiento a los bancos de una facilidad de financiamiento condicional al incremento de colocaciones (FCIC); la inclusión de bonos corporativos dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones vigentes de liquidez en pesos, incluyendo la FCIC; el inicio de un programa de compra de bonos bancarios a los participantes del sistema SOMA por un monto equivalente en UF de hasta 4 mil millones de dólares; y la extensión del plazo del programa de venta de divisas hasta el 9 de enero de 2021.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

Gráfico I.1



Fuente: Banco Central de Chile.

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

(*) 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.

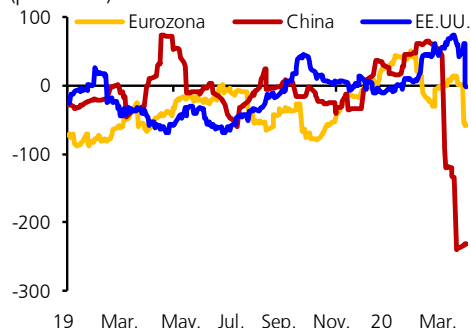
Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años y describe el escenario externo considerado más probable, así como los principales riesgos.

La expansión del Covid-19, las medidas para su contención, y la incertidumbre acerca de sus alcances económicos y duración han traído una serie de efectos reales y financieros, que han impactado de manera significativa a la economía global. Ello lleva a proyectar en el escenario base una recesión mundial durante el 2020 (gráfico y tabla I.1), visión que es compartida por las contrapartes. En los mercados financieros, la aversión al riesgo se ha elevado sustantivamente, provocando correcciones de gran magnitud en los precios de distintos activos, con un empeoramiento de las condiciones financieras. Ello ha motivado una importante reacción de diversas autoridades monetarias, en varios casos por consideraciones de estabilidad financiera, y fiscales. Estos estímulos, y en cuanto la emergencia sanitaria vaya superándose, serán cruciales en la recuperación del crecimiento global prevista de cara al próximo bienio.

El mercado deterioro del escenario externo se transmitirá hacia la economía local a través de tres canales principales. Primero, el descenso de los flujos de comercio internacional, derivado del alicaído desempeño que se prevé para los socios comerciales chilenos. El PIB de los dos más importantes, China y EE.UU., se contempla varíe 3,0% —su mínimo desde 1990— y -1,9% este año, respectivamente (5,5% y 1,6% en diciembre). Este canal se verá reforzado por el efecto en los términos de intercambio, donde se combina una caída brusca de los precios de las exportaciones chilenas, en particular del cobre, y el alivio que otorga un menor precio del petróleo. En segundo lugar, está el impacto negativo en las condiciones financieras. La mayor aversión al riesgo y la búsqueda de refugio en activos más seguros se ha traducido a nivel local en premios por plazo y riesgo más elevados, mercados descensos bursátiles, y una significativa depreciación nominal y real del tipo de cambio, entre otros ajustes. Tercero, la perspectiva generalizada de que la economía mundial entrará en recesión también afecta la confianza de hogares y empresas, intensificando el efecto del canal financiero y restando aun más impulso al gasto.

Gráfico I.2

Índice de sorpresas Citi (1) (2)
(pivote = 0)



(1) Los índices estimados por Citi se calculan diariamente en una ventana continua de tres meses. Estos corresponden a las desviaciones estándar históricas de sorpresas económicas (datos efectivos versus expectativas de los analistas), ponderadas por el efecto de la sorpresa sobre el tipo de cambio nominal de cada país. Un valor sobre (bajo) cero indica sorpresa positiva (negativa). (2) Incorpora datos hasta el 27 de marzo del 2020.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.3

China: indicadores de corto plazo (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil de tres meses.

Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas de China.

La magnitud del impacto asociado a estos canales está sujeta a antecedentes como la alta participación de Chile en las cadenas de valor global, específicamente como proveedor de productos básicos. También incidirá el que un *shock* de origen externo tiene un efecto inmediato en las expectativas y más rezagado en los componentes de la demanda interna, siendo la inversión el que más se resiente^{1/}.

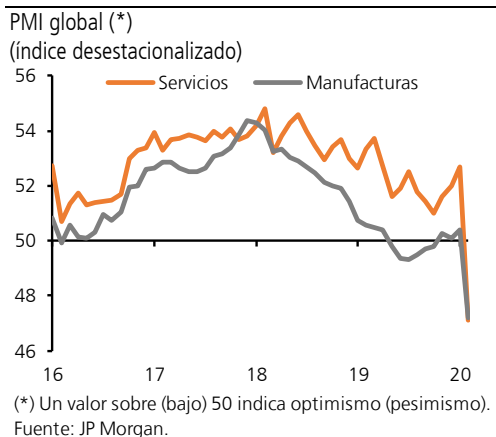
El cambio en el escenario internacional se da en un contexto donde, previo al surgimiento del Covid-19, el panorama evolucionaba relativamente en línea con lo proyectado, incluso algunas cifras de fines del 2019 habían sorprendido de manera positiva en las principales economías (gráfico I.2). Por otra parte, a mediados de enero, EE.UU. y China habían alcanzado una primera fase de acuerdo comercial, lo que había incidido en un incipiente repunte del comercio mundial y la industria a nivel global, así como en perspectivas más estables en el rubro manufacturero. Además, el dinamismo de los mercados laborales en el mundo desarrollado sugería que el consumo mantendría un buen comportamiento.

Sin embargo, la cancelación a fines de enero de las festividades del Año Nuevo Lunar en China para contener el avance del Covid-19 fue el punto de partida de un sentimiento más pesimista en los mercados. En un comienzo, estos centraron sus dudas en torno al desempeño de esta economía y el impacto que podría tener en el resto de los países, percepción que se fue tornando más negativa en cuanto la propagación del virus llevó a las autoridades chinas a instaurar mayores medidas de contención del brote. La paralización temporal de la actividad fabril dio origen, por una parte, a disrupciones de oferta, que repercutieron en el funcionamiento de las cadenas de valor, considerando la alta integración comercial de China con el resto del mundo. En el bimestre enero-febrero, la producción industrial china cayó 13,5% anual, la peor cifra en 30 años. Como reflejo de ello, las exportaciones disminuyeron del orden de 17% anual en igual período, lo que se sumó al deterioro de otros indicadores de corto plazo (gráfico I.3). En cuanto a la demanda, el *shock* redundó en una baja de las importaciones chinas, afectando especialmente a economías emergentes productoras de materias primas e insumos manufactureros. Con todo, algunas cifras conocidas en semanas recientes sugieren que la actividad en China se ha ido paulatinamente normalizando, pero todavía sin recuperar los niveles previos a la emergencia sanitaria.

Llegado marzo, comenzó a observarse una aceleración de los contagios fuera del territorio chino, lo que significó un giro importante del panorama global. En un principio, la rápida diseminación del virus en países como Italia y España fomentaron

^{1/} El Recuadro III.1 del IPoM de septiembre del 2019 profundiza en el efecto de un *shock* de origen externo en la economía chilena, en esa ocasión particular, el recrudescimiento de la guerra comercial.

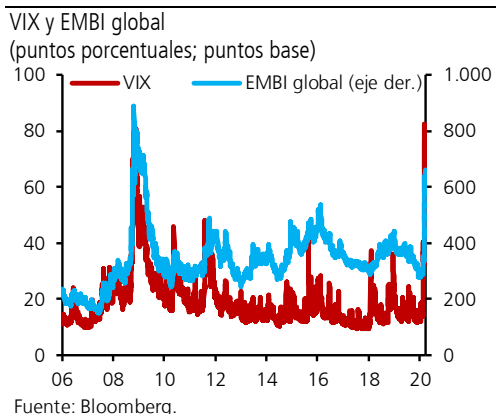
Gráfico I.4



temores respecto de la capacidad de respuesta de los sistemas de salud ante un brote más masivo, aprensiones que terminaron efectivamente materializándose. En los días previos a la publicación de este IPoM, estas dudas se trasladaron hacia EE.UU., que pasó a liderar las cifras de infectados en el mundo. Posteriormente, las acciones que han ido implementando los gobiernos para detener el avance de la enfermedad han generado nuevas preocupaciones sobre la marcha del ciclo global. Estas indicaciones han ido endureciéndose, incluso con cuarentenas totales en algunos casos, que se suman a la precaución voluntaria de las personas.

El menor movimiento de la población es asimilable a un *shock* de oferta que reduce la capacidad productiva. Este tiene un gran potencial de transmisión dada la alta integración entre economías, acentuando el riesgo de una interrupción en las cadenas de suministro. Las expectativas del sector manufacturero, que ya venía fuertemente golpeado por las tensiones comerciales, han tenido un marcado descenso en lo más reciente, al igual que en las líneas de servicios (gráfico I.4). A este efecto de primera vuelta en la oferta, se agrega una demanda más débil, que también repercutirá en la actividad mundial. Ello, por el impacto en el empleo y los ingresos de las personas y las empresas de las medidas de control sanitario, así como por la moderación y/o postergación de las intenciones de gasto ante la elevada incertidumbre. El deterioro de la demanda ha sido especialmente notorio en rubros como el comercio, el turismo y los servicios en general. De hecho, según una estimación de la Asociación Internacional de Transporte Aéreo divulgada la última semana de marzo, los ingresos globales en el segmento de pasajeros durante el 2020 disminuirían 44% respecto del año anterior.

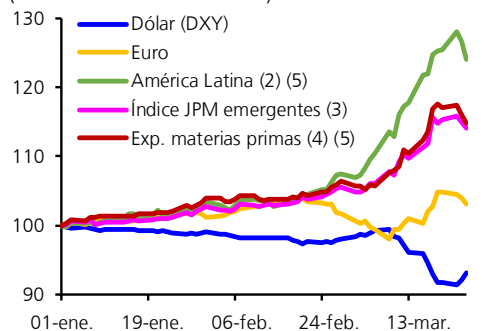
Gráfico I.5



Los mercados financieros internacionales han reaccionado con fuerza a estos desarrollos. La mayor aversión al riesgo de los agentes se ha traducido en un incremento a sus máximos históricos de la volatilidad, salidas masivas de capitales, aumentos de los premios por riesgo y la depreciación del grueso de las monedas frente al dólar. En lo que va del año, la bolsa global (MSCI mundo) acumula una pérdida del orden de 25%, en donde se combinan tanto bajas como alzas diarias de magnitudes excepcionales, reflejo de la susceptibilidad de los mercados a noticias en una u otra dirección. El deterioro ha sido especialmente visible en economías de Europa y América Latina. En el mercado de renta fija, las tasas de interés de largo plazo tuvieron descensos significativos en la generalidad de los países, exceptuando algunos latinoamericanos, tocando nuevos mínimos en ciertos casos. En lo más reciente, estas tasas han tendido a revertirse, en línea con el incremento de la demanda por liquidez en dólares en efectivo, que ha generado ajustes en los portafolios, y con la mayor oferta de títulos soberanos ligada a los estímulos fiscales que se han ido anunciando a nivel global. Estas

Gráfico I.6

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

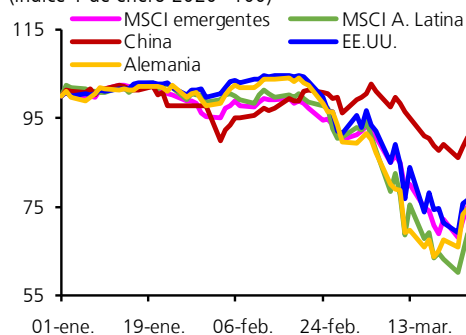


01-ene. 19-ene. 06-feb. 24-feb. 13-mar.
(1) Aumento (baja) indica depreciación (apreciación). (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Índice JP Morgan compuesto por Singapur, India, China, Chile, México, Brasil, Sudáfrica, Hungría, Rusia y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2019.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.7

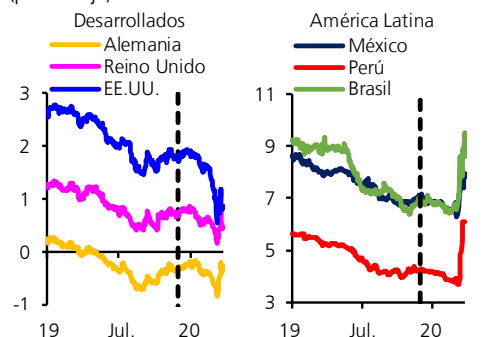
Evolución mercados bursátiles en 2020
(índice 1 de enero 2020=100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.8

Tasas de interés nominales a 10 años plazo (*)
(porcentaje)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPOM de diciembre 2019.

Fuente: Bloomberg.

acciones, y las de carácter monetario, han contribuido a una mayor calma en los mercados en lo último (gráficos I.5, I.6, I.7 y I.8).

El *shock* financiero que ha ido aparejado a la actual pandemia se origina, principalmente, en las dudas acerca de la extensión de su impacto económico. La menor circulación de las personas conlleva una reducción relevante de las ventas —en algunos casos a su total ausencia— y, por ende, de los flujos de caja de las empresas. Muchas podrían ver comprometida su solvencia, sobre todo al considerar el sustantivo aumento del endeudamiento corporativo en los últimos años, favorecido por condiciones crediticias extraordinariamente laxas. Acorde con un reporte del Instituto de Finanzas Internacionales publicado a mediados de marzo, la deuda global de las compañías no financieras llega a 93% del PIB mundial (75% antes de la crisis financiera del 2008-2009), con algunas de las cargas más pesadas en rubros con magros resultados y altamente volátiles^{2/}. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), de ocurrir una crisis económica la mitad de grave que la del 2008, un 40% de la deuda de las empresas dentro del mundo desarrollado estaría en riesgo, sin siquiera poder cubrir los intereses con sus ingresos^{3/}. La fuerte caída del precio del petróleo también es un factor de riesgo para parte del sector corporativo. En EE.UU., el mayor productor mundial de crudo, las compañías energéticas agrupan una porción relevante de los bonos con mayor probabilidad de incumplimiento de pagos, y muchas están altamente apalancadas, aumentando las dudas sobre su solvencia. El menor valor del petróleo podría llevar al *default* a una fracción importante de estas firmas, e ir contagiando el pesimismo al resto del mercado. Ello, tomando en cuenta además que los costos de producción en EE.UU. (*shale oil*) son relativamente más altos que en otros países, como Medio Oriente. De todos modos, los precios actuales del crudo están por debajo del de equilibrio fiscal del grueso de las naciones productoras, algunas de las cuales enfrentan un desafío adicional debido los ajustes que han sufrido sus clasificaciones de riesgo.

Otro impacto relevante de la emergencia sanitaria podría darse en el empleo, resultado de quiebras o reducciones masivas de personal. En EE.UU., por ejemplo, las solicitudes iniciales de desempleo alcanzaron un récord durante la tercera semana de marzo (gráfico I.9). También, está el impacto negativo en las decisiones de gasto de las empresas, por la pérdida patrimonial ante el desplome de los precios de los activos. Se suman condiciones de crédito bancario que podrían volverse más estrictas, dada la mayor percepción de riesgo global.

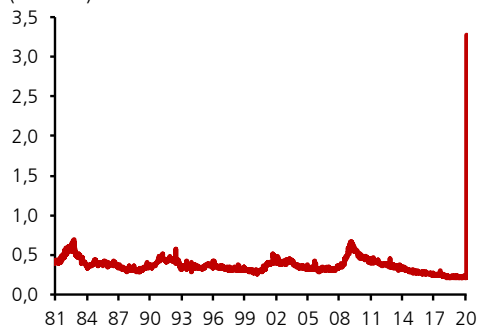
Enfrentadas a este escenario, las autoridades monetarias han respondido con una variedad de medidas para paliar los efectos

^{2/} Instituto de Finanzas Internacionales (2020).

^{3/} FMI (2020b).

Gráfico I.9

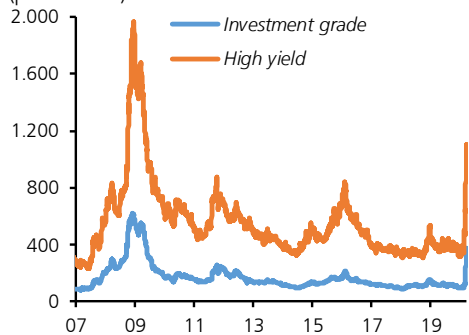
Solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU. (*)
(millones)



(*) Incluye información hasta el día 26 de marzo del 2020.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.10

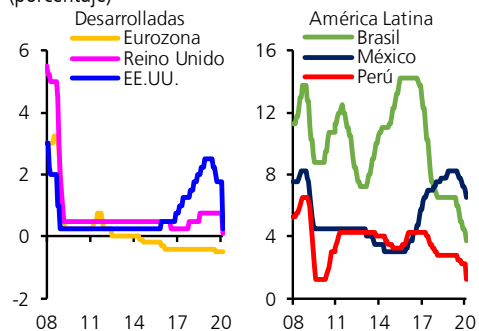
Spreads de los bonos corporativos en EE.UU.
(puntos base)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.11

TPM en economías seleccionadas
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

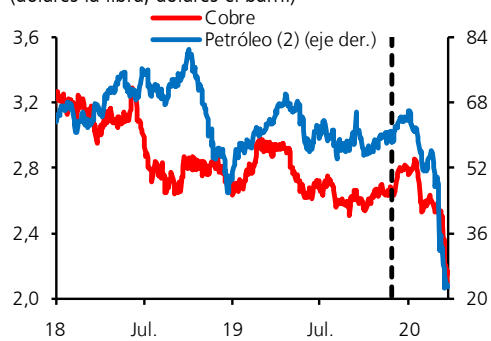
económicos de la pandemia, dar mayor tranquilidad a los mercados, evitar que el *shock* financiero se prolongue y asegurar suficiente liquidez en el corto plazo, considerando además el deterioro que exhiben algunos indicadores relacionados con esta última (gráfico I.10). Todo esto, en un contexto en el que las perspectivas globales de inflación se han corregido a la baja. El actuar de los bancos centrales comprende desde recortes de la tasa de instancia (gráfico I.11) —en reuniones extraordinarias en muchos casos— hasta diversas herramientas no convencionales, lo que incluye el actuar concertado de los entes de Canadá, Inglaterra, la Eurozona, Japón, Suiza y EE.UU. para preservar la liquidez en dólares de los mercados. La Fed ha efectuado los mayores ajustes. Entre otras medidas, bajó la tasa rectora a un rango de entre 0 y 0,25% —su menor nivel desde el 2008—, estableció un plan de alivio cuantitativo ilimitado, redujo las reservas de capital exigidas a los bancos y permitió su utilización para préstamos, y extendió su programa de operaciones repo. Varios de estos y otros instrumentos también han sido instaurados por sus símiles en el resto del mundo. El Banco Central Europeo reforzó su estrategia de adquisición de activos, lo que suma un nuevo programa de compras de emergencia pandémica (PEPP, por sus siglas en inglés), y de créditos condicionados de largo plazo (TLTRO), mientras el Banco de Inglaterra rebajó la tasa rectora a su mínimo histórico, incrementó la compra de bonos y autorizó a los bancos a hacer uso de las reservas de capital. China, India, Australia y Nueva Zelanda, entre otros, igualmente han adoptado importantes disposiciones (Recuadro II.1). En América Latina, Perú, Colombia, México y Brasil realizaron recortes de la tasa de política monetaria y, salvo el primero, han intervenido sus mercados de divisas. Además, varios han fortalecido sus operaciones repo.

La respuesta de política en el ámbito fiscal abarca recortes o prórrogas de impuestos, subsidios, rebajas tarifarias y paquetes de gasto, entre otras acciones. La Unión Europea ya ha anunciado flexibilidad en las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para sus miembros. En este bloque, los esfuerzos se han centrado en proteger el empleo e ingresos de los trabajadores que han sido afectados por el paro de actividades. En EE.UU., el plan de rescate ascendería a más de US\$2 billones, que incluso incorpora la entrega inmediata de efectivo a los ciudadanos. En América Latina, las autoridades igualmente han implementado paquetes de gasto, dirigidos a los segmentos más vulnerables de la población.

Varias de las medidas de política corresponden a iniciativas de apoyo directo a las empresas. En el frente monetario, resaltan las disposiciones de la Fed, que entrará por primera vez en el mercado de bonos corporativos y ha decidido dar respaldo a los préstamos de Pymes, entre otro tipo de deudores. En el Reino Unido, se establecieron incentivos adicionales para el otorgamiento de créditos a esta categoría de empresas, financiados con la emisión de

Gráfico I.12

Precio de materias primas (1)
(dólares la libra; dólares el barril)



(1) Línea punteada vertical corresponde al cierre estadístico del IPOM de diciembre 2019.

(2) Promedio simple entre el barril de petróleo Brent y WTI.

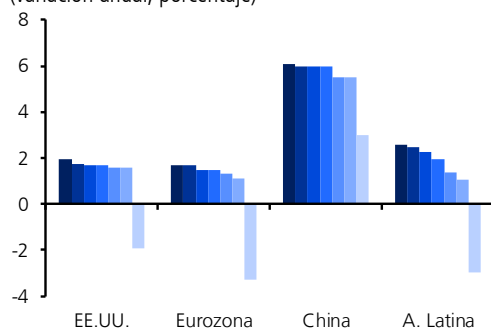
Fuente: Bloomberg.

reservas del banco central. En el plano fiscal, parte de la ayuda ha sido focalizada sectorialmente, estando los negocios ligados al turismo y otros servicios (incluyendo las aerolíneas) entre los más beneficiados. Algunos gobiernos han dispuesto garantías para los préstamos del segmento comercial, en particular en Europa. Las autoridades alemanas incluso han indicado que estas serán ilimitadas, lo que se enmarca en un plan de estímulo que contempla, entre otros, un fondo de estabilidad económica que puede asumir una participación directa en el capital de las firmas.

La menor demanda mundial también ha reducido los precios de la mayoría de las materias primas. En el petróleo, se agregan factores de oferta, toda vez que la guerra de precios iniciada entre Rusia y Arabia Saudita llevó a este último a incrementar su producción y aplicar importantes descuentos a sus clientes. Al cierre estadístico, el valor del crudo (promedio WTI-Brent) fluctuaba algo por sobre los US\$20 dólares el barril, sumando una baja cercana a 60% durante este año, con caídas diarias no vistas desde la guerra del Golfo a principios de los noventa (alrededor de -30%). En tanto, el precio del cobre ha cedido en torno a 20% en lo que va del año, hasta niveles del orden de US\$2,2 la libra al cierre estadístico (gráfico I.12). El escenario base contempla para el período 2020-2022, en promedio, un precio del petróleo de US\$42 el barril (WTI-Brent) y para el cobre de US\$2,5 la libra (US\$58 y algo superior a US\$2,7 en diciembre, respectivamente). Con ello, los términos de intercambio se reducirán este año.

Gráfico I.13

Proyección de crecimiento 2020 en los últimos IPOM (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Evolución de la proyección desde el IPOM de septiembre 2018 al de marzo 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

América Latina ha sido fuertemente impactada por el cambio en el escenario macroeconómico internacional. El *shock* financiero ha tenido especial fuerza en este bloque, liderando, entre otros efectos, el deterioro de los *spreads*, el alza de las tasas de interés de los bonos soberanos y la depreciación de las monedas a nivel global. Ello, en un panorama que ya venía golpeado por diversos factores idiosincráticos, en el que la demanda de los socios comerciales de la región se debilitó, y en el que el espacio de política fiscal es limitado. Las medidas aplicadas para contener la propagación del virus complican el cuadro. Por países, Argentina y México habían tenido un retroceso del PIB el 2019. En el primero, la contingencia actual podría llevar a postergar las renegociaciones de la deuda y, con ello, una eventual solicitud de nuevos recursos externos. México se verá influido, entre otros elementos, por la recesión de EE.UU. —su mayor socio comercial—, así como por la reducción de los ingresos del petróleo, que también afectará a Ecuador, Colombia y Brasil. Este último y Perú, junto con Chile, resentirán los efectos del desempeño más magro de la economía china, su principal destino de exportaciones. Así, se espera que América Latina se contraiga 3% el 2020 (+1,1% en diciembre), una de las correcciones más relevantes en el escenario base (gráfico I.13).

En comparación con la crisis financiera del 2008-2009, se advierten varias diferencias en la contingencia externa en curso, si bien se anticipa que el desempeño económico global será similar al de ese período. Primero, la situación actual tiene su origen en un *shock* transitorio en el sector real, cuyos efectos debieran ser menos persistentes en la medida que no provoquen grandes disrupciones financieras y se logre acotar su impacto sobre la sostenibilidad de las firmas. Segundo, la situación de la banca en el mundo desarrollado es más sólida hoy, excepto en algunas entidades europeas, gracias a una serie de reformas orientadas a fortalecer la estabilidad financiera, fruto de las lecciones que dejó la crisis antes indicada. Sin embargo, también se reconocen algunos flancos de mayor vulnerabilidad, partiendo por el carácter global del *shock* y su rápida expansión. Por su parte, el impulso que China puede dar a la economía mundial es en principio, muy inferior al del episodio 2008-2009, cuando fueron el puntal de la posterior recuperación cíclica. Finalmente, están los altos índices de deuda corporativa señalados —en contraste con el menor endeudamiento de los hogares en varios países desarrollados—, que arriesgan la solvencia de un grupo importante de empresas. En este contexto, el escenario base de este IPoM contempla un recorte significativo de las proyecciones de crecimiento mundial para este año, a -0,2%, comparable con el -0,1% registrado el 2009 en la crisis financiera internacional.

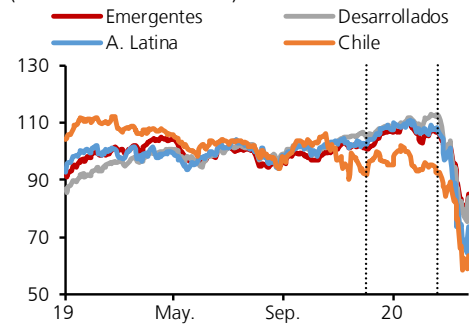
En cuanto a los riesgos, por el lado positivo, hay elementos que permiten suponer una recuperación más rápida de la economía mundial, especialmente el actuar sustancial y oportuno que han tenido las autoridades monetarias y fiscales. Ello será clave en el repunte de la actividad global, en cuanto posibilite a las personas y empresas sobrellevar los menores ingresos que implicará el período de aislamiento social, pero también en apuntalar las expectativas. En conjunto con las medidas sanitarias, todo esto ayudará a aminorar los costos humanos y económicos. En tanto, el pronto hallazgo de una vacuna contra el Covid-19 podría restablecer las confianzas de los agentes con mayor celeridad, junto con dar solución en el mediano plazo al problema de salud. En cualquiera de estas situaciones, la recuperación mundial tendría forma de V, a la vez que los mercados retomarían la calma más rápido.

Por el lado negativo, el principal riesgo es una duración más prolongada del brote y de las medidas de aislamiento, que elevaría la probabilidad de ocurrencia de quiebras generalizadas de firmas y un alza significativa del desempleo. Ello comprometería la solvencia de la banca en ciertos países y llevaría a un deterioro más profundo de las condiciones financieras globales. Todo esto redundaría en una recesión más intensa y una recuperación de la economía mundial mucho más lenta, parecido a lo ocurrido en el 2008-2009.

II. CONDICIONES FINANCIERAS

Gráfico II.1

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



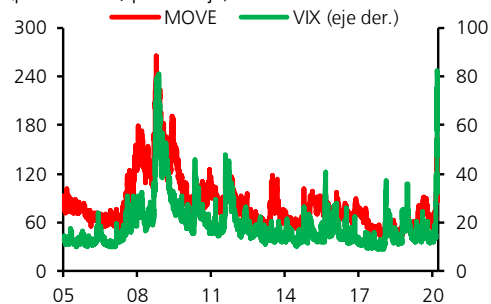
(1) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile se utiliza el IPSA.

(2) Línea vertical punteada izquierda indica el cierre estadístico del IPoM de diciembre del 2019. Línea vertical punteada derecha indica comienzo del declive de las bolsas como reacción a expansión del Covid-19.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.2

Volatilidad
(puntos base; porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

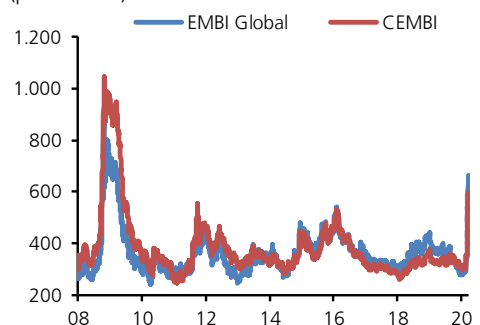
Este capítulo revisa la evolución de las condiciones financieras locales y externas.

En las últimas semanas, el mercado financiero interno se ha movido a la par de los mercados financieros globales, en un contexto en que la propagación del Covid-19 está provocando fuertes impactos en los precios de los activos y se ha ido extendiendo una mayor aversión al riesgo, deteriorando las condiciones financieras internacionales. Así, las bolsas mundiales se han desplomado de manera transversal, la volatilidad ha llegado a alcanzar niveles algo superiores a los de la crisis financiera global, se han producido salidas de capitales desde países emergentes y desarrollados, los premios por riesgo han aumentado y las monedas se han depreciado de manera generalizada frente al dólar. En Chile, se observan importantes correcciones en la bolsa, el tipo de cambio, el riesgo soberano y el riesgo corporativo; similar a lo ocurrido en economías comparables. En respuesta a estos rápidos desarrollos, y para evitar un deterioro mayor del escenario macroeconómico y asegurar el correcto funcionamiento de los mercados financieros, el Consejo ha adoptado una serie de medidas. Entre ellas, la reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 125 puntos base (pb), desde 1,75 hasta 0,50% —su mínimo técnico. Además, ha anunciado una serie de medidas complementarias destinadas a facilitar la provisión de liquidez, el normal funcionamiento de los mercados de crédito y a asegurar una transmisión efectiva del mayor impulso monetario (Recuadro II.1). Por su parte, el Gobierno anunció una serie de medidas para apoyar los ingresos de hogares y reducir la presión sobre la caja de las empresas. Todo esto se ha dado en un contexto de un frágil punto de partida para la economía chilena, pues los acontecimientos tras el inicio de la crisis social ya habían debilitado tanto el crecimiento como la posición financiera de algunas empresas y las variables financieras locales.

La propagación del Covid-19 ha golpeado significativamente a los mercados financieros internacionales. Las plazas bursátiles se cuentan entre las variables más deterioradas, registrando subsecuentes eventos de *sell off* en respuesta a noticias negativas vinculadas con el virus y la guerra de precios del petróleo. En ocasiones, esto llevó a forzar la interrupción de las operaciones de

Gráfico II.3

Premio por riesgo en países emergentes (*)
(puntos base)



(*) Emerging Markets Bond Global Index y Corporate Emerging Markets Bond Index.

Fuente: Bloomberg.

Tabla II.1

Paridades respecto del dólar estadounidense (1)
(porcentaje)

	Variación IPoM Mar.20			
	12.19	09.19	07.19	03.19
A. Latina (2) (3)	18,6	19,8	22,7	26,7
Brasil	19,0	23,0	25,5	31,2
Chile	6,8	19,5	21,5	27,3
Colombia	17,1	18,4	20,8	30,3
México	21,2	19,0	22,9	23,7
Perú	4,6	4,7	5,7	7,4
Exp. commodities (2)	11,1	10,1	11,5	13,3
Australia	14,0	13,6	16,1	19,2
Canadá	7,2	7,2	5,8	6,7
Nueva Zelanda	9,6	9,1	11,4	17,1
Sudáfrica	16,2	11,7	17,7	18,7
Desarrollados (2)	1,7	2,0	2,2	3,4
Eurozona	1,1	1,7	2,5	3,8
Japón	-0,1	2,6	-0,5	-1,8
Reino Unido	8,5	2,5	6,4	11,2
Otros emergentes				
China	0,3	-0,5	2,2	5,1
Rep. Corea	5,6	2,6	4,5	9,7
India	4,6	4,7	7,6	8,6
Indonesia	10,7	9,5	8,4	9,8
Polonia	6,0	5,0	7,5	9,1

(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

(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores WEO de octubre del 2019.

(3) Excluido Chile.

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

algunas plazas. Así, el S&P 500 llegó a perder un 30% de su valor en tan solo 30 días —velocidad superior a cualquier desplome anterior, incluido el *crack* de 1929. Los episodios de alzas de las bolsas acontecidos con posterioridad al anuncio de ingentes paquetes de estímulo fiscal y monetario no han sido suficientes para compensar las caídas previas. Desde el 19 de febrero los mercados bursátiles de las economías desarrolladas muestran caídas en torno a 17%, las emergentes 13% y las latinoamericanas 25% —medidas por el MSCI (gráfico II.1). Además, la volatilidad de los mercados ha escalado rápidamente, llegando incluso a máximos históricos a mediados de marzo, en el caso del VIX (gráfico II.2).

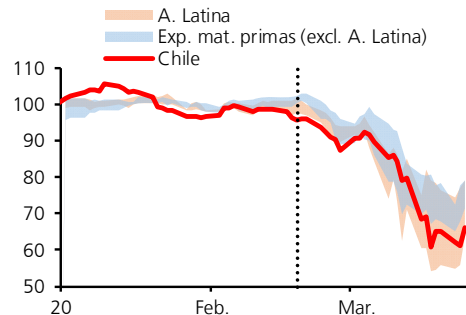
Otro dato relevante es el aumento significativo de la aversión al riesgo que se observa desde la cuarta semana de febrero. Esto llevó a que en varios países desarrollados las tasas de interés de los instrumentos soberanos cayeran fuertemente. En lo último, la búsqueda de activos seguros de menor duración, o incluso efectivo, ha producido alguna reversión en esta tendencia. En las economías emergentes, los indicadores de riesgo soberano han escalado significativamente, llegando a niveles que no se observaban desde el 2009. Lo mismo ha sucedido con los *spreads* corporativos, que reflejan un aumento en el costo de financiamiento de las empresas a nivel internacional (gráfico II.3).

Las paridades también registran una volatilidad significativa y dan cuenta del abandono de posiciones en monedas de países emergentes y de exportadores de materias primas a favor del dólar estadounidense. Desde el cierre estadístico previo, las monedas de Brasil, México, Colombia y Sudáfrica se depreciaron entre 15 y 20% respecto de esta divisa (tabla II.1).

En respuesta al fuerte deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial y de las condiciones financieras globales, los principales bancos centrales —muchos de ellos en reuniones especiales— optaron por bajar sus tasas de política hasta niveles mínimos y establecer paquetes expansivos no convencionales —algunos, nunca antes ejecutados— orientados a mantener la liquidez en los mercados monetarios y asegurar tanto la provisión de crédito en los mercados financieros como el correcto funcionamiento del canal de crédito de la política monetaria (Recuadro II.1). Así, la Reserva Federal de Estados Unidos, entre otras medidas, redujo su tasa de referencia hasta ubicarla en un rango de 0-0,25%, estableció una expansión cuantitativa ilimitada y anunció varios programas de préstamos para apoyar a las empresas afectadas por el deterioro de la economía. Medidas similares adoptaron el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo y el Banco de Canadá, entre otros (Capítulo I). En días recientes, el anuncio de estas medidas ayuda a explicar la reversión parcial del deterioro de los mercados financieros globales.

Gráfico II.4

IPSA e índices bursátiles seleccionados (1) (2) (3) (4)
(índice 01/01/20-19/02/20 = 100)



(1) Línea punteada vertical corresponde al 19 de febrero del 2020.

(2) Se utiliza el valor de cada índice bursátil al cierre del día. Cada franja muestra el rango de las series normalizadas para un grupo de países.

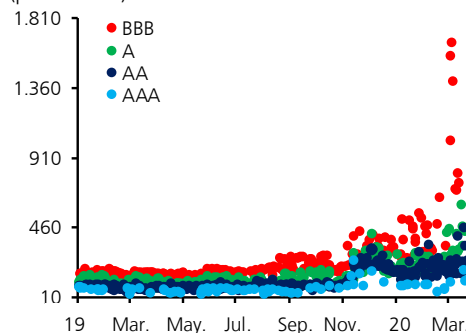
(3) A. Latina incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

(4) Exportadores de materias primas (excl. A. Latina) considera a Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.5

Spread corporativo no bancario por nivel de riesgo (*)
(puntos base)



(*) El *spread* es respecto al bono soberano en UF. Cada punto es el promedio diario ponderado por monto de cada instrumento dentro de la categoría. Último dato es preliminar.

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

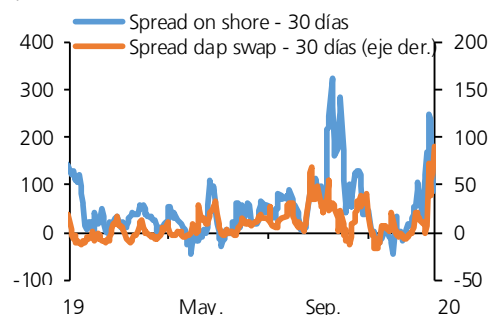
El mercado financiero local también ha respondido con fuerza a los cambios del escenario global. Especialmente afectados han sido la bolsa, el tipo de cambio y los premios por riesgo. Al igual que lo observado en países comparables, estas variables se han deteriorado de formas que no se observaban desde la crisis financiera del 2008. Desde mediados de febrero el IPSA ha descendido 32%, llegando a registrar su peor sesión en 30 años (-14,3% el 19 de marzo) (gráfico II.4). Los segmentos bancarios, de *retail*, de construcción y de transporte aéreo fueron los más afectados. Durante el último mes, los indicadores de riesgo soberano, el *spread* de CDS y el EMBI, han aumentado en 70 y 200pb, respectivamente. Además, los *spreads* de los bonos corporativos superaron sus niveles de noviembre (gráfico II.5); en tanto que los de los bonos bancarios se aproximaron a ellos. La liquidez de los mercados monetarios en dólares y en pesos volvió a verse afectada, con aumentos en los *spreads on shore* y *dap swap* (gráfico II.6). Las tasas de renta fija, en línea con el escenario internacional, han tenido vaivenes relacionados con la búsqueda de refugio y, en suma, registran cambios acotados con respecto al IPoM de diciembre. Los más notorios se dieron en los bonos reajustables a 2 y 5 años (BCU-2: -70pb, BCU-5: -40pb).

El tipo de cambio nuevamente experimentó aumentos significativos a raíz del contexto de mayor aversión al riesgo, aunque algo inferiores a sus similares internacionales (gráfico II.7). Desde el IPoM de diciembre, el peso chileno se depreció 6,8% frente al dólar estadounidense. A nivel multilateral la depreciación fue menor, 3,3% el TCM, 6,1% el TCM-5 y 2,4% el TCM-X (tabla II.1). La volatilidad del tipo de cambio ha aumentado, aunque sin llegar a los niveles observados en noviembre pasado. El tipo de cambio real se encuentra cercano a 107, algo por sobre su valor del IPoM de diciembre y superior a sus promedios de los últimos 15 y 20 años.

En cuanto a las condiciones de crédito, los datos hasta febrero confirmaron el estrechamiento que fue advertido en el IPoM de diciembre sobre la base de información cualitativa. Por un lado, la crisis social había disminuido la disposición de los agentes a tomar créditos de consumo, y por otro, había afectado la evaluación de riesgo por parte de los bancos y sus costos de financiamiento. Evidencia de lo primero es la desaceleración de las colocaciones de consumo, con contracciones anuales durante enero y febrero. Las variaciones anuales de las colocaciones comerciales y de vivienda, en cambio, se mantuvieron cercanas a sus valores del IPoM de diciembre (gráfico II.8). Por su parte, las tasas de interés subieron en todos los segmentos (gráfico II.9). Lo anterior es coherente con los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre del 2019, que refleja una percepción de demanda más débil en los créditos de consumo y de oferta más restrictiva hacia empresas y hogares. Los indicadores de riesgo de crédito bancario, tanto el *stock* de provisiones como la morosidad, se han incrementado desde octubre

Gráfico II.6

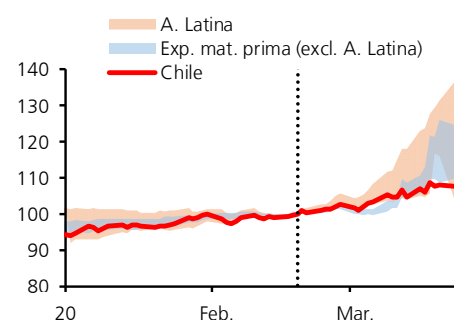
Spread on shore y spread dap swap
(puntos base)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.7

Tipo de cambio nominal de Chile y países
seleccionados (1) (2) (3) (4)
(índice 19/02/2020 = 100)



(1) Línea punteada vertical corresponde al 19 de febrero del 2020.

(2) Se utiliza el tipo de cambio nominal al cierre del día. Cada franja muestra el rango de las series normalizadas para un grupo de países.

(3) A. Latina incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

(4) Exportadores de materias primas (excl. A. Latina) considera a Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega.

Fuente: Bloomberg.

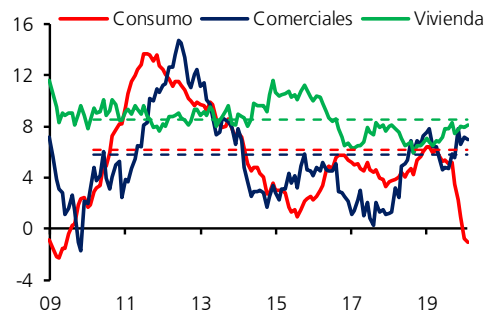
pasado. Según datos de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), el primero de estos aumentó desde 2,46% de las colocaciones en septiembre del 2019 hasta 2,56% en enero del 2020. Además, las cifras de la CMF reafirman el debilitamiento de la capacidad de pago de los agentes. Entre noviembre y enero la cartera con morosidad de 90 días o más aumentó en 6,8%, pasando de representar 1,94% de las colocaciones a 2,06%. Esto en un contexto en que el IPN de febrero daba cuenta de que los bancos, para evitar un deterioro en los indicadores de mora y de la cartera posterior a la crisis social, habían entregado más facilidades en los plazos de pago.

El escenario base de este IPoM corrige de forma importante a la baja el crecimiento previsto para el 2020, previendo una contracción entre 2,5 y 1,5%. En esto se conjuga el efecto de las medidas sanitarias necesarias para controlar el brote de la enfermedad en el país y las consecuencias negativas del cambio en el escenario externo. Se añade que los sectores económicos más afectados son los mismos que ya sufrieron las consecuencias de las disrupciones derivadas de la crisis social.

Durante marzo el Consejo ha anunciado una serie de disposiciones destinadas a mitigar los efectos negativos de la pandemia, facilitar el proceso de ajuste de la economía y mantener el adecuado funcionamiento de los mercados financieros. La primera, anunciada el 12 de marzo, pone en curso nuevas medidas de liquidez para los mercados monetarios, que consisten en la extensión de los programas REPO y *swap* de tipo de cambio, y la inclusión de nuevos plazos en ambos instrumentos. Luego, en un la RPM especial efectuada el 16 de marzo, el Consejo determinó cinco medidas adicionales. En primer lugar, la reducción de la TPM en 75pb, hasta 1%. En segundo lugar, la apertura de facilidades de financiamiento condicional al incremento de colocaciones (FCIC). En tercer lugar, la inclusión de títulos corporativos dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones vigentes de liquidez en pesos, incluyendo la FCIC. En cuarto lugar, un programa de compra de bonos bancarios a los participantes del sistema SOMA por un monto equivalente en UF de hasta US\$4 mil millones —de los cuales ya se compraron US\$ 2.550 millones aproximadamente. Y, por último, la extensión del plazo del programa de venta de divisas hasta el 9 de enero de 2021. Posteriormente, el 18 de marzo, mediante una nota de prensa anunció la modificación transitoria de las normas de encaje monetario para ampliar la posibilidad de constituir el encaje de las obligaciones en moneda extranjera —no solo con dólares de los Estados Unidos de América, sino también con euros, yenes japoneses y moneda nacional— y para aumentar la provisión diaria de dólares del programa de *swaps* de tipo de cambio. El 23 de marzo se comunicaron medidas adicionales de flexibilización de requerimientos de liquidez —descalces de plazo y razón de cobertura de liquidez— para empresas bancarias y se precisó sobre

Gráfico II.8

Colocaciones reales (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



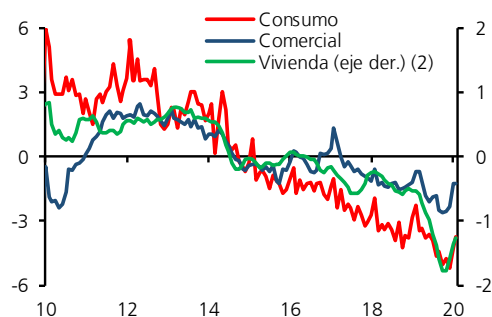
(1) Datos reales contruados con el empalme del IPC base anual 2018.

(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

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

Gráfico II.9

Tasas de interés por tipo de colocación (1)
(desvíos respecto al promedio 2010-2020)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

(2) Corresponden a colocaciones en UF.

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

las condiciones de funcionamiento del FCIC, que incluye la posibilidad de solicitarlo contra el encaje en moneda nacional. Finalmente, en la RPM de marzo, optó por aumentar aún más el impulso monetario, mediante la reducción de la TPM hasta su mínimo técnico de 0,50%, en conjunto con la ampliación del programa vigente de compra de bonos bancarios en US\$4.000 millones y la eliminación de la restricción de plazo de los instrumentos elegibles. Con ello, el saldo de compra remanente de dicho programa ha pasado a ser de hasta US\$5.500 millones.

El Gobierno y los bancos comerciales también han reaccionado para mitigar los efectos de la propagación del Covid-19 en la economía y los mercados financieros locales. El Ministerio de Hacienda anunció un plan de estímulo fiscal por US\$11.750 millones, que contempla, entre otros, medidas de protección a los ingresos laborales y al empleo, subsidios directos, un fondo de protección al microcomercio, postergación o suspensión de impuestos, una nueva capitalización del Banco Estado por US\$500 millones y ha convenido con empresas de servicios públicos ciertos beneficios o la posibilidad de flexibilización en los pagos de clientes de ciertas características. La CMF también ha tomado medidas para facilitar el flujo de crédito a empresas y hogares. Entre ellas, un tratamiento especial en la constitución de provisiones a créditos hipotecarios postergados; el uso de garantías hipotecarias para resguardar créditos pyme; y ajustes en el tratamiento de bienes recibidos en pago y de márgenes en operaciones de derivados. Por su parte, diversos bancos comerciales han tomado medidas de contingencia como la postergación de pagos de las próximas cuotas de los créditos hipotecarios y de consumo, la disposición de créditos extraordinarios en el segmento Pyme y el incremento de financiamiento mediante programas de fomento a Pymes —en general, basados en Garantías Estatales Fogape y Fogain.

Con todo, las disrupciones asociadas al Covid-19 anticipan una importante necesidad de financiamiento para poder afrontar los próximos meses de menor actividad y ventas. El escenario base asume que la economía sufrirá una contracción relevante el segundo trimestre, pero que comenzará a recuperarse a partir del tercero. La premisa fundamental del escenario es que la mayoría de las empresas y personas serán capaces de retomar sus actividades a medida que se controla la expansión del virus, lo que depende de que las necesidades de financiamiento de estos agentes puedan ser satisfechas. Por esta razón, el Consejo ha adoptado medidas que van más allá de las reducciones en la TPM y que se orientan a facilitar el acceso al crédito para las personas y empresas en mayor necesidad. Con esto, continuará desplegando sus facultades e instrumentos para cumplir con sus objetivos de control de la inflación y resguardo de la estabilidad financiera, contribuyendo, adicionalmente, a amortiguar la caída de la actividad y el empleo.

Recuadro II.1: Medidas del Banco Central de Chile para enfrentar el Covid-19

Como resultado del rápido y significativo deterioro del escenario macroeconómico externo e interno producto de la expansión del Covid-19, el Banco ha adoptado una serie de medidas orientadas a mantener un adecuado acceso al crédito y un normal funcionamiento de los mercados financieros. Este Recuadro repasa dichas medidas, explica su racionalidad y presenta evidencia internacional respecto del uso y efecto de disposiciones similares en otros países.

Racionalidad de medidas adoptadas dentro de los objetivos del Banco Central de Chile

La Ley Orgánica resalta dos objetivos principales: la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. El cumplimiento de ambos requiere de un buen funcionamiento del mercado financiero, lo que supone mantener niveles adecuados de acceso al crédito y de intermediación de activos financieros. El alto nivel de incertidumbre derivado de los efectos del Covid-19 ha puesto una presión significativa sobre ambos aspectos. Por una parte, ha generado una gran demanda por activos de corta duración y alta liquidez en desmedro de aquellos de menor liquidez. En efecto, en períodos de elevada tensión financiera se hace particularmente difícil vender una gran cantidad de activos de mayor riesgo, en un contexto donde la volatilidad e incertidumbre dificulta establecer cuál es su precio correcto. La fuerte caída de precios que acompaña estos episodios aumenta las restricciones de sus emisores para acceder a mayor crédito y/o refinanciar sus pasivos existentes. Por otra parte, episodios como el actual se caracterizan por incrementos anormales de las necesidades de caja y por una mayor incertidumbre respecto de la capacidad de pago de los diversos agentes, lo que ha puesto gran presión sobre el mercado del crédito.

En este contexto, el Banco ha implementado una serie de medidas orientadas a aumentar la demanda por activos de mayor duración y riesgo; a proveer de liquidez en pesos a bajo costo a las instituciones bancarias, de modo de facilitar y fomentar el flujo de crédito hacia quienes lo requieran; y a facilitar el acceso al financiamiento en moneda extranjera. En general, dichas medidas tienen un objetivo dual. Además de contribuir a estabilizar los mercados financieros en atención al objetivo del normal funcionamiento de pagos, también cautelan la correcta transmisión de la política

monetaria, ya que permiten que un nivel determinado de estímulo monetario se traspase en forma más expedita a las distintas tasas de mercado que determinan el costo de financiamiento de hogares y empresas. Más aún, la evidencia internacional muestra que medidas similares pueden aumentar dicho estímulo en momentos en que la tasa de política se encuentra cerca de su límite inferior, al actuar en forma más directa sobre el costo de financiamiento a plazos más largos que los usualmente utilizados en la implementación de la política monetaria.

A continuación, se revisa la aplicación de medidas adoptadas por otros bancos centrales y evidencia de su efectividad. Esta permite poner en contexto la racionalidad y efectos esperados de las medidas adoptadas por el Banco.

Experiencia internacional

Durante la crisis financiera global del 2008-2009, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) fue pionera en desplegar medidas de política monetaria no convencional. Entre otras medidas, se realizaron múltiples operaciones de préstamo con la finalidad de proveer liquidez directa, ampliando las instituciones elegibles y la gama de activos aceptados como colateral, así como la extensión del plazo de los préstamos. Al tiempo que la situación macro iba empeorando y la tasa de interés ya había sido llevada a cero, se proveyó estímulo monetario adicional recurriendo a múltiples programas de compra de activos. Entre ellos había títulos públicos e hipotecarios con garantía soberana (*mortgage-backed securities - MBS*), con el objetivo de disminuir las tasas de interés de largo plazo y los *spreads* crediticios.

El Banco Central Europeo (BCE) también desplegó una variada gama de medidas no convencionales durante la crisis financiera y la crisis de deuda soberana de varios países de la Eurozona entre el 2010 y 2012. Estas incluyeron la inyección de liquidez al sector bancario, la ampliación del plazo de los créditos —con sus programas *Long Term Refinancing Operations*. LTRO— y la gama de colaterales aceptados, y se implementó un programa de compra de bonos emitidos por instituciones financieras respaldados por carteras de préstamos. En una segunda etapa, el BCE compró bonos soberanos en mercados secundarios para varios países más vulnerables, e implementó un programa

de préstamos a largo plazo (4 años) con incentivos vinculados al crecimiento de la cartera de créditos al sector corporativo no financiero y personas (*Targeted* LTRO).

La evaluación de su efectividad muestra que, en términos generales, las medidas de liquidez de emergencia implementadas por la Fed redujeron los *spreads* de los activos involucrados y contuvieron el retiro masivo de fondos de ciertas instituciones financieras^{1/}. Las medidas del BCE tuvieron un efecto positivo en la oferta de crédito bancario a corporaciones no financieras, a pesar de que parte importante de los fondos obtenidos por los LTRO (sin incentivos para dar crédito al sector real) se utilizaron para comprar bonos soberanos europeos riesgosos^{2/}.

Respecto del efecto de los programas de compra de activos sobre los mercados financieros y la economía real, según diversos estudios, el programa de relajamiento cuantitativo de la Fed logró reducciones entre 100 y 150 pb de las tasas de los bonos del tesoro de largo plazo (10 años), además de compresiones en los *spreads* de los activos más riesgosos, como securitizaciones hipotecarias, bonos corporativos y bonos bancarios. En la Eurozona, los programas de compra de activos del BCE redujeron las tasas de interés soberanas que enfrentaron países vulnerables durante la crisis de la deuda. A su vez, la compra de bonos bancarios redujo las tasas de estos instrumentos^{3/}. Diversos estudios también documentan que la compresión de las tasas y *spreads* resultantes tuvieron un efecto indirecto en aumentar la oferta de crédito por parte de la banca, así como en las decisiones de emisión de títulos, inversión y empleo por parte de empresas no financieras^{4/}.

A partir de la propagación global del Covid-19, además de llevar sus tasas de política a mínimos históricos^{5/}, los bancos centrales han tenido que recurrir nuevamente a medidas no

convencionales. Estas han tenido por objeto apoyar la liquidez de los mercados monetarios y a los oferentes de crédito bancario y no bancario, para que tengan la capacidad de transferir esta liquidez a los usuarios finales: hogares y empresas afectadas por la emergencia sanitaria. El 12 de marzo, la Fed estableció un programa repo por US\$1,5 billones (luego ampliado) para re-establecer la liquidez en el mercado de deuda de corto plazo, seguido de una facilidad de crédito a distribuidores primarios, una facilidad de liquidez en mercados monetarios y financiamiento para papeles comerciales, buscando específicamente apoyar el flujo de crédito a hogares y empresas. También anunció facilidades nuevas para promover el flujo de crédito a grandes empleadores y otra de préstamos respaldados por activos asociados a créditos estudiantiles, automotrices, deuda de tarjetas de crédito y créditos a pequeñas empresas con garantía federal.

En Banco de Inglaterra estableció una facilidad de financiamiento a plazo con incentivos adicionales hacia pequeñas y medianas empresas, anunció repos de corto y mediano plazo en dólares estadounidenses, y finalmente una facilidad de financiamiento a empresas comprando papeles comerciales en representación del Tesoro inglés. El BCE también estableció nuevas operaciones de refinanciamiento de largo plazo para proveer liquidez inmediata a bancos y mercados monetarios, y decidió modificar parámetros claves de sus operaciones de refinanciamiento de largo plazo focalizadas, que serán aplicados desde junio de este año hasta junio del 2021^{6/}. Estas medidas se suman a los programas vigentes de compras de activos por parte de diversos bancos centrales, incluyendo activos hipotecarios securitizados, bonos corporativos, y bonos del tesoro, con el objetivo dual de aumentar el estímulo monetario y cautelar episodios de volatilidad en los precios de activos clave^{7/}.

^{1/} Duygan-Bump *et al.* (2013) muestra que la Fed contribuyó a estabilizar los retiros de los fondos mutuos del mercado monetario y redujo significativamente las tasas de interés de ciertas clases de activos financieros (*asset-backed commercial papers*). Campbell *et al.* (2011) muestra que el programa *Term ABS Loan Facility* (TALF) redujo el *spread* de la tasa de interés en algunas clases de activos.

^{2/} Ver Beirne *et al.* (2011), García-Posada y Marchetti (2016), Carpinelli y Crosignani (2018), Cahn *et al.* (2018), Andrade *et al.* (2018), Crosignani *et al.* (2019) y Daetz *et al.* (2019).

^{3/} Ver Gagnon *et al.* (2011), Krishnamurthy y Vissing-Jorgenson (2011), Ehlers (2012), D'Amico *et al.* (2012), Ihrig *et al.* (2012), Hamilton y Wu (2012), Bauer y Neely (2014), Eser y Schwab (2016), Altavilla *et al.* (2016) y Markmann y Zietz (2017), Krishnamurthy *et al.* (2018), entre otros.

^{4/} Para EE.UU., Rodnyasky y Darmouni (2017) encuentran que los bancos con mayor inversión en MBS fueron más propensos a incrementar su oferta de crédito. Luck y Zimmerman (2017) obtienen un resultado similar diferenciando entre créditos hipotecarios y comerciales. Foley-Fischer *et al.* (2016) encuentran un efecto positivo en la emisión de deuda de largo plazo, la que financió aumentos en inversión y empleo. Wu y Xia (2016) sugieren que estos efectos contribuyeron

a reducir la tasa de desempleo en 1%. Para la Eurozona, Galema Lugo (2019) también documenta un efecto positivo en la emisión de deuda corporativa, mientras Grosse-Rueschkamp *et al.* (2019), Arce *et al.* (2017) y Ertan *et al.* (2018) muestran que las grandes empresas elegibles para el programa de compra de bonos redujeron su demanda por préstamos bancarios, liberando espacio para empresas de menor tamaño y grado de inversión.

^{5/} La Fed redujo su tasa objetivo desde un rango de 1,5-1,75% a 0-0,25%, el Banco de Inglaterra la redujo de 0,75 a 0,1% y el BCE mantuvo sin cambios el costo de depósitos en -0,5%. Entre otros bancos que redujeron tasas en marzo están: Australia, Brasil, Canadá, China, Rep. de Corea, Dinamarca, Hong Kong, Indonesia, Malasia, México, Nueva Zelanda, Noruega, Filipinas, Suecia y Turquía.

^{6/} Otros países que han incluido operaciones repo son Australia, India, Israel, Canadá, China y Turquía. Otros países que han establecido algún tipo de facilidad de liquidez a plazo son Australia, Dinamarca, Rep. Corea, Canadá, China, México y Nueva Zelanda.

^{7/} Otros países que han recurrido a compras de activos son Australia, Canadá, India, Israel, Noruega y Suecia.

Medidas adoptadas por el Banco Central de Chile

Al igual que en otros países, la economía chilena se está viendo afectada en forma significativa por la expansión del Covid-19. En particular, se anticipan fuertes caídas en las ventas de diversos sectores, lo que aumentará en forma rápida y significativa las necesidades de liquidez de las empresas más afectadas, especialmente aquellas de tamaño pequeño y mediano. En la medida que dichas necesidades no sean satisfechas con un mayor acceso al financiamiento, se podrían gatillar quiebras y darse impactos más rápidos y significativos en el empleo. Para evitar que esto afecte la estabilidad financiera y dificulte la correcta transmisión del estímulo monetario, el Consejo decidió adoptar una serie de medidas adicionales a la reducción de la TPM:

(1) Establecimiento de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC), cuyo objetivo principal es dar acceso a las entidades bancarias locales a líneas de crédito con el Banco en condiciones ventajosas. Ello, con el fin de que éstas continúen financiando y refinanciando créditos y así permitir un traspaso adecuado del impulso monetario vigente. El tamaño inicial de las líneas de crédito otorgadas sin condiciones a cada institución es de 3% del total (consolidado local) de cartera comercial y consumo, informadas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) al día 29 de febrero de 2020 (cartera base). Asimismo, se contempla una línea adicional proporcional a dicha cartera base, que es función del incremento observado en las colocaciones y la fracción de los recursos de la línea destinados a empresas de menor tamaño. La extensión total de esta línea adicional podría llegar a ser varias veces mayor que la línea base. También se establece que el costo del financiamiento al que accedan las instituciones bancarias sea conveniente, por lo que se fija una tasa de interés igual a la TPM vigente al momento de acceder a la línea, o el menor valor de ésta si llegase a modificarse en los seis meses de vigencia del programa. La FCIC está disponible para todas las empresas bancarias que tengan colocaciones comerciales o de consumo, y que establezcan una garantía prendaria a favor del Banco a través de los distintos títulos de crédito y deuda con elegibilidad determinada por el Consejo, la que podrá actualizarse a medida que se implementa el programa. Complementariamente se activará también la Línea de Crédito de Liquidez (LCL), cuyo límite corresponde al encaje promedio en moneda nacional de

cada empresa bancaria. El acceso y uso de la LCL está sujeta a las mismas condiciones asociadas al incremento de las colocaciones establecidas para la FCIC, accediendo al mismo cupo de esa línea.

(2) Inclusión de los bonos corporativos dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones de liquidez en pesos ofrecidas por el Banco, incluida la FCIC y la LCL.

(3) El viernes 20 de marzo se dio inicio a la compra de bonos bancarios a participantes del sistema SOMA por un monto de hasta US\$4 mil millones (en UF). En la Reunión de Política Monetaria del 31 de marzo, cuando ya se había comprado US\$2.500 millones del monto comprometido, el Consejo decidió ampliar el plan en otros US\$4 mil millones. Con ello, el saldo de compra remanente de dicho programa pasó a ser de hasta US\$5.500 millones. Además, sobre este saldo, se eliminaron las restricciones de plazo de los instrumentos elegibles.

Esto se complementa con la extensión del programa de venta de divisas hasta el 9 de enero de 2021 y la ampliación de plazos en los programas de gestión de liquidez en pesos y dólares a través de operaciones REPO y FX-Swap. Además, se hizo una modificación transitoria de las normas de encaje monetario, ampliando la constitución del encaje en obligaciones en moneda extranjera de dólares estadounidenses a euros, yenes y pesos chilenos. También se flexibilizaron los requerimientos de liquidez para empresas bancarias, suspendiendo temporalmente el cumplimiento de los requerimientos de descalce a plazos y flexibilizando el cumplimiento del límite LCR al 70% de su valor vigente para el 2020.

De este modo, el Banco despliega un conjunto de medidas complementarias que buscan entregar liquidez a la economía, apoyar el flujo de crédito y en último término propiciar la adecuada transmisión de la política monetaria a la economía chilena. En su conjunto, dichas medidas se circunscriben dentro del Marco de Política Monetaria del BCCh (Recuadro Resumen) dentro del cual funciona el esquema de metas de inflación y con el cual se implementa el mandato constitucional del Banco relacionado con la estabilidad de precios y el adecuado funcionamiento del sistema de pagos.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

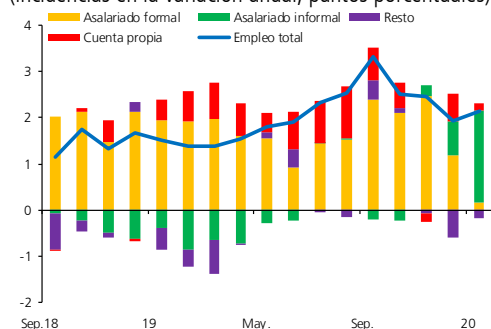
Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la actividad y la demanda, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

El escenario económico local se ha deteriorado drásticamente a causa de la propagación global y local del Covid-19. En Chile, al igual que en otras economías, las medidas de distanciamiento social —necesarias para la contención del contagio— tendrán un efecto importante sobre la actividad y la demanda, que se verá exacerbado por el deterioro de las expectativas y sus consecuencias sobre las decisiones de consumo e inversión. A ello se suman los efectos de la recesión mundial proyectada para este año, los que se transmitirán a la economía local a través de una contracción significativa del comercio internacional y un estrechamiento de las condiciones financieras globales, derivado de la mayor aversión al riesgo. Los términos de intercambio se reducirán este año, pues los menores precios de las exportaciones chilenas solo se compensarán parcialmente con la fuerte caída del precio del petróleo y de otros combustibles. La economía chilena enfrenta este escenario desde un débil punto de partida. Las Cuentas Nacionales (CCNN) del cuarto trimestre del 2019 ratificaron la fuerte contracción de la actividad y la demanda interna de ese período producto de la crisis social iniciada en octubre, lo que incidió en el deterioro de varios componentes de la demanda interna, del mercado laboral, las condiciones financieras locales y las expectativas empresariales y de consumidores.

En el corto plazo, los efectos más relevantes para la economía local surgen de las medidas de aislamiento social para reducir la velocidad de contagio del virus y asegurar su manejo por el sistema de salud. Estas, decretadas por las autoridades y/o adoptadas de forma voluntaria por la población, provocan la detención, en algunos casos total, de ciertas actividades de servicios y limitan la operación normal de otras actividades productivas. Ello afectará los flujos de caja de las empresas y sus decisiones de inversión, y tendrá consecuencias en el empleo. La reducción de los ingresos de las personas incidirá directamente en las decisiones de consumo. Así, en el escenario base se prevé una caída de la actividad a partir de la segunda quincena de marzo, lo que se extenderá al segundo trimestre, período en el

Gráfico III.1

Empleo total (*)
(incidencias en la variación anual, puntos porcentuales)



(*) Primer trimestre de 2020 considera información hasta el trimestre móvil terminado en enero. Asalariado formal corresponde a los trabajadores dependientes que cuentan con acceso a la seguridad social, es decir, que cuentan simultáneamente con cotizaciones de salud y previsión social por concepto de su vínculo laboral con un empleador. En tanto, los trabajadores Asalariados informales son aquellos trabajadores dependientes que no cuentan simultáneamente con acceso a la seguridad social o que no es garantizado por su empleador. Resto incluye a Empleadores, Servicio Doméstico y Familiar No Remunerado.

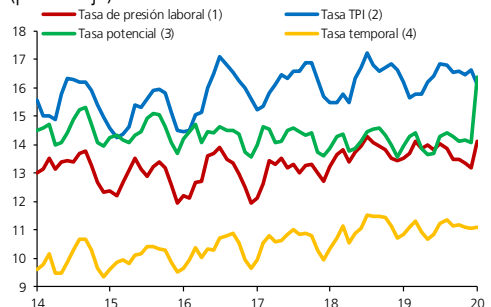
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

que las restricciones sanitarias se irán acentuando, en línea con lo anunciado por las autoridades. En la medida que las restricciones se levanten, a partir del tercer trimestre se iniciará un proceso de recuperación de la economía que, si bien no evitará una contracción anual en ese período, llevará a un rebote relevante de las tasas de crecimiento en el último trimestre del 2020 y todo el 2021.

Las proyecciones del escenario base se elaboraron en un entorno de incertidumbre aún mayor que en diciembre. Particularmente relevante es la dificultad de estimar cómo evolucionará la pandemia, y cómo deberán ajustarse las medidas de control sanitario para acotar la pérdida de vidas humanas. Lo inédito de estos elementos, hace que los rangos de proyección para el crecimiento tengan un contenido informativo menor al habitual. Con todo, el Consejo estima que este año el PIB se contraerá entre 1,5 y 2,5% anual. En el 2021, crecerá entre 3,75 y 4,75% anual y en el 2022 entre 3 y 4% anual. El mercado ha ido recortado las proyecciones para este año, y sus estimaciones elaboradas con posterioridad a la adopción de las medidas de aislamiento social apuntan a una contracción.

Gráfico III.2

Tasas de desocupación ampliadas
(porcentaje)



(1) Proporción de personas que están desocupadas (incluyendo a iniciadores disponibles) y a aquellas personas ocupadas que declararon haber buscado empleo en la semana de referencia. Todo esto, respecto a la fuerza de trabajo (incluyendo a iniciadores disponibles).

(2) También conocida como SU2. Corresponde a la proporción de personas que están desocupadas (incluyendo a iniciadores disponibles) y a aquellas que, estando ocupadas, trabajan una jornada parcial de manera involuntaria, es decir, desean trabajar más horas y están disponibles para hacerlo dentro de los próximos 15 días. Todo esto respecto a la fuerza de trabajo (incluyendo a iniciadores disponibles).

(3) También 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).

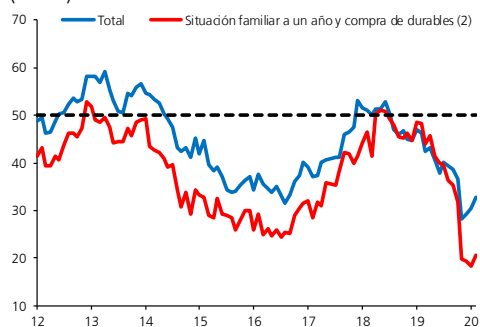
(4) Proporción de personas que están desocupadas (incluyendo a inactivos temporales) respecto a la fuerza de trabajo (incluyendo a inactivos temporales).

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

La recuperación prevista en el escenario base supone que la mayoría de las empresas y personas podrán retomar sus actividades a medida que la expansión del virus es controlada, lo que depende de que sus necesidades de financiamiento puedan ser satisfechas. Lo anterior explica la enérgica respuesta por parte de las autoridades fiscales y monetarias a nivel global y en Chile, focalizándose en la protección del empleo y el acceso al crédito para las empresas más afectadas. La proyección también es contingente a que los grandes proyectos de inversión retomen su normal desarrollo; que el encauzamiento institucional de la crisis social reduzca la incertidumbre y evite el resurgimiento de episodios de violencia; y considera el impulso adicional implícito en lo anunciado por el Ministerio de Hacienda durante marzo. Las menores presiones inflacionarias de mediano plazo que se derivan de este escenario y los efectos importantes que tendrá la superación de la crisis sanitaria sobre variables como la actividad y el empleo, hacen necesario que, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3%, la política monetaria se mantenga altamente expansiva por un extenso período de tiempo. Así, durante marzo el Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) hasta 0,5% (-125 puntos base), llevándola a su nivel mínimo técnico. El Consejo ha adoptado medidas que van más allá de las reducciones en la TPM y que se orientan a facilitar el acceso al crédito para las personas y empresas. Con esto, continuará desplegando sus facultades e instrumentos para cumplir con sus objetivos de control de la inflación y resguardo de la estabilidad financiera (Recuadro II.1).

Gráfico III.3

IPEC: Expectativas de los consumidores (1)
(índice)



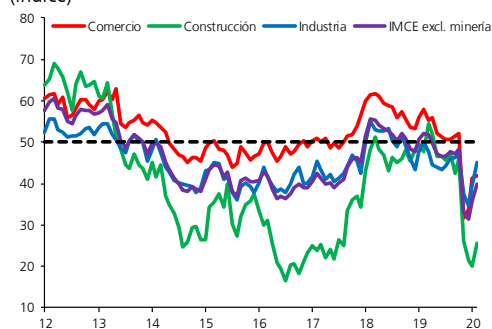
(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

(2) Corresponde al promedio simple entre la pregunta sobre la percepción de la situación familiar a un año y las preguntas sobre si es un buen momento o mal momento para comprar vivienda, auto y artículos para el hogar (muebles, refrigerador o cocina).

Fuente: GfK Adimark.

Gráfico III.4

IMCE: Expectativas de los empresarios (*)
(índice)



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

Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Evolución reciente de la actividad, la demanda y sus determinantes

Los indicadores económicos locales disponibles al cierre estadístico de este IPoM (25 de marzo) aún no incorporaban los efectos de las medidas sanitarias necesarias para controlar el avance del Covid-19. A partir de mediados de marzo, la autoridad ha tomado diversas acciones, entre las que se incluyen la suspensión de clases en todo el país, el cierre de fronteras, la clausura temporal de algunos establecimientos comerciales, toques de queda, y cordones y cuarentenas sanitarias. Además, una parte de la población ha adoptado medidas voluntarias de aislamiento social y algunas empresas han paralizado total o parcialmente sus operaciones.

En la segunda quincena de marzo, el Banco levantó una encuesta entre el conjunto de personas que se entrevista en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN), que abarca empresas de todo el país y de distintos sectores económicos. Casi la totalidad de los encuestados espera que en los próximos seis meses el desempeño de su empresa sea peor que el de los seis meses previos, manifestándose muy preocupados por los efectos del Covid-19, la evolución de la economía mundial y el desarrollo de la crisis social (Recuadro III.1).

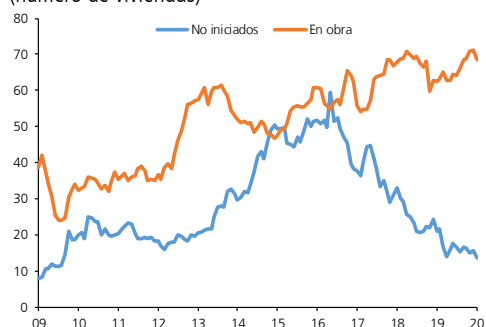
El desempeño de la economía desde octubre a la fecha otorga un frágil punto de partida para enfrentar la emergencia sanitaria del Covid-19. Más allá de que los últimos IMACEC —diciembre 2019 y enero 2020— dieron cuenta de una recuperación de los niveles de actividad más rápida que lo previsto en el IPoM anterior, la coyuntura actual ha vuelto a afectar con mayor intensidad a sectores que ya habían sido golpeados con fuerza por la crisis social. Destacan los efectos en los servicios personales, en particular de educación; el comercio; transporte y comunicaciones; y restaurantes y hoteles, todos los cuales ya habían mostrado caídas anuales relevantes en la última parte del 2019. Por el lado del gasto, el consumo había mostrado una contracción importante en el cuarto trimestre del año pasado, especialmente el consumo de los hogares, mientras que la inversión siguió sostenida por el desempeño del componente de construcción y otras obras, principalmente por proyectos mineros.

En el mercado laboral^{1/}, si bien hasta el trimestre móvil terminado en enero la tasa de desocupación nacional reportada por el INE

^{1/} El INE realizó una serie de cambios metodológicos a la Encuesta Nacional de Empleo (ENE). Entre ellos, destaca la actualización del marco muestral a uno basado en el Censo del 2017 y la nueva calibración de los factores de expansión. Los resultados de los principales cambios dan cuenta de: (i) un aumento relevante de la fuerza de trabajo, en favor de segmentos más jóvenes de la población, con una consecuente reducción de la inactividad; y (ii) que el crecimiento del empleo fue superior a lo sugerido por la encuesta desactualizada y más correlacionado con el ciclo económico. Para mayor detalle, ver INE (2020).

Gráfico III.5

Construcción de viviendas en el Gran Santiago por estado de obra (*)
(número de viviendas)

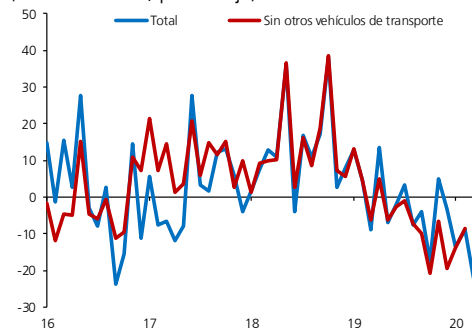


(*) Corresponde a proyectos inmobiliarios en desarrollo, ya sea en etapas iniciales (proyecto, limpieza de terreno) o intermedias (fundaciones, obra gruesa).

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico III.6

Importaciones nominales de bienes de capital (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Marzo del 2020 considera la información disponible al cierre estadístico. Por lo tanto, corresponde a variación anual de las cifras acumuladas hasta el día 15 respecto de los primeros 15 días de marzo de 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.

mostraba un aumento acotado, otros indicadores daban de un empeoramiento importante de la calidad del empleo y de mayor subutilización en el mercado del trabajo. Por un lado, el incremento de la ocupación se ha basado en el empleo asalariado informal, que no cuentan simultáneamente con cotizaciones de salud y de previsión social o que no son garantizadas por su empleador (gráfico III.1). En una coyuntura como la provocada por el Covid-19, este tipo de empleo pone en mayor riesgo los ingresos de las personas. Por otro lado, existen antecedentes que indican que las holguras del mercado laboral se han ido ampliando. La tasa de desempleo potencial —que incluye a aquellas personas desocupadas (considerando a iniciadores disponibles^{2/}) y a aquellas inactivas que expresan algún interés por ingresar al mercado laboral— ha tenido un incremento significativo en los últimos meses (gráfico III.2). En cuanto a los ingresos, la variación anual de los salarios reales —IR e ICMO— disminuyó hasta situarse en torno a 1% anual. Considerando las dinámicas descritas para el empleo y los salarios, la masa salarial real acotó su crecimiento anual hasta 2,5% en el cuarto trimestre del 2019, por debajo de las tasas registradas en los primeros tres trimestres de ese año. Las horas efectivamente trabajadas de los empleados por cuenta propia y las horas extraordinarias de los trabajadores asalariados derivadas del ICMO seguían bajas.

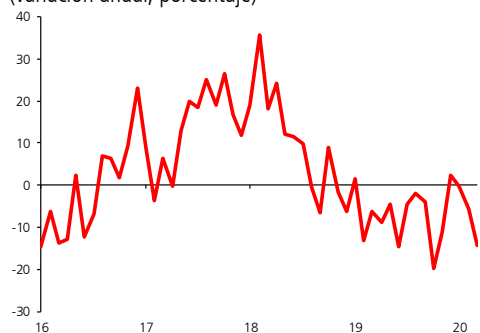
En el ámbito cualitativo, las expectativas de contratación de los empresarios (IMCE) y la percepción de los consumidores sobre el desempleo (IPEC) permanecían pesimistas. Los entrevistados del IPN de febrero de este año comentaron que no habían realizado nuevas contrataciones e indicaron mayor cautela y/o postergaciones para este tipo de decisiones. En algunos sectores se señalaron despidos, así como un menor reclutamiento de personal de alta temporada, en especial en los rubros que se habían visto más afectados por la crisis social. En el levantamiento realizado en marzo, la mayoría de los encuestados indicó dificultades para mantener sus empresas operativas, señalándose que la adopción de medidas de trabajo a distancia solo permitía subsanar estos problemas parcialmente. Con ello, las expectativas para el empleo y los ingresos de los trabajadores empeoraron significativamente, pues la mayoría considera que este año deberá ajustar su dotación y que una parte de los trabajadores verá reducciones de sus ingresos.

Las expectativas empresariales y de consumidores (IMCE e IPEC) ya se ubicaban en niveles pesimistas previo a la emergencia sanitaria, con lo que la coyuntura actual dificulta una reversión (gráficos III.3 y III.4). Ello tendrá incidencia directa en las decisiones de consumo e inversión. De hecho, las cifras disponibles al cierre estadístico — que aún no consideran los impactos del Covid-19 en Chile— han

^{2/} Personas disponibles para trabajar, pero que no están buscando un empleo, pues ya encontraron uno que iniciará pronto.

Gráfico III.7

Exportaciones nominales de bienes (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Marzo del 2020 considera la información disponible al cierre estadístico. Por lo tanto, corresponde a variación anual de las cifras acumuladas hasta el día 15 respecto de los primeros 15 días de marzo de 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.

recuperado solo una pequeña parte de la caída que sufrieron tras el inicio de la crisis social. Se suma a ello el deterioro que reporta la encuesta levantada por el Banco en la segunda mitad de marzo.

Respecto de la inversión, en las últimas semanas algunas empresas informaron el recorte de sus planes para este año y/o los próximos, así como detenciones temporales de ciertas iniciativas, incluyendo algunos de los proyectos de gran tamaño que se estaban desarrollando. La encuesta a empresas muestra que las decisiones de inversión también se estarían viendo afectadas, pues la gran mayoría de quienes respondieron está revisando los planes de inversión contemplados para este año, ha decidido realizarlos parcialmente o incluso los ha cancelado. Lo anterior, en un contexto donde una fracción importante de los entrevistados en el IPN de febrero ya había decidido postergar sus inversiones.

Información previa a la intensificación del Covid-19 daba cuenta de tendencias diversas. El catastro de la CBC (enero 2020) no mostraba mayores cambios en los montos comprometidos para el período 2019-2023. El catastro nacional de inversión (OGPS) a febrero daba cuenta de una disminución de los montos y la cantidad de proyectos contemplados para el período 2020-2024, respecto de la información disponible al cierre estadístico del IPoM previo, por menores iniciativas en etapas de pre inversión, tramitación sectorial y construcción. A su vez, a enero del 2020, el número de proyectos en etapa de construcción en el Gran Santiago (CChC) había aumentado. Sin embargo, las perspectivas no parecían tan favorables, pues las iniciativas totales —no iniciadas y en ejecución— habían disminuido en el margen y el nivel de ventas de viviendas se había reducido en el cuarto trimestre del año pasado (gráfico III.5). En el caso del componente de maquinaria y equipos, los datos disponibles al cierre estadístico mostraron un debilitamiento de las importaciones nominales de bienes de capital —excluyendo otros vehículos de transporte (gráfico III.6). A esto se suma el mal desempeño que adelanta la caída de la bolsa local (IPSA) y la depreciación del tipo de cambio real.

Las condiciones financieras locales también se han deteriorado, resaltando el alza transversal de las tasas de interés para los distintos segmentos, así como de la mora para los créditos hipotecarios y de consumo. También destacó la reducción significativa del crecimiento de las colocaciones de este último segmento (gráficos II.8 y II.9). La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del cuarto trimestre del 2019 dio cuenta de condiciones de oferta más restrictivas para todas las carteras y una demanda que se percibe más débil, en especial en el segmento de consumo. En el IPN de febrero del 2020 se reportó que los bancos habían entregado medidas de apoyo a sus clientes, en la forma de postergaciones de cuotas, entre otros. En lo más reciente, algunas instituciones

financieras han vuelto a anunciar medidas de este tipo. Si bien en la encuesta a empresas de marzo, un porcentaje ligeramente mayoritario indicó que las condiciones financieras no mostraban mayores cambios, se repiten las menciones sobre los menores ingresos de las empresas y los problemas de flujo de caja, así como las dificultades para cobrar facturas pendientes.

En respuesta al deterioro de las condiciones financieras locales, el Consejo comenzó a ofrecer a los bancos, de forma extraordinaria por seis meses, una facilidad de financiamiento condicional al incremento de colocaciones (FCIC). Los recursos ofrecidos serán proporcionales al aumento de las colocaciones de cada institución, respecto de su cartera base, con un factor de ampliación mayor para las colocaciones dirigidas a personas y empresas, especialmente las de menor tamaño (Pyme). Los bancos que utilicen esta facilidad pagarán una tasa de interés igual a la TPM vigente al momento de acceder a ella y, en caso de que esta se modifique durante la vigencia del programa, la tasa para el plazo residual del crédito se ajustará al menor valor que alcance la TPM en dicho período.

En el ámbito fiscal, el Ministerio de Hacienda anunció un Plan de Emergencia Económica que contempla recursos por US\$11.750 millones y contiene un conjunto de medidas que buscan proteger el empleo y los ingresos laborales; inyectar liquidez al sistema productivo, en especial a las Pymes; y otras políticas de apoyo a los ingresos familiares. Este plan, que al cierre estadístico de este IPoM aún se encontraba en trámite legislativo, se financiaría a través de mecanismos como el uso del 2% del PIB constitucional en caso de emergencias; parte del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES); la emisión de bonos soberanos y la reasignación de recursos.

Respecto del sector externo, al cuarto trimestre del 2019 la cuenta corriente anotó un déficit de 3,9% del PIB acumulado en el año móvil, con lo que se mantuvo en torno a 4% desde igual período del 2018. El resultado responde principalmente al pago neto de rentas al exterior, asociado a inversión extranjera directa. Por su parte, la balanza comercial también registró un déficit, mayormente explicado por las exportaciones de servicios, afectadas por el componente de viajes a causa del menor gasto de los turistas extranjeros que visitaron el país durante el año pasado. Durante febrero y la primera quincena de marzo, resaltó la caída anual de las exportaciones nominales de bienes (gráfico III.7). El escenario base contempla que el saldo de la cuenta corriente pasará a ser positivo durante este año, pues el importante ajuste del gasto de empresas y hogares no alcanzará a ser compensado por el desahorro del Gobierno implícito en el paquete fiscal anunciado.

Recuadro III.1: Impactos de la expansión del Covid-19 en las empresas

Al igual que el resto del mundo, la economía chilena está siendo afectada de forma significativa por el Covid-19, en particular porque detener su expansión pasa por evitar el contacto social y por lo tanto tiene un impacto directo en el normal desarrollo de las actividades productivas. Cuantificar la magnitud de dicho impacto es complejo, pues el origen de esta disrupción de la actividad no se debe a problemas en los mercados financieros, deficiencias regulatorias o eventos de carácter económico. Además, porque al cierre de este IPoM, más allá de la reacción que han tenido los mercados financieros a estos eventos, prácticamente no existen cifras coyunturales que alcancen a recoger los efectos de la emergencia sanitaria.

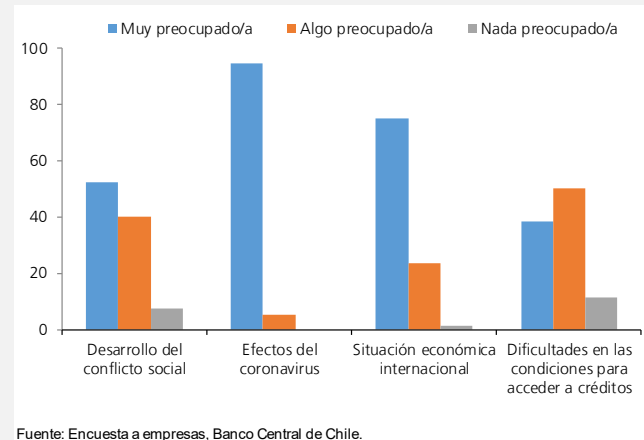
En este contexto, entre el 19 y 26 de marzo, el Banco Central levantó una encuesta on-line entre quienes habitualmente participan del Informe de Percepciones de Negocios. En total se recibieron 320 respuestas. Respondieron la encuesta personas de todas las regiones del país, con una participación importante de empresas de la Región Metropolitana. Sectorialmente, se acumularon respuestas de diversos rubros de actividad económica, algo más de la mitad correspondientes a distintos sectores de servicios, entre ellos el comercio^{1/}. Los resultados de la encuesta se complementaron con conversaciones telefónicas con ejecutivos de empresas con representación nacional y regional relevante, de modo de contar con información cualitativa que ayudará a interpretar los hallazgos de la encuesta de mejor manera.

Los resultados muestran un deterioro muy importante de las perspectivas de las empresas. De hecho, casi la totalidad de los encuestados cree que en los próximos seis meses el desempeño de sus negocios será peor que lo ocurrido en los seis meses anteriores. Considerando que este período de referencia incluye el lapso posterior al inicio de la crisis social en octubre, las caídas de las expectativas podrían indicar un impacto de magnitudes relevantes en el desempeño de los negocios. Dentro de los factores que mayores preocupaciones generan está el Covid-19, aunque también se señala alta preocupación por la evolución de la economía mundial y el desarrollo de la crisis social (gráfico III.8). De las

conversaciones telefónicas sostenidas, se desprende la fuerte ansiedad e incertidumbre que esta situación está generando. Un aspecto particular, es que a diferencia de otros episodios complejos que han enfrentado anteriormente, en esta ocasión está en juego la vida de las personas y no existen referencias claras para dimensionar la duración o magnitud de los efectos.

Gráfico III.8

Preocupaciones para el desempeño de su empresa en los próximos seis meses



La gran mayoría de las empresas que respondieron la encuesta indicó que su operación se estaba realizando de forma parcial o había debido cerrarla a causa de la emergencia sanitaria. Algunas de las personas contactadas aludieron a la dificultad de mantener la operación al ritmo habitual, considerando las medidas sanitarias necesarias para proteger la salud de los trabajadores. Ejemplos de ello, eran la restricción a la cantidad de personas en una obra o los cordones sanitarios en torno a ciertas localidades. También se mencionó la necesidad de cerrar las operaciones luego de que algún trabajador arrojara positivo en el test de contagio. Otras empresas mencionaron que habían debido paralizar o ralentizar sus operaciones por una detención de las ventas. En términos de continuidad de la producción de las empresas cerradas, algunas manifestaron la posibilidad de subsanar este problema con medidas de trabajo a distancia, pero esta capacidad está lejos de ser aplicable a

^{1/} Debe tenerse presente que los resultados de la encuesta se obtuvieron a partir del directorio de empresas del IPN, por lo que no necesariamente representan el universo de las empresas del país. Dado esto, debe considerarse que los resultados

son de carácter referencial y no resulta posible realizar inferencia estadística con ellos, por lo que corresponde analizar más sus tendencias generales que sus cifras puntuales.

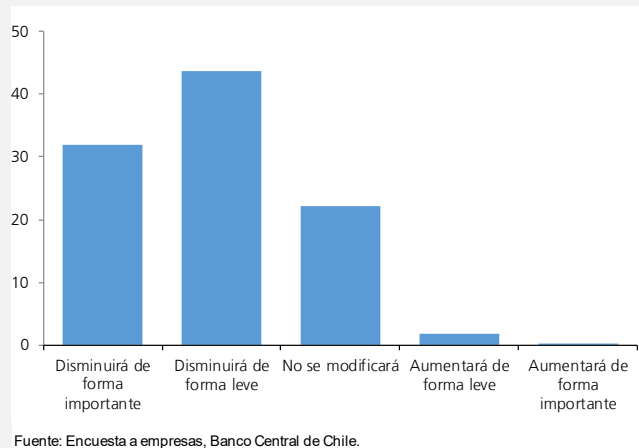
todos los casos. De hecho, los resultados apuntan a que en la gran mayoría de las empresas solo es factible implementarlo en una porción menor de las actividades (por ejemplo, algunas labores administrativas) y una parte relevante no tiene ninguna posibilidad de hacer trabajos a distancia (por ejemplo, las labores de carácter operacional en las industrias manufactureras).

La encuesta también indica que los efectos en los ingresos de las personas pueden ser relevantes. Una gran mayoría de quienes respondieron creen que tendrán dificultades para mantener la planilla completa de sueldos. Como medidas paliativas, algunos de los entrevistados manifiestan que en un inicio tomarían medidas similares a las que se adoptaron durante la crisis social, como por ejemplo, pagar comisiones por ventas en base al promedio de los meses previos. Sin embargo, eso está limitado por la duración de las medidas más restrictivas para contener la propagación del Covid-19, sobre lo cual hay una elevada incertidumbre.

Las perspectivas para el empleo también tienen un deterioro relevante. La proporción de encuestados que opina que este año deberá reducir su dotación, ya sea de forma leve o importante es elevado (gráfico III.9). Algunas de las personas entrevistadas mencionan que ya han debido recurrir a desvinculaciones. El grueso de quienes han perdido su trabajo son personas sin un contrato formal —*freelance*—, contratados a plazos fijos o quienes llevaban menos tiempo en la empresa. Algunos entrevistados añaden que se solicitó que los trabajadores hicieran uso de sus vacaciones de forma adelantada.

Gráfico III.9

Expectativas para la dotación de su empresa en el 2020 en relación a la situación actual



Las decisiones de inversión también se estarían viendo afectadas. Más allá de las paralizaciones de algunos grandes proyectos de inversión anunciadas en los últimos días, la gran mayoría de quienes respondieron la encuesta está revisando los planes de inversión que se tenían para este año, ha decidido realizarlos parcialmente o incluso los ha cancelado (gráfico III.10).

Gráfico III.10

Situación de los planes de inversión de su empresa para el 2020



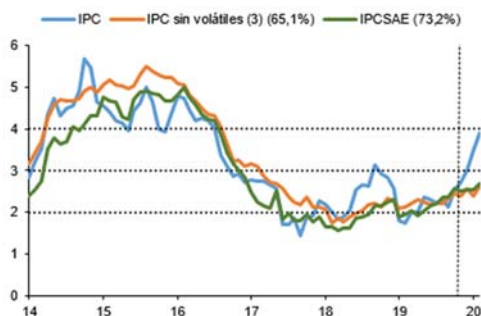
Las menciones a los menores ingresos de las empresas y los problemas de flujo de caja se repiten dentro de las personas contactadas. Lo mismo la dificultad de cobrar las facturas pendientes y los consecuentes problemas que ello genera en la cadena de pagos. De hecho, algunos contactados mencionaron que estaban teniendo dificultades para pagar a sus proveedores. En todo caso, una fracción ligeramente mayoritaria de los encuestados indicó que las condiciones financieras que enfrentaba no mostraban mayores cambios.

La expansión del Covid-19 ha provocado cambios drásticos en la economía global y local, lo que es confirmado por las personas que habitualmente se entrevistan en el Informe de Percepciones de Negocios y que es resumida en este Recuadro. El Consejo ha tomado un conjunto de medidas para mitigar los efectos de este nuevo escenario, incluido el recorte de la TPM a 0,5% y la adopción de un conjunto de medidas extraordinarias orientadas a mantener un normal funcionamiento de los mercados financieros y un adecuado acceso al crédito, preservando la correcta transmisión de la política monetaria. Con ello, las medidas buscan facilitar que el crédito fluya hacia empresas y personas que requieren de financiamiento para superar esta compleja etapa, reduciendo así los efectos sobre el empleo, los ingresos y el bienestar de los hogares.

IV. PRECIOS Y COSTOS

Gráfico IV.1

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

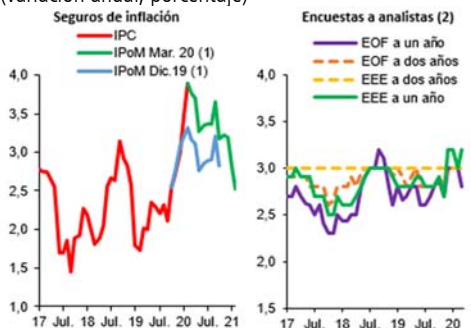


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2019. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

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

Gráfico IV.2

Expectativas de inflación
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el IPoM de diciembre 2019 y marzo del 2020, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 02/12/2019 y al 25/03/2020, 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 26/03/2020. 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.

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.

Evolución reciente y perspectivas de la inflación^{1/}

Desde el IPoM de diciembre, las presiones inflacionarias de mediano plazo se han reducido de forma relevante debido al drástico empeoramiento del escenario económico. Las holguras de capacidad que se generan a partir de los efectos que está teniendo la propagación del Covid-19 a nivel global y local, junto a la significativa caída del precio del petróleo y de otros combustibles, predominan por sobre las presiones de costos asociadas a la depreciación del peso. Con ello, la trayectoria para la inflación se corrige a la baja, especialmente en sus medidas subyacentes. Este cambio en el panorama inflacionario se da en un contexto en que la inflación anual había subido a cerca de 4%, entre noviembre y febrero. Este incremento fue impulsado por sus componentes de alimentos y energía, toda vez que la variación anual de la inflación subyacente —medida por el IPCSAE y el IPC sin volátiles^{2/}— aumentó en menor magnitud, reflejando en parte un retraso en el traspaso de tipo de cambio a precios respecto de lo que se preveía en el IPoM de diciembre, así como también holguras de capacidad que se han mantenido abiertas desde hace varios trimestres (gráfico IV.1).

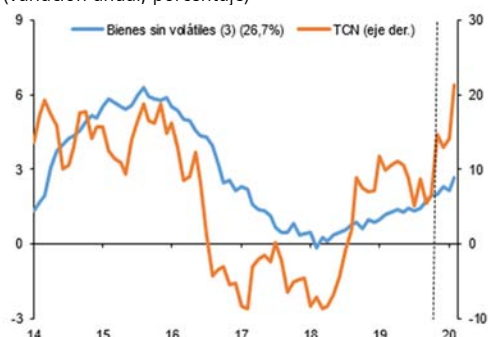
Desde inicios de año, se han producido cambios drásticos en el escenario mundial debido a la emergencia sanitaria que se originó en China y que se ha transmitido a escala global. La incertidumbre externa se ha elevado significativamente y el panorama económico se ha deteriorado bruscamente. Ello, ha implicado que ahora se prevea una recesión global en el 2020 y proyecciones de inflación que se han ajustado en coherencia (Capítulo I). Entre varias consecuencias, esto se ha traducido en una depreciación generalizada de las monedas emergentes y un descenso significativo del precio del petróleo, tendencia que además se potenció por el

^{1/} 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.

^{2/} Para su definición y mayores detalles metodológicos respecto de los indicadores, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

Gráfico IV.3

Inflación subyacente de bienes y tipo de cambio nominal (1) (2) (variación anual, porcentaje)

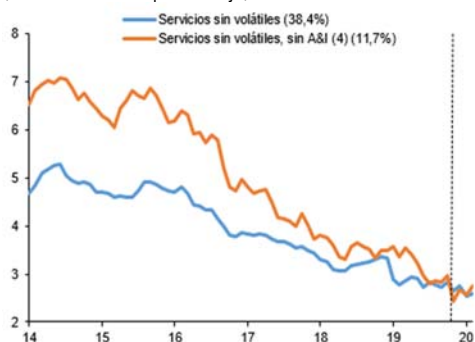


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2019. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

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

Gráfico IV.4

Inflación subyacente de servicios (1) (2) (3) (variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2019. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019). (4) Excluye servicios administrados e indexados, según Marcel et al. (2017).

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

quiebre de negociaciones en la OPEP y la decisión de ampliar la oferta de crudo por parte de Arabia Saudita, uno de los principales productores de petróleo.

Internamente, las proyecciones de crecimiento del PIB se han revisado a la baja, previéndose una significativa apertura de la brecha de capacidad en el segundo trimestre y un cierre posterior que será más tardío que lo previsto en diciembre. El comportamiento de la actividad y la demanda, junto con la baja del precio de los combustibles y la disminución prevista del IPE, llevarán a menores presiones inflacionarias, que se compensarán de forma solo parcial por la depreciación del peso en los últimos meses. Así, el escenario base considera una revisión a la baja de la inflación para el 2020 respecto del IPoM de diciembre. Con ello, la inflación bajará de sus actuales niveles cercanos a 4% hasta alcanzar 3% a fines de año (3,6% en el IPoM de diciembre).

Las perspectivas de inflación del sector privado también muestran una disminución. En particular la Encuesta de Operadores Financieros (EOF), cuyo registro más reciente es del 26 de marzo, anticipa una inflación de 2,8% a un año y de 3% a dos años plazo. Los seguros de inflación retrocedieron durante marzo ubicándose en 2,5% a doce meses plazo al cierre estadístico del presente IPoM. Por su parte, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de principios de marzo, previa a los cambios más drásticos del escenario macroeconómico, esperaba una inflación de 3,5% a diciembre de 2020 y de 3,2% a un año plazo, mientras que a dos años plazo se mantenía en 3% (gráfico IV.2).

Este cambio en el panorama inflacionario se da en un contexto donde los registros de inflación efectiva del IPC, entre noviembre y febrero, se aproximaron a 4% anual. El aumento de la inflación estuvo impulsado por los ítems de alimentos y energía, mientras la inflación subyacente —medida por el IPCSAE y el IPC sin volátiles— subió marginalmente, ubicándose algo sobre 2,5% anual. La depreciación del peso observada en el último trimestre del 2019 hizo subir los precios de la energía y los alimentos. En la inflación subyacente, su efecto inflacionario fue compensado por las menores presiones derivadas de las holguras de capacidad de la economía.

En cuanto a la inflación subyacente de bienes —descontados los elementos volátiles de este indicador^{3/}—, su tasa de crecimiento pasó de 2,0 a 2,7% anual entre noviembre y febrero, con una aceleración a inicios de año de los registros de inflación tal como anticipaba el IPoM de diciembre del 2019. Este incremento es coherente con la información casuística recopilada en el IPN de febrero, donde los entrevistados señalaban que el precio de los

^{3/} Para su definición y mayores detalles metodológicos respecto de los indicadores, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

Gráfico IV.5

Incidencia de alimentos en la inflación anual (1)
(puntos porcentuales)

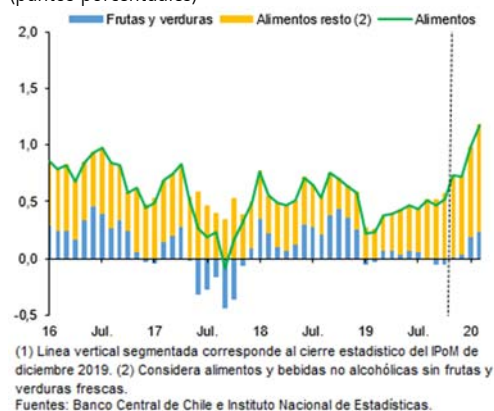
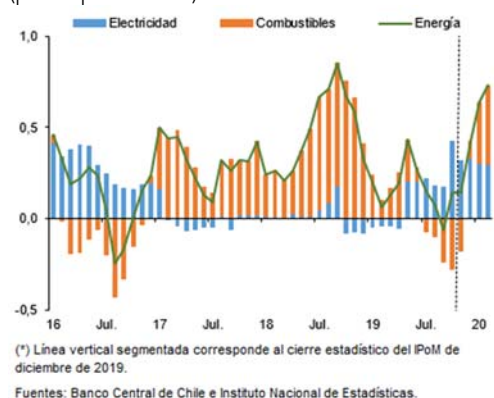


Gráfico IV.6

Incidencia de la energía en la inflación anual (*)
(puntos porcentuales)



insumos importados había aumentado debido a la depreciación cambiaria, algo que preveían podría intensificarse hacia adelante. En algunos casos, indicaron que este aumento de costos se había traducido en alzas de precios finales. En todo caso, algunos entrevistados señalaron que la alta volatilidad cambiaria de fines del 2019 había llevado a postergar los ajustes de precios finales, y que el traspaso podría empezar a ocurrir a medida que se acabara el amplio stock entonces disponible (gráfico IV.3).

Por su parte, la inflación subyacente de servicios siguió en niveles bajos, reflejando el estado de las holguras de capacidad (gráfico IV.4). La información disponible a fines del 2019 e inicios del 2020 no mostraba mayores cambios en los diversos indicadores de salarios. La información recopilada en el IPN de febrero, en tanto, daba cuenta de que las pretensiones salariales de los postulantes a puestos de trabajo seguían bajas en medio de una amplia oferta laboral. No obstante, se preveían mayores presiones de costos, derivadas de diversas reformas legales en discusión.

Por el lado de los componentes no subyacentes —energía, alimentos y bienes y servicios volátiles^{4/}—, la variación anual subió a 6,3% en febrero (3,3% en noviembre). Los alimentos resto y los combustibles fueron los componentes que más explicaron este incremento. Además, hubo alzas ligadas al mayor precio de la carne en los mercados internacionales y, en el caso de los combustibles, al incremento que mostró el precio del petróleo ante el recrudescimiento de las tensiones geopolíticas entre Irán y EE.UU. a fines del 2019 (gráficos IV.5 y IV.6). En lo más reciente, los precios de los combustibles en el mercado interno han tenido una reversión, la que debería intensificarse en la medida en que la caída del precio internacional del petróleo, que acumula cerca de 60% en lo que va del año, se incorpore en el mecanismo de ajuste del MEPCO. En particular, se prevé que durante el segundo y tercer trimestre se observen caídas anuales de los precios de los combustibles, con una recuperación hacia el 2021.

Por otro lado, las presiones de costos derivadas de los precios en dólares de las importaciones no tuvieron mayores cambios a fines del 2019. Los precios de los bienes importados de consumo (IVUM) mostraron una variación anual de -3,5% en el último cuarto del año, que se compara con la caída de 2,2% del tercer trimestre.

Respecto de las sorpresas inflacionarias, los registros de la inflación efectiva han sido distintos a las proyecciones del mercado y a lo previsto en el IPoM de diciembre. En efecto, y como se señaló en ese entonces, las proyecciones estaban expuestas a un grado inusual de incertidumbre, que hacía difícil prever cómo interactuarían las

^{4/} Para su definición y mayores detalles metodológicos respecto de los indicadores, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

menores presiones inflacionarias derivadas de las holguras de capacidad con las mayores presiones de costos asociadas a la depreciación cambiaria. Particularmente, a fines del 2019 la inflación del IPC mostró bajos registros mensuales, que llevaron a cerrar el año en 3% (versus el 3,4% previsto en el IPoM). Sin embargo, estos bajos registros tendieron a devolverse a inicios de año, a medida que el traspaso cambiario se fue haciendo más evidente en los precios de bienes que forman parte de la inflación subyacente, mostrando un comportamiento más en línea con lo previsto. A esto se sumaron sorpresas positivas en los componentes de alimentos y energía, especialmente en el primero, de forma que la variación anual de la inflación total a febrero se encontraba en línea con las proyecciones del último IPoM, aunque con una composición distinta, con menor inflación subyacente y mayor inflación de sus componentes volátiles.

V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Este capítulo presenta las proyecciones para las principales variables macroeconómicas y las estrategias de política monetaria que, a juicio del Consejo, son coherentes con la convergencia inflacionaria que se desprenden de éstas. El escenario base descrito incluye la trayectoria central anticipada para las principales variables, así como escenarios de sensibilidad coherentes con la amplitud del rango de crecimiento proyectado, pero que podrían requerir trayectorias alternativas de la TPM para asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de política. Se describen además trayectorias en escenarios de riesgo más extremos.

Proyecciones para la actividad y demanda

La propagación del Covid-19 ha provocado un profundo deterioro del escenario macroeconómico. A la paralización de actividades de las empresas locales se suma la contracción significativa de la demanda externa por las exportaciones chilenas, con condiciones financieras globales que se han estrechado en la medida que los mercados han ido incorporando los efectos que una cuarentena prolongada pueda tener sobre la solvencia de empresas —que verán fuertes impactos en sus flujos de caja y que, en algunos casos, ya se encontraban altamente endeudadas— y hogares —ante el incremento del desempleo y la reducción de los ingresos—. Las autoridades fiscales y monetarias a través de todo el mundo están implementando ingentes paquetes de estímulo. El escenario base considera que el mundo, Chile incluido, tendrá una contracción de la actividad este año, pero recuperará tasas de crecimiento hacia el 2021. Por cierto, la evolución de la actividad mundial y local está sujeta a una incertidumbre mayor a la habitual. Particularmente relevante es la dificultad de estimar cómo evolucionará la pandemia en Chile y el mundo, y cómo deberán ajustarse las medidas de control sanitario para acotar la pérdida de vidas humanas.

En el escenario base, el PIB chileno se contraerá entre 2,5 y 1,5% este año. La evolución de la emergencia sanitaria lleva a estimar que la actividad comenzó a contraerse en la segunda quincena de marzo, incluso más intensivamente que en la segunda mitad de octubre del 2019. Con ello se reduce el crecimiento del primer trimestre y se da inicio a la contracción que tendrá la economía en el segundo trimestre. Esta proyección recoge las mayores restricciones ya aplicadas por la autoridad hasta el cierre de este IPoM, las que se supone se acentuarán en el curso del segundo trimestre. A partir de tercer trimestre, en la medida que la

situación sanitaria mejore y se reduzcan dichas restricciones, se dará comienzo al proceso de recuperación de la economía, lo que no obstante no evitará una contracción en términos anuales para dicho período. Hacia el último cuarto del año las tasas de crecimiento tendrán un rebote relevante que se traspasará hacia el próximo año.

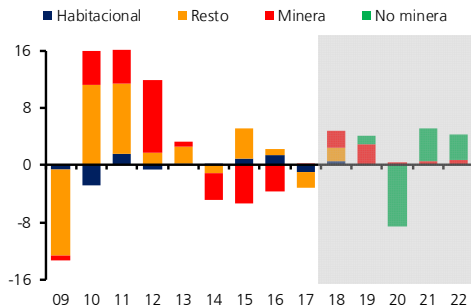
Estas proyecciones son contingentes, además de la ya mencionada reducción de las medidas restrictivas hacia la segunda mitad del año, a que los grandes proyectos de inversión retomen su normal desarrollo y que el encauzamiento institucional de la crisis social reduzca la incertidumbre y evite nuevos episodios de violencia. Se suma que tanto el paquete de estímulo fiscal como la expansividad de la política monetaria y las medidas para asegurar su transmisión y el normal funcionamiento de los mercados de crédito ayudarán a contener los efectos negativos de la crisis sanitaria en los ámbitos económico y financiero. Todo ello, junto con un rebote importante del desempeño de los socios comerciales, llevará a que en el 2021 el PIB se recupere y crezca entre 3,75 y 4,75%. Para el 2022, coherente con un acercamiento a la tasas de crecimiento de mediano plazo, la economía se expandirá entre 3,0 y 4,0% anual.

Por el lado de la actividad, los sectores más afectados, especialmente en el corto plazo, son aquellos que ya sufrieron las mayores consecuencias de las interrupciones de actividad derivadas de la crisis social: el comercio, hoteles y restaurantes, transporte y servicios personales. En esta última se producen fenómenos contrapuestos, pues parte de la menor actividad por la suspensión de clases es compensada por la mayor actividad de los servicios de salud. La drástica baja de las ventas de las empresas tendrá un efecto significativo sobre sus flujos de caja y la capacidad de cumplir con sus obligaciones de pago, incluidas las remuneraciones. Por ello, una premisa clave para la recuperación es que la mayoría de las empresas, y puestos de trabajo, podrán sobrellevar el período de aislamiento y retomar sus actividades a medida que se controla la expansión del virus. Esto depende de que las necesidades de financiamiento de los sectores y empresas más golpeadas puedan ser satisfechas. Ello es particularmente importante en el caso de hogares y empresas cuya solvencia financiera ya había sido puesta a prueba tras las interrupciones provocadas por la crisis social, especialmente las de menor tamaño.

Las condiciones financieras externas tampoco ofrecen un panorama favorable. La mayor incertidumbre y aversión al riesgo a nivel global ha elevado la volatilidad a nuevos máximos. Las bolsas se han desplomado, los premios por riesgo han aumentado, los capitales han salido desde las economías emergentes, cuyas monedas se han depreciado frente al dólar. Además, hay señales de que algunos mercados de renta fija no estarían operando adecuadamente. Ello se combina con niveles de endeudamiento corporativo que han aumentado en los últimos años.

Gráfico V.1

Incidencias reales anuales en la FBCF (*)
(puntos porcentuales)

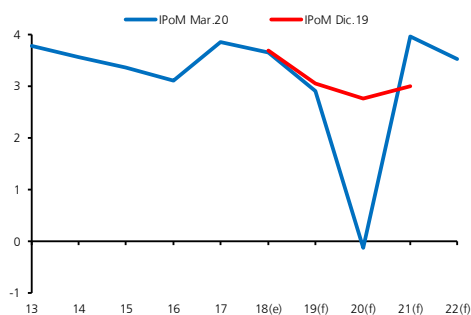


(*) Para el 2018 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para las proyecciones de los años 2019, 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.

Las autoridades monetarias y fiscales han tomado medidas excepcionales para mitigar los efectos en la economía real y el sistema financiero. La respuesta de los bancos centrales ha sido inédita en muchos aspectos y comprende desde recortes de la tasa de instancia, en varios casos en reuniones especiales, hasta diversas herramientas no convencionales, como el fortalecimiento de operaciones repos o el fomento de condiciones de acceso o refinanciamiento crediticio especiales para sectores económicos específicos e incluso la compra de bonos de empresas. En el caso de la Fed, se incluye el estímulo cuantitativo por montos ilimitados. Las medidas fiscales anunciadas se relacionan con recortes impositivos y/o cuantiosos paquetes de gasto que han llevado a varios países a dejar de lado sus planes de austeridad e incluso a convertirse en “compradores de última instancia” (Recuadro II.1).

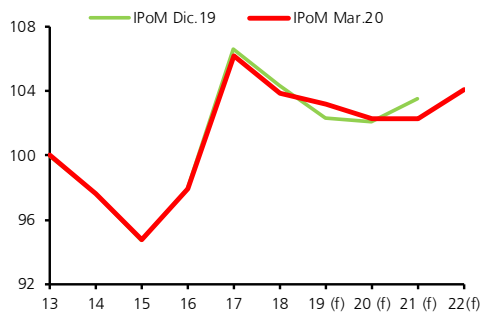
La evolución de las expectativas, que juega un rol clave en las decisiones de consumo e inversión, también se verá impactada negativamente. En Chile, los indicadores habituales de expectativas de empresarios y consumidores —disponibles al cierre estadístico— aún no recogen los efectos de la propagación del Covid-19. Sin embargo, es necesario destacar que tienen un punto de partida que ya se encontraba en terreno negativo como consecuencia de la crisis social, y la coyuntura actual hace improbable una reversión. En la última quincena de marzo el Banco levantó una encuesta con quienes participan del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), la que arrojó un deterioro relevante de las perspectivas para el empleo y la actividad durante los próximos seis meses (Recuadro III.1). Indicadores de expectativas de diversos países ya muestran un desplome durante marzo.

Por el lado de la demanda interna, las mayores necesidades de caja para cubrir la operación de las empresas se reflejarán en una contracción de la inversión, estimándose en el escenario base que la formación bruta de capital fijo (FBCF) se contraerá 8,2% el 2020 (-4% en el IPoM de diciembre) (gráfico V.1). Sectorialmente, tanto la inversión minera como no minera se ajustan a la baja, aunque esta última con mayor intensidad. A raíz de la crisis sanitaria, en ambos casos se han anunciado suspensiones temporales de algunos proyectos grandes^{1/}, a lo que se suma una reevaluación más generalizada de proyectos de inversión que estarían efectuando las empresas de todos los sectores, que se condice con los resultados de la encuesta elaborada por el Banco. Esta mostró que una porción elevada de los entrevistados detuvo sus planes de inversión para este año y aproximadamente la mitad estaba reevaluando su ejecución. Por componente de la FBCF, maquinaria y equipos tiene la mayor corrección, coherente con la contracción anual de las importaciones de este tipo de bienes que ya se observa en los primeros meses del 2020, a lo que se suma la significativa caída de la bolsa —variable que se correlaciona fuertemente con el comportamiento

^{1/} Entre los mineros, destaca la suspensión del proyecto de Quebrada Blanca fase 2, Chuquicamata subterránea y los recortes a los planes de inversión del año anunciados por otras mineras. En cuanto a la inversión no minera, resalta la paralización temporal del proyecto MAPA.

Gráfico V.3

Términos de intercambio
(índice 2013=100)



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

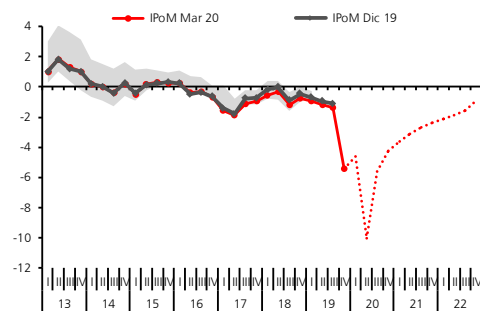
de la inversión—, el mayor costo que implica la depreciación del peso y las ya mencionadas mayores necesidades de caja de las empresas. Considerando todo lo anterior, para el 2020 la FBCF representará 20,5 y 21,2% del PIB en términos reales y nominales, respectivamente.

La proyección también contempla una contracción del consumo de 1,9% en el 2020, la que en su parte privada estará más concentrada en su componente durable. Ello, en línea con la significativa depreciación del peso y la caída de dos dígitos que muestran las importaciones de bienes de consumo en los primeros meses del 2020. La recuperación del consumo dependerá especialmente de la evolución del empleo y los ingresos, y de cómo las empresas logren sortear el período más crítico sin tener que destruir un número significativo de puestos de trabajo.

Los menores ingresos de hogares y empresas serán mitigados en parte por el plan de emergencia anunciado por el Gobierno. Dicho plan contempla recursos por US\$11.750 millones y contiene un conjunto de medidas que buscan proteger el empleo y los ingresos laborales a través de la utilización del seguro de cesantía, inyectar liquidez al sistema productivo y medidas de apoyo a los ingresos familiares. Se suman iniciativas para postergar el pago de las cuentas de los servicios básicos.

Gráfico V.4

Brecha de actividad (1) (2)
(puntos porcentuales)



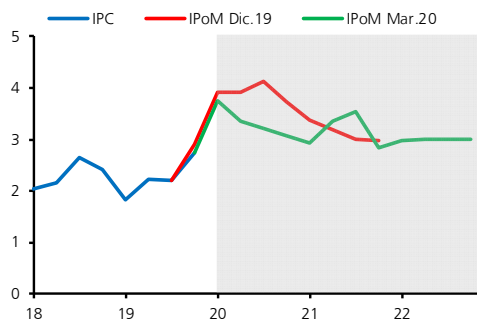
(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Aldunate et al. (2019). (2) Línea punteada corresponde a la proyección del modelo semi-estructural (SMEP).
Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto del impulso externo, el mundo atravesará por una recesión este año, lo que reducirá drásticamente la demanda externa y los precios de las materias primas. China, el principal socio comercial chileno, crecerá solo 3%, la menor cifra en décadas. En Estados Unidos y la Eurozona el PIB se contraerá 1,9 y 3,3%, respectivamente. América Latina será una de las regiones más golpeadas por la crisis, ya que a los impactos reales y financieros de las medidas de contención, se suma que varias de ellas ya venían afectadas por factores idiosincráticos y la caída de los precios de las materias primas impactará fuertemente sus economías. De este modo, la actividad de la región caerá 3% este año. En el escenario base, el crecimiento del mundo y de los socios comerciales será negativo el 2020. El escenario base contempla una recuperación importante a partir del 2021, año en el que el mundo tendrá una expansión de la actividad que se aproximará a 4% (gráfico V.2).

Los precios de las materias primas también han tenido caídas generalizadas. En el caso del petróleo, se suma la guerra de precios iniciada tras la fallida negociación entre Arabia Saudita y Rusia. Al cierre estadístico, el precio del petróleo fluctuaba algo por sobre los US\$20 dólares el barril, sumando una baja superior a 60% durante este año, con descensos intradía no vistos desde comienzos de los años noventa. El precio del cobre ha caído más de 20% en lo que va del 2020, ubicándose en valores en torno a los US\$2,1 la libra, su nivel más bajo desde fines del 2016 y cerca de 20% por debajo de sus precios de largo plazo. Con ello, el escenario base considera que este año los términos de intercambio se reducirán y solo se elevarán hacia el 2022 (gráfico V.3).

Gráfico V.5

Proyección de inflación IPC (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

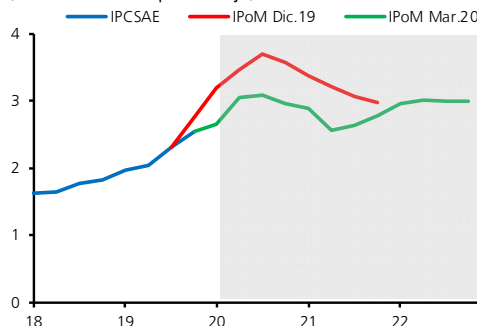


(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del primer trimestre del 2020, corresponde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

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

Gráfico V.6

Proyección de inflación IPCSAE (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPCSAE 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 primer trimestre del 2020, corresponde a la proyección.

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

Las exportaciones chilenas tendrán una contracción durante el 2020, como reflejo de los menores flujos de comercio que traerá consigo la recesión mundial. De hecho, ya en febrero y marzo, mostraron caídas anuales. Las importaciones también se contraerán, producto de la debilidad de la demanda interna. El importante ajuste del gasto de empresas y hogares no alcanzará a ser compensado por el desahorro del gobierno implícito en el paquete fiscal anunciado, con lo que este año, el saldo de la cuenta corriente pasará a ser positivo (0,3% del PIB; desde un déficit de 3,9% en el 2019). Los menores términos de intercambio también influyen en esta corrección. El déficit de cuenta corriente medido a precios de tendencia^{2/} tiene un ajuste algo más pronunciado pasando de 4,9% del PIB en el 2019 a 0,4% del PIB este año.

Holguras de capacidad y brecha de actividad

Tal como se anticipó en el IPoM de diciembre, el cierre de las cuentas nacionales del 2019 dio cuenta de una apertura relevante de la brecha de actividad en el último trimestre de ese año, como consecuencia de los acontecimientos desencadenados a partir del 18 de octubre. Aunque las cifras parciales de los primeros dos meses de este año apuntan a que la recuperación de la actividad habría logrado revertir parte de esta apertura, la importante desaceleración de la economía a partir de mediados de marzo hará que la brecha vuelva a abrirse, incluso con más fuerza en el segundo trimestre. Hacia adelante, el cierre de la brecha tomará más tiempo que lo contemplado diciembre. Estas estimaciones, siempre sujetas a un alto grado de incertidumbre, no consideran cambios en el crecimiento potencial (gráfico V.4).

Convergencia de la inflación

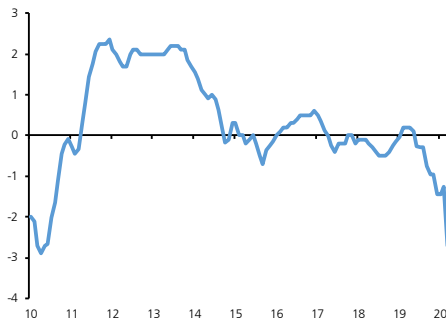
La trayectoria de la inflación en el mediano plazo estará dominada por la fuerte ampliación de la brecha de actividad que se prevé en el escenario recién descrito. En el corto plazo operan fuerzas en sentidos opuestos, por un lado, la significativa caída en el precio del petróleo y, por otro, la depreciación del peso. Sobre esta última, es importante destacar que, a diferencia de lo ocurrido tras la crisis social, la depreciación más reciente del peso no es idiosincrática, sino que responde a la apreciación global del dólar. Así entonces, su traspaso a los precios locales debiera ser menor^{3/}. Por otro lado, aunque en la coyuntura actual podrían generarse alzas de precios por consideraciones de oferta —por ejemplo, en productos que puedan presentar desabastecimientos o quiebres de stock—, se anticipa que la fuerte caída de la demanda en el resto de los bienes y servicios predominará en la dinámica inflacionaria de mediano plazo.

^{2/} 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).

^{3/} Ver Recuadro IV.1 IPoM marzo 2018.

Gráfico V.7

TPM real en Chile (*)
(porcentaje)



(1) Calculada como la TPM nominal vigente al cierre de cada mes menos las expectativas de inflación a un año plazo derivada de la Encuesta de Expectativas Económicas. Considera la decisión tomada en la Reunión de Política Monetaria del 31 de marzo del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario base, la inflación tendrá una trayectoria descendente en los trimestres venideros, bajando desde el registro de 3,9% en febrero a valores cercanos a 3% anual en el último trimestre de este año, para luego fluctuar en torno a ese valor en el 2021. Cabe destacar que la recuperación de los precios de los combustibles previsto para el 2021 será el principal responsable en explicar el incremento transitorio que se prevé para la inflación en dicho año (gráfico V.5). La inflación subyacente fluctuará en torno a 3% durante gran parte del horizonte de proyección (gráfico V.6).

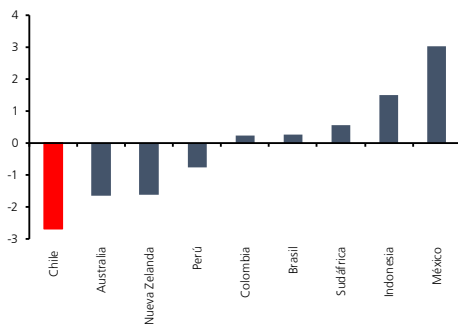
Estrategia de política monetaria

El Consejo ha adoptado un conjunto de medidas para mitigar los efectos del drástico cambio en el escenario macroeconómico. En primer lugar, durante marzo redujo la tasa de política monetaria en 125 puntos base, hasta ubicarla en 0,5%, su mínimo técnico. Con esto, alcanzó un nivel de expansividad elevado, con una TPM real que se ha vuelto más negativa y que, en comparación con economías comparables se ubica en los niveles más expansivos (gráficos V.7 y V.8).

Además, y para asegurar un adecuado funcionamiento de los mercados financieros y poder transmitir en forma correcta dicho impulso monetario, el Banco ha implementado una serie de medidas extraordinarias. Entre estas, se incluye la apertura a los bancos de una facilidad de financiamiento condicional al incremento de colocaciones (FCIC). Los recursos adicionales canalizados a través de la FCIC serán proporcionales al incremento de las colocaciones de cada institución, respecto de su cartera base, con un factor de ampliación mayor para las colocaciones dirigidas a empresas de menor tamaño (Pyme). Las empresas bancarias que utilicen esta facilidad obtendrán financiamiento hasta por cuatro años a la tasa de interés igual a la TPM vigente al momento de acceder a ella. En caso que la TPM se modificara durante los seis meses de vigencia del programa, la tasa para el plazo residual del crédito se ajustaría al menor valor que ésta alcance en dicho período. Asimismo, el Consejo decidió incluir los bonos corporativos dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones de liquidez en pesos que ofrece el Banco e iniciar la compra de bonos bancarios a participantes del sistema SOMA, por un monto equivalente en UF de hasta US\$4 mil millones. A fines de marzo, este monto fue ampliado hasta US\$8 mil millones, estableciéndose que el monto remanente —de hasta US\$5.500 millones— no tendría restricción de plazo en los instrumentos elegibles.

Gráfico V.8

TPM real: comparación internacional (1) (2)
(porcentaje)



(1) TPM actual menos la inflación esperada a un año.

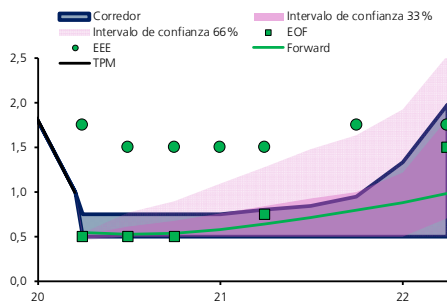
(2) Considera las decisiones del 27 de marzo del 2020 para Colombia y la del 31 de marzo del 2020 para Chile.

Fuentes: bancos centrales de cada país.

A partir de este IPoM, el Consejo ha decidido implementar una política de comunicación más explícita sobre las posibles trayectorias futuras para la TPM, bajo el convencimiento que ello aportará a comunicar la racionalidad de las decisiones de política monetaria, potenciando su efectividad y rendición de cuentas al público. Como se describe en el Recuadro V.1, el corredor de TPM (gráfico V.9) muestra el rango de

Gráfico V.9

Corredor de TPM (*)
(porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1. Incluye la EOF del 26 de marzo, la EEE del 10 de marzo y la curva forward que se deriva de los precios de los activos financieros al cierre estadístico.

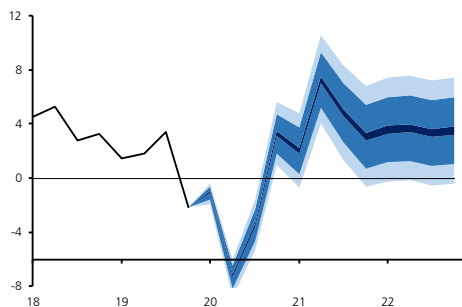
Fuente: Banco Central de Chile.

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. El corredor de TPM enfatiza la incertidumbre existente en tres dimensiones: a) la lectura inicial de la economía, b) los desarrollos futuros del escenario macroeconómico y su impacto en la convergencia de la inflación, y c) del nivel de equilibrio de largo plazo de la TPM.

La primera dimensión —la lectura inicial de la economía— se refleja en los puntos de partida del corredor, que se obtienen de las opciones de política monetaria que el Consejo consideró posibles dada la actual coyuntura en la Reunión de Política Monetaria realizada el 31 de marzo. En dicha Reunión, el Consejo consideró que las opciones plausibles eran una reducción de la TPM de 25 o 50 puntos base. No obstante, el análisis de las mismas llevó a concluir que la opción de 50 puntos base se imponía claramente, pues guardaba mayor coherencia con la evolución del escenario macroeconómico y la necesidad de un significativo impulso monetario. En concordancia con ello, el Consejo votó de forma unánime por reducir la TPM hasta 0,5%.

Gráfico V.10

Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base 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.

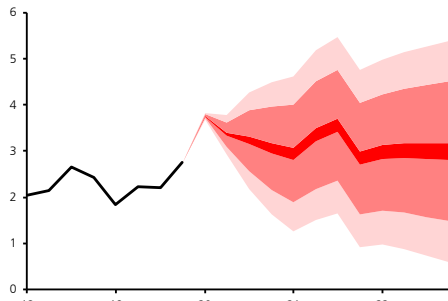
Fuente: Banco Central de Chile.

La segunda dimensión —que se refiere a los desarrollos futuros del escenario macroeconómico— se refleja en el ancho que tiene el corredor en el horizonte de proyección. Los rangos superior e inferior se justifican en la medida que futuros desarrollos en la actividad y demanda, y las presiones inflacionarias asociadas, se vayan manifestando de acuerdo con los distintos escenarios delineados arriba. Hacia el 2021 y 2022 la parte baja del corredor refleja escenarios en que la economía muestra un desempeño peor al del escenario central y por tanto la TPM debe mantenerse en su nivel mínimo técnico por un mayor tiempo y/o usarse medidas extraordinarias. Ello podría darse si el control de la crisis sanitaria y las medidas de contención a nivel internacional y local permanecen por un tiempo mayor. También podría suceder si su duración no se escapa de lo proyectado, pero las significativas necesidades de caja de empresas y hogares no se condicen con un aumento comparable en su acceso al crédito. Escenarios de este tipo implicarían problemas de solvencia y quiebras más generalizadas en empresas de los sectores más afectados, con una pérdida mayor de empleos y una velocidad de recuperación más lenta para los próximos dos años. En todo caso, la convergencia a la meta de inflación puede requerir mantener la TPM en su mínimo técnico por un mayor tiempo y/o el uso de medidas adicionales.

La parte superior del corredor refleja escenarios donde el crecimiento podría ubicarse en la parte alta de los rangos de proyección o la convergencia de la inflación requiere un retiro anticipado del estímulo monetario. Esto podría suceder en situaciones donde el aislamiento logre

Gráfico V.11

Proyección de inflación del IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

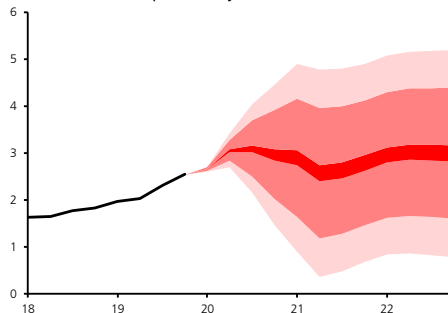


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. 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.12

Proyección de inflación del IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base 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.

reducir la velocidad de contagio en forma rápida y la actividad económica comienza a normalizarse antes de lo previsto, evitando efectos más persistentes en la solvencia de las empresas y amortiguando de forma importante los efectos negativos en el mercado laboral.

También pueden darse escenarios en que la interrupción del normal funcionamiento de las empresas deriva en una reducción relevante de la oferta disponible de bienes y servicios que da paso a aumentos importantes de sus precios. En estos casos no es evidente que la respuesta de política deba ser la de un retiro anticipado del estímulo monetario, especialmente si las expectativas de inflación permanecen ancladas a la meta.

La tercera dimensión de incertidumbre —la TPM de largo plazo, o neutral— se captura en el corredor al permitir que, en horizontes más largos, la TPM converja gradualmente a sus límites inferior y superior, actualmente estimados entre 3,75 y 4,25%. Esta dimensión de incertidumbre es menos relevante en la actual coyuntura debido a que todos los escenarios macroeconómicos considerados dentro del escenario base requieren mantener un estímulo monetario significativo a lo largo del horizonte de política, anticipándose una normalización de la TPM hacia sus niveles neutrales a plazos mayores a dos años.

Considerando todos estos escenarios posibles, el Consejo considera que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja en el corto plazo y equilibrado en el mediano plazo. Para la inflación está equilibrado (gráficos V.10, V.11 y V.12).

Tomando en cuenta los antecedentes anteriores, el juicio del Consejo es que la política monetaria debe usar todo su poder expansivo durante un extenso período de tiempo, ubicando, por tanto, la TPM en el piso del corredor.

Por último, también existen trayectorias para la TPM que están por fuera del corredor. En esta ocasión, dichas trayectorias se relacionan con escenarios donde las medidas sanitarias y económicas que se han adoptado para contener la crisis no logren resultados positivos a nivel global. En un escenario como ese, no puede descartarse que se produzca un severo estrechamiento de las condiciones financieras que termine afectando la cadena de pagos a nivel global, dañando seriamente la posición financiera de diversas entidades públicas y privadas y generando caídas de la actividad mucho más severas. En una situación de este tipo, sería necesario mantener la TPM en su nivel mínimo por un tiempo más prolongado, además de utilizar instrumentos que van más allá del manejo habitual de la política monetaria, probablemente priorizando consideraciones de estabilidad financiera.

Recuadro V.1: Corredor para la tasa de política monetaria

En su plan de mejora continua, el Banco ha ido aumentando el grado de transparencia sobre sus decisiones de política monetaria. Este Recuadro describe un paso adicional en dicha comunicación, introduciendo el concepto de *Corredor para la tasa de política monetaria* (TPM). Esta herramienta, a partir de ahora incluida en el material de proyecciones de cada IPoM, muestra una banda de proyección para la TPM coherente con el escenario base. Este incluye el escenario central de proyecciones, así como aquellos escenarios de sensibilidad cuyas implicancias en el crecimiento de la actividad y la demanda sean coherentes con el rango de proyecciones de cada IPoM, pero que podrían requerir distintas trayectorias de política monetaria para lograr la convergencia de la inflación en el horizonte de política.

La forma en que los bancos centrales comunican sus decisiones de política monetaria ha cambiado de modo importante en los últimos años. Hoy, la comunicación se entiende como una herramienta clave para aumentar su efectividad: en la medida que los agentes entiendan la racionalidad de las decisiones tomadas por el banco central, estas serán más fáciles de predecir, alineando la estrategia de política monetaria comunicada con la prevalente en la curva de rendimientos. En línea con esto, el Banco remarca la importancia de la comunicación y transparencia como pilares claves en la reciente actualización de su marco de política monetaria (Recuadro Resumen).

El contenido de la comunicación que un banco central entrega al público suele dividirse en tres grandes áreas: a) el marco de política que rige su comportamiento, incluyendo los objetivos y la estrategia de política monetaria; b) la visión del banco central sobre la situación económica actual; y c) las decisiones de política monetaria y su justificación^{1/}.

Los objetivos de la política monetaria suelen ser estables, cuantificables, bien definidos y claramente comunicados. La visión de los bancos centrales sobre la situación económica y sus perspectivas suele ser publicada para la actividad, los componentes de la demanda y la inflación. En general, los países con metas de inflación entregan mayor información respecto de sus proyecciones, a través de informes —como

el IPoM— publicados de forma regular. Por último, las decisiones suelen publicarse el día que se toman, explicando su coherencia con la lectura del escenario macro.

Muchos bancos centrales entregan, además, alguna guía respecto de las trayectorias futuras de las tasas de interés, lo que se conoce como *forward guidance*. La mayoría da una descripción de lo que estima serán sus decisiones futuras, dadas las proyecciones que tienen respecto de la inflación y la actividad. Otros, entregan proyecciones numéricas para la trayectoria esperada de las tasas.

Con la proyección para la trayectoria de TPM del corredor, el Banco Central de Chile se suma a este último grupo de bancos centrales, adaptando la práctica internacional al marco propio de comunicación de política monetaria que se ha implementado en las últimas décadas. El corredor de TPM contiene elementos que lo diferencian de las metodologías empleadas por otros bancos centrales al presentar sus proyecciones. Este Recuadro describe la metodología empleada en la construcción del corredor^{2/}.

Beneficios y desafíos del *forward guidance*

La literatura destaca dos grandes beneficios de una política de *forward guidance* en la que se describen posibles trayectorias de las tasas futuras de política: a) mayor claridad para transmitir la visión del entorno macro y la función de reacción de las política monetaria a cambios de escenarios; y b) mayor coherencia en la comunicación del análisis interno de los bancos centrales.

Respecto de lo primero, la política monetaria actúa en la economía al influir no solo en el valor de las tasas de mercado de muy corto plazo, sino que también —y principalmente— en la trayectoria esperada reflejada en la curva de rendimientos. Una política monetaria será más fácil de entender y anticipar por el mercado en la medida que la comunicación sea capaz de describir cuáles son los escenarios posibles que considera a futuro, su racionalidad y cómo el banco central reaccionaría a cada uno.

^{1/} Blinder *et al.* (2008) subraya que la estrategia de comunicación del banco central debería propender a no provocar mayor volatilidad del mercado financiero.

^{2/} Para más detalles técnicos sobre la construcción del corredor de TPM ver Albagli *et al.* (2020).

El segundo beneficio —mejorar la coherencia de la comunicación del análisis interno— se genera al facilitar que el escenario macroeconómico comunicado sea coherente con la trayectoria informada sobre la evolución probable de la tasa de interés. En otras palabras, se busca comunicar no solo cómo evolucionará la convergencia de la inflación, sino también la estrategia de política que la hace posible para distintos escenarios macro. Con ello, se refuerza la capacidad de rendición de cuentas (*accountability*), lo que es particularmente importante en un esquema de metas de inflación.

Sin embargo, hay desafíos que se deben sortear para publicar trayectorias de política monetaria de forma explícita. En el plano interno, la definición de la trayectoria a comunicar puede ser difícil de consensuar, en especial en cuerpos colegiados. En el plano externo, el principal desafío es informar adecuadamente que lo que se está publicando es una trayectoria proyectada de acuerdo con supuestos sobre el escenario macro futuro, pero que *en ningún caso se trata de un compromiso*. La variedad de estrategias posibles para enfrentar estos desafíos explica que, en la práctica, distintos bancos centrales se hayan inclinado por estrategias diferentes en términos de su *forward guidance*.

Experiencia internacional

Son varios los bancos centrales que han decidido publicar de manera explícita y habitual sus trayectorias esperadas de tasas. El primero, en junio de 1997, fue Nueva Zelandia. Lo siguieron Noruega (noviembre 2005), Suecia (febrero 2007), Islandia (marzo 2007), Israel (julio 2007) y República Checa (enero 2008). También hay instituciones que han entregado proyecciones pero no de forma sistemática, en especial durante y después de la crisis financiera del 2008-2009. Dentro de estos se encuentran el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá y la Reserva Federal de EE.UU. (Fed).

Existe bastante heterogeneidad en la comunicación de las trayectorias de tasas futuras. Por ejemplo, Islandia, Israel y República Checa comunican una única trayectoria de política monetaria, pero esta corresponde a la proyección que hace su *staff* económico, y no al acuerdo de sus Consejos. La Fed acompaña sus informes de política monetaria con proyecciones explícitas de las tasas de política monetaria por parte de cada uno de sus integrantes (en forma anónima), los llamados *Fed dots*. Esto, se da en un contexto en el cual algunos de sus participantes cambian

de una reunión a otra, y por tanto no constituyen una proyección de consenso dentro del cuerpo colegiado.

Estado actual de la comunicación de política monetaria en el Banco Central de Chile

El Banco cuenta con distintos canales: comunicado y minuta de la Reunión de Política Monetaria, IPoM, Informes de Estabilidad Financiera y presentaciones del Consejo. La comunicación más frecuente, cuantificable y directa es el comunicado que da a conocer la decisión adoptada en cada Reunión. Dependiendo de la coyuntura, ésta puede ser acompañada de un sesgo, que indique la visión del Consejo sobre la dirección de los movimientos más probables en el corto plazo. La segunda más frecuente es el IPoM, que describe el estado actual y distintos escenarios de proyección tanto para la economía internacional como la local, con especial atención a la evolución de la actividad, demanda, y la dinámica de la inflación. Estos distintos canales de comunicación se circunscriben dentro del marco de política monetaria del BCCh (ver Recuadro Resumen).

Históricamente, el IPoM ha incluido referencias sobre la trayectoria de política monetaria que se considera más probable. Sin embargo, a juicio del Consejo, existen dos espacios de mejora respecto de la estrategia actual de comunicación. En primer lugar, la referencia a las tasas futuras no siempre sigue el mismo patrón. Por ejemplo, es frecuente contrastar la trayectoria del escenario central de proyecciones con la TPM implícita en la curva *swap*. No obstante, cuando estas trayectorias se alejan, se ha optado por estrategias distintas, por ejemplo, refiriéndose a un número aproximado de movimientos durante el próximo año, o condicionados al cierre de la brecha o la convergencia de la inflación. La nueva estrategia busca dar una comunicación más estandarizada, de manera de minimizar posibles confusiones derivadas del cambio de mensaje.

En segundo lugar, y quizás más importante, señalar una única senda de TPM asociada al escenario base tiene el inconveniente de desconocer que existen varias trayectorias compatibles con él, y omite además otras posibles trayectorias asociadas a escenarios de sensibilidad cuya probabilidad de ocurrencia puede ser comparable a la del escenario central. De esta manera, el *Corredor para la TPM* busca enfatizar el carácter condicional de las decisiones del Consejo, privilegiando la comunicación de un rango de trayectorias asociadas a los distintos escenarios considerados más plausibles.

Corredor para la Tasa de Política Monetaria

Ponderando las distintas consideraciones descritas, el Consejo decidió implementar una política de comunicación más explícita para las posibles trayectorias futuras de la TPM. Ello, con el convencimiento que esto aportará a comunicar la racionalidad de las decisiones, potenciar su efectividad y rendición de cuentas al público.

Para transparentar la forma cómo se construye, el gráfico V.13 recrea el corredor que se hubiese publicado en el IPoM de septiembre del 2019. En el panel A, se presentan todos los insumos con los que se construye el corredor. En el panel B, se muestra la forma que el corredor habría tenido de haberse publicado. Finalmente, también se muestran las trayectorias de TPM que el mercado esperaba en ese momento en las encuestas y los precios financieros.

El gráfico enfatiza la incertidumbre existente en cuatro dimensiones: a) la lectura inicial de la economía; b) los desarrollos futuros del escenario macroeconómico y su impacto en la convergencia de la inflación; c) el nivel de equilibrio de largo plazo de la TPM, la llamada TPM neutral, y d) la incertidumbre histórica de la proyección de TPM. El corredor de TPM es el área azul del gráfico y recoge las tres primeras fuentes de incertidumbre. Las áreas rosadas que lo acompañan recogen la cuarta fuente de incertidumbre.

Respecto de la primera dimensión, el rango inicial del corredor se construye con las opciones de política monetaria discutidas por el Consejo en la Reunión inmediatamente anterior a la publicación del IPoM. Esto refleja que para una determinada combinación de datos coyunturales, no existe una única interpretación respecto del punto de partida de la economía —por ejemplo, la fortaleza de la demanda, o la presencia de elementos transitorios en la actividad y/o la inflación que pudieran revertirse en pocos meses. De esta forma, distintas decisiones pueden ser justificadas por visiones diferentes respecto de la evolución más probable del escenario macro en los trimestres venideros. Por otra parte, existen riesgos para la convergencia inflacionaria que, en determinadas situaciones, puedan aconsejar decisiones distintas, incluso para un mismo escenario de proyecciones. Consecuentemente, en general existe más de una opción de política que es coherente con la información disponible y la evaluación de riesgos que hace el Consejo, ya sea en forma individual o colectiva. En el panel A del gráfico V.13, este punto de partida considera las tres opciones discutidas en la Reunión de septiembre del 2019: reducción de la TPM de 2,5 a 2,25%; reducción a 2%; y reducción a 1,75%.

Sobre la segunda dimensión —los cambios en el escenario macro—, el ancho del corredor a lo largo del horizonte de política comunica los contornos de la TPM que podrían esperarse si se materializan *escenarios de sensibilidad* distintos de la trayectoria de TPM asociada con el escenario central de proyecciones que recoge las preferencias del Consejo (línea celeste sólida en el panel A). De esta forma, el corredor describe las posibles estrategias de implementación coherentes con el escenario base. Los *escenarios de sensibilidad*, cuya narrativa e interpretación se describen en el Resumen y el Capítulo V de cada IPoM, corresponden a trayectorias macro alternativas coherentes con una expansión de la actividad dentro de los rangos de crecimiento proyectados. El panel A del gráfico V.13 muestra dos sensibilidades (S1 y S2) que sirvieron para delinear estos contornos. La primera (S1) era coherente con un escenario en que la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política requería que la TPM se redujera a 1,75% y continuara entre ese nivel y 1,5% por varios meses. La segunda (S2) consideraba que el impulso monetario requerido era menor y la TPM debía reducirse solo a 2,25%. Cabe subrayar que, en la práctica, el corredor no presenta las distintas trayectorias específicas de cada escenario de sensibilidad, sino que corresponde a su envolvente superior e inferior. Esta decisión se tomó para reforzar la idea que trayectorias específicas no deben asociarse a un compromiso de sendas particulares de la TPM (panel B, gráfico v.13). Si bien son posibles trayectorias por fuera del corredor, se consideran menos probables, y corresponden a los *escenarios de riesgo* que se explican en el Resumen y Capítulo V de cada IPoM.

La tercera dimensión de incertidumbre —la TPM de largo plazo, o neutral— se incorpora estudiando los mismos escenarios de sensibilidad, pero asumiendo los valores superior e inferior del rango de TPM neutral (3,75 y 4,25%) como punto de referencia para evaluar la expansividad de la política monetaria. Cabe mencionar que las proyecciones se realizan para que la inflación converja a la meta de 3% dentro del horizonte de política de dos años. Si bien la TPM también converge a su nivel neutral, esto puede ocurrir en un horizonte de proyección mayor.

Finalmente, la cuarta dimensión es la incertidumbre histórica de la proyección de TPM y está relacionada con múltiples causas, como la correcta especificación de los modelos empleados, los posibles cambios en los parámetros estructurales, desviaciones de la regla de política que los modelos incorporan, *shocks* futuros, etc. Este tipo de

incertidumbre se cuantifica calculando la variabilidad histórica de la trayectoria efectiva de la TPM a distintos plazos. Las áreas rosadas del panel A del gráfico V.13, documentan esta variabilidad sumándola a la trayectoria de la TPM asociada con el escenario central (panel B del gráfico V.13). Cabe subrayar que dichas áreas rosadas no necesariamente coinciden con el área azul del corredor de TPM, pues las primeras reflejan la ocurrencia de variabilidad promedio en la historia, y no los escenarios de sensibilidad que el Consejo considera pertinente en cada ocasión y que se materializa con el corredor.

El mínimo técnico de la TPM

Por último, es importante subrayar que el corredor presentado en el Capítulo V de este IPoM (gráfico V.9), incorpora el mínimo técnico para la TPM o *effective lower bound*, como se le conoce en la literatura especializada. Esta 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 periódicamente evalúa. En esta ocasión, al igual que el 2009, el Consejo estima que el mínimo técnico de la TPM es 0,5%^{3/}. Por ello, la masa del corredor presentado en este IPoM está concentrada en este valor por un horizonte futuro determinado. Esto no sucede con el corredor ilustrativo (gráfico V.13), pues en esa oportunidad ninguna de las trayectorias de TPM asociadas con el escenario central o alternativos cruzaba el umbral del mínimo técnico de la TPM. En el corredor de este IPoM, este umbral sí se cruza.

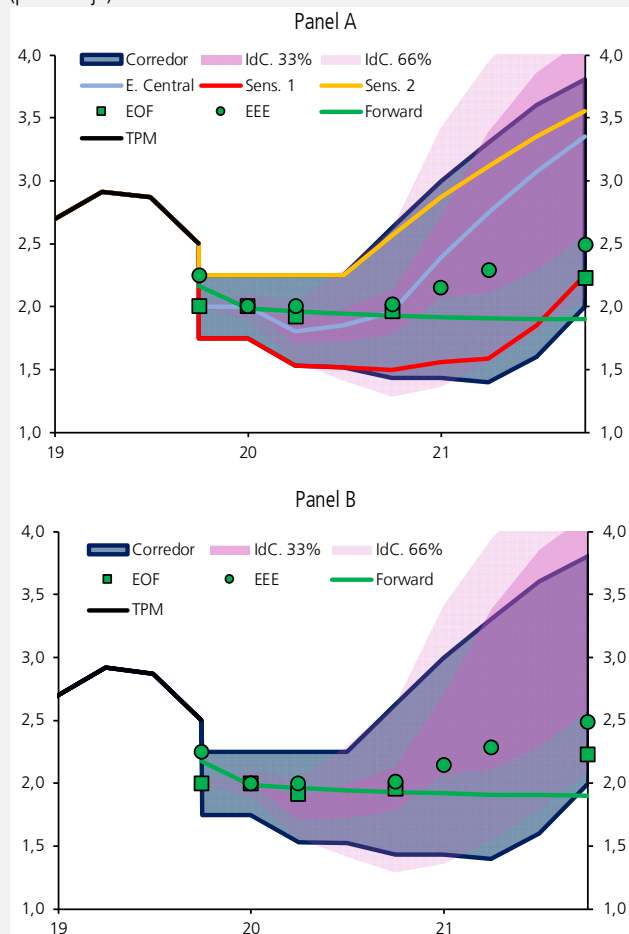
Conclusiones

El Banco Central de Chile, en su agenda de avanzar hacia una mayor transparencia, ha ido modificando su estrategia de comunicación en línea con las mejores prácticas a nivel internacional. Este Recuadro presenta un paso más en este proceso, introduciendo el concepto del *Corredor para la TPM*, que ilustra las trayectorias de política monetaria consideradas más probables. Comunicar un rango de trayectorias, en vez de una trayectoria específica, busca enfatizar que la toma de decisiones se realiza bajo incertidumbre respecto de múltiples dimensiones, las cuales pueden llevar a modificaciones en la trayectoria de política. Con esto, el Consejo busca comunicar la orientación general

de la política monetaria que se desprende de cada coyuntura, resaltando la condicionalidad de sus decisiones a la materialización de distintos escenarios.

Gráfico V.13

Corredor para la TPM (*)
(porcentaje)



(*) El panel A muestra las trayectorias de TPM para las distintas sensibilidades que conformaron el escenario base en el IPoM de septiembre de 2019. El panel B muestra cómo se hubiese publicado en dicha oportunidad. Las áreas rosadas representan los intervalos de confianza al 33 y 66%.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{3/} El mercado monetario es gestionado por diversos administradores que compiten entre sí y con la banca. Entre otros, ofrecen instrumentos de inversión de rápida salida que permiten satisfacer las necesidades inmediatas de caja de hogares y empresas, pudiendo retirar sus fondos al día siguiente. Al vender estos instrumentos, podrían haber diferencias de precio que es necesario cubrir. Por lo

anterior, a medida que la TPM se acerca a cero, la probabilidad que empresas y hogares tengan pérdidas se acrecienta. Para mantener en funcionamiento este mecanismo, el Consejo estima que el mínimo técnico de la TPM es 0,50%. En todo caso, si las condiciones cambian, este parámetro puede ser revisado en el futuro.

GLOSARIO

América Latina: Comprende a Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, México y Perú, ponderados a PPC según cifras del World Economic Outlook (WEO, Octubre 2019).

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, Octubre 2019). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2019-2021 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, Octubre 2019). Los países considerados representan aproximadamente el 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 2,5% en el período 2019-2021.

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 – 2018.

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, Octubre 2019).

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 BCCh, este periodo es de dos años a partir del momento en que se realizan proyecciones. Es durante este periodo que la inflación debe converger a su meta. La TPM proyectada debe ser entonces consistente con este objetivo.

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

IPCSAE: IPC excluyendo los precios de alimentos y energía, permaneciendo el 73,2% de la canasta total.

IPCSAE bienes: Reúne los bienes que componen el IPCSAE y representa el 27,3% de la canasta total. Se realizan las siguientes agrupaciones:

- **Artículos de recreación:** incluye unidad de almacenamiento digital; juguetes; consola de videojuego; implementos deportivos; artículos de camping; instrumentos musicales; texto escolar; libro; diario; cuaderno; materiales para artes manuales; y artículos de escritorio.

- **Automóvil nuevo.**

- **Bebidas alcohólicas:** agrupa pisco; ron; whisky; vodka; vino; vino espumoso y cerveza.

- **Bienes de salud:** contiene medicamentos anti infecciosos, antivirales y anti fúngicos; medicamentos para el aparato cardiovascular; hormonas y medicamentos para el sistema genitourinario; medicamentos antiinflamatorios no corticoides, antimigrañosos y sistema osteomuscular; medicamentos para el sistema respiratorio; medicamentos dermatológicos, desinfectantes y antisépticos; medicamentos para el sistema nervioso central; medicamentos para el aparato digestivo y metabólico; preparados oftalmológicos; medicamentos para el tratamiento del cáncer, modificadores del sistema inmune y fármacos utilizados en los cuidados paliativos del dolor; medicamentos homeopáticos y suplementos alimenticios; productos para la curación de heridas; preservativos; lentes de corrección; artículos para medir parámetros de salud; afeitadora y depiladora eléctrica; máquina de afeitar desechable; artículos diversos para el cuidado personal; bloqueadores y bronceadores; colonias y perfumes; desodorantes y antitranspirantes; productos de higiene bucal; papel higiénico; jabón; pañales desechables; protección higiénica femenina; shampoo y bálsamo; cremas para la piel; productos de maquillaje; tinturas y fijadores.

- **Cigarrillos.**

- **Equipamiento de vivienda electrónico:** incluye equipo de telefonía móvil; televisor; equipo de sonido; reproductor portátil de audio y video; cámara fotográfica; computador; e impresora.

- **Otros bienes de transporte:** considera automóvil usado; motocicleta; bicicleta; repuestos para el funcionamiento eléctrico del automóvil; neumáticos y llantas; y repuestos y accesorios para el funcionamiento mecánico del automóvil.

- **Paquete turístico.**

- **Resto de equipamiento de vivienda:** contiene cama; colchón; muebles de comedor; muebles para cocina; muebles para living; alfombras y otros revestimientos para pisos; artículos ornamentales; textiles para cama; textiles para baño y cocina; textiles para living y comedor; calefón; cocina; artículos para calefacción del hogar; hornos eléctricos y microondas; lavadora; refrigerador; electrodomésticos pequeños de cocina; plancha; vajilla; utensilios de cocina; aromatizador y desinfectante ambiental; detergente y suavizante para ropa; lavalozas;

limpiador; insecticidas y similares; artículos de limpieza; servilletas y toalla de papel; flores; plantas; alimentos para mascotas; y accesorios para mascota.

- **Vestuario y calzado:** considera telas para confección de vestuario; ropa de abrigo para hombre; pantalón largo y corto para hombre; camisa y polera para hombre; ropa interior y de dormir para hombre; ropa de abrigo para mujer; pantalón, falda y vestido para mujer; blusa y polera para mujer; ropa deportiva y de baño para mujer; ropa interior y de dormir para mujer; ropa de abrigo infantil; pantalón, falda y vestido infantil; camisa, blusa y polera infantil; ropa deportiva, shorts, bermudas y trajes de baño infantil; ropa interior y de dormir infantil; vestuario para lactante; uniforme y ropa deportiva escolar; artículos para reparación de vestuario; accesorios de vestir; zapatillas para hombre; zapatos para hombre, zapatillas para mujer; zapatos para mujer; calzado de estación para mujer; zapatilla infantil; zapato infantil; calzado escolar; joyas; reloj de pulsera; artículos para transporte de efectos personales; artículos para transporte de bebé; y lentes de sol.

- **Vivienda:** incluye materiales para la reparación de la vivienda; pintura y barniz; grifería y accesorios; sellantes y pegamentos; herramientas eléctricas y accesorios; herramientas manuales y accesorios; accesorios de iluminación; artículos de cerrajería; accesorios eléctricos; y pilas.

IPCSAE servicios: Reúne los servicios que componen el IPCSAE y representa el 45,9% de la canasta total. Se realizan las siguientes agrupaciones:

- **Agua.**

- **Arriendo.**

- **Educación:** incluye servicio de educación de jardín infantil; servicio de educación de transición; servicio de educación de 1° ciclo de la enseñanza básica; servicio de educación de 2° ciclo de la enseñanza básica; servicio de educación de la enseñanza media; servicio de pre universitario; servicio de enseñanza en centros de formación técnica; servicio de enseñanza en instituto profesional; servicio de enseñanza universitaria; servicio de enseñanza de post grado y postítulo; y cursos de capacitación.

- **Gasto común.**

- **Gasto financiero.**

- **Otros servicios:** considera servicio de limpieza y reparación de vestuario; servicio de mantención y reparación del automóvil; servicio de lavado del automóvil; servicio de estacionamiento; servicio de peaje; licencia de conducir; revisión técnica del automóvil; seguros; servicio de emisión de certificado; servicio de fotocopiado; membresía en asociación profesional; servicio notarial; servicio funerario; cuotas en centros de padres y apoderados; servicio de residencias para adultos mayores; y servicio de sala cuna.

- **Otros servicios de vivienda:** incluye servicios para la conservación y reparación de la vivienda; servicio de retiro de basura; servicio de alarma para la vivienda; servicio de reparación de muebles; servicio de reparación de línea blanca y electrodomésticos; y servicios veterinarios.

- **Servicios de alimentación:** agrupa a alimentos consumidos fuera del hogar; sándwich y completo consumido fuera del hogar; bebida alcohólica consumida fuera del hogar; bebida no alcohólica consumida fuera del hogar; helados y postres consumidos fuera del hogar; y platos preparados para llevar.

- **Servicios de recreación:** incluye servicios prestados por centros recreativos; entrada a espectáculos deportivos; entrada a centros de diversión nocturnos; servicios de fiestas de cumpleaños; gimnasios; clases deportivas; clases recreativas; entrada al cine; entrada a espectáculos culturales; servicio de revelado fotográfico; servicio de televisión pagada residencial; servicio de suscripción en línea; juegos de azar; y servicio de alojamiento turístico.

- **Servicios de salud:** considera consulta médica; procedimiento e intervención quirúrgica ambulatoria; consulta y tratamiento odontológico; examen de imagenología y radiología; examen de laboratorio clínico; servicio de otros profesionales de la salud; servicio de hospitalización; servicios de peluquería; y servicios en centros de estética.

- **Servicios de telecomunicaciones:** agrupa a servicio de conexión internet; servicio de banda ancha móvil; servicio de pack de telecomunicaciones; servicio de telefonía móvil; y servicio de telefonía fija.

- **Servicios de transporte:** Incluye servicio de transporte aéreo; servicio de transporte en bus interurbano; servicio de transporte en taxi colectivo; servicio de transporte en taxi; servicio de transporte escolar; servicio de transporte en microbús; servicio de transfer; y servicio de transporte multimodal.

- **Servicios domésticos.**

IPC sin volátiles: Representa el 65,1% de la canasta total y reúne 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; Servicios de limpieza y reparación de vestuario; Arriendo efectivo; Materiales para la conservación y reparación de la vivienda; Servicios para la conservación y reparación de la vivienda; Servicio de retiro de basura; Otros servicios relacionados con la vivienda; Muebles para el hogar; Servicio de reparación de muebles; Textiles para el hogar; Línea blanca; Electrodomésticos; Servicios de reparación de línea blanca y electrodomésticos; Artículos y utensilios para el hogar; Herramientas; Accesorios para el hogar; Productos de limpieza para el hogar; Artículos de limpieza para el hogar; Servicios domésticos; Artefactos y artículos terapéuticos; Servicios médicos; Servicios dentales; Servicios de laboratorios de análisis médicos, de diagnóstico y radiológicos; Servicios de otros profesionales de la salud; Servicios de hospitalización; Automóvil nuevo; Automóvil usado; Motocicleta; Bicicleta; Repuestos y accesorios para el automóvil; Lubricantes y aceites para el automóvil; 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; Equipos de audio; Computadores e impresoras; Juguets y consolas de videojuego; Equipo de deportes, camping y recreación; Alimentos y accesorios para mascotas; Servicios veterinarios; Servicios prestados por recintos de recreación y deportivos; Clases deportivas y recreativas; Servicios fotográficos; Servicios de televisión; Textos escolares; Libros; Diarios; Artículos escolares; Artículos de escritorio; Servicios de educación pre - escolar y enseñanza básica; Servicios de educación de la enseñanza media; Servicios de pre universitario; Servicios de educación superior; Alimentos y bebestibles consumidos fuera del hogar; Alimentos preparados para llevar; Servicios de alojamiento; Servicios de peluquería y cuidado personal; Productos para el cuidado personal; Productos de higiene personal; Productos de belleza; Joyería y relojes; Otros artículos personales; y Otros servicios.

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, Octubre 2019).

TCM: Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2019 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, Tailandia 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 mínima efectiva: 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 mínima efectiva es de 50 pb, al ser este el 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

- Albagli, E., Fernández, A., García, B., García, M., y González, M. (2020), "El corredor de TPM: Aspectos Técnicos de la comunicación de trayectoria esperada de la tasa de política monetaria en el Banco Central de Chile", mimeo
- Altavilla, C., M. Pagano, and S. Simonelli (2017). Bank exposures and sovereign stress transmission, " Review of Finance 21, 2103-2139.
- Andrade, Philippe; Cahn, Christophe; Fraisse, Henri and Mesonnier, Jean-Stephane (2018). Can provision of liquidity help to avoid a credit crunch? Evidence from Eurosystem LTRO, Working paper.
- Arce, O., R. Gimeno, and S. Mayordomo (2017) Making room for the needy: The effects of the corporate sector purchase programme on firms credit, Working paper.
- 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.
- Barclays Capital. 2020. Global Economics Weekly. Varios números.
- Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. de Haan, y D. Jansen (2008). "Central Bank Communication and Monetary Policy: a Survey of Theory and Evidence," *Journal of Economic Literature*, 46(4): 910–945
- Bauer, Michael D., and Christopher J. Neely. 2014. "International Channels of the Fed's Unconventional Monetary Policy." *Journal of International Money and Finance* 44: 24–46.
- Beirne, John, Lars Dalitz, Jacob Ejsing, Magdalena Grothe, Simone Manganelli, Fernando Monar, Benjamin Sahel, Matjaz Susec, Jens Tapking and Tana Vong (2011) The Impact of the Eurosystem Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets, Occasional Paper Series ECB
- Cahn, Christophe; Duquerroy, Anne and Mullins, William (2019). Unconventional Monetary Policy and Bank Lending Relationships, Working paper.
- Campbell, Sean, Daniel Covitz, William Nelson and Karen Pence (2011). Securitization markets and central banking: An evaluation of the term asset-backed securities loan facility, *Journal Monetary Economics*.
- Carlomagno, G. y A. Sansone. 2019. "Marco metodológico para el análisis de la inflación subyacente". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Carpinelli, Luisa and Crosignani, Matteo (2018). The Effect of Central Bank Liquidity Injections on Bank Credit Supply, Working paper.
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Crosignani, M. Faria-e-Castro, and L. Fonseca (2019). The (unintended?) consequences of the largest liquidity injection ever, " *Journal of Monetary Economics*, forthcoming.
- CRU. 2020. Copper Market Outlook. Varios números.

- D'Amico, Stefania, and Thomas B. King. 2013. "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply." *Journal of Financial Economics* 108(2): 425–48.
- Daetz, Stine, Marti G. Subrahmanyam, Dragon Yongjun Tang, and Sarah Qian Wang (2019). Can Central Banks Boost Corporate Investment? Evidence from the ECB Liquidity Injections, Working paper.
- Deutsche Bank. 2020. Macro Forecast Weekly Update. Varios números
- Duygan-Bump, Burcu, Patrick M. Parkinson, Eric S. Rosengren (2019) How Effective Were the Federal Reserve Emergency Liquidity Facilities? Evidence from the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, Federal Reserve Bank of Boston Working paper 2010.
- Ehlers, Torsten. 2012. "The Effectiveness of the Federal Reserve's Maturity Extension Program Operation Twist 2: The Portfolio Rebalancing Channel and Public Debt Management." In *BIS Papers*, no. 65, *Threat of Fiscal Dominance?* pp. 245–256. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65.pdf>.
- Ertan, A., A. Kleymenova, and M. Tuijn (2018). Financial intermediation through financial disintermediation: Evidence from the ECB corporate sector purchase programme, Working Paper.
- Eser, F., and B. Schwaab (2016.) Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB's securities markets programme," *Journal of Financial Economics* 119, 147-167.
- Ferguson, N.M., Laydon, D., Nedjati-Gilani, G., Imai, N., Ainslie, K., Baguelin, M., Bhatia, S., Boonyasiri, A., Cucunubá, Z., Cuomo-Dannenburg, G. and Dighe, A., 2020. Impact of non-pharmaceutical interventions (NPIs) to reduce COVID-19 mortality and healthcare demand. London: Imperial College COVID-19 Response Team, March, 16.
- Foley-Fisher, Nathan, Rodney Ramcharan, and Edison Yu. 2016. "The Impact of Unconventional Monetary Policy on Firm Financing Constraints: Evidence from the Maturity Extension Program." *Journal of Financial Economics* 122(2): 409–429.
- Fondo Monetario Internacional. 2019. *World Economic Outlook*. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2020a. *World Economic Outlook Update*. Enero.
- Fondo Monetario Internacional. 2020b. *Global Financial Stability Report* Marzo
- Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache, and Brian Sack (2011) The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases. *International Journal of Central Banking*.
- Galema, Rients and Lugo, Stefano (2019) When central banks buy corporate bonds: Target selection and impact of the European Corporate Sector Purchase Program. Working paper.
- Garcia-Posada, M., and M. Marchetti, 2016, "The bank lending channel of unconventional monetary policy: The impact of the VLTROs on credit supply in Spain," *Economic Modelling* 58, 427-441.
- Grosse-Rueschkamp, B., S. Steffen, and D. Streitz (2019) A capital structure channel of monetary policy. *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Hamilton, James D., and Jing Cynthia Wu. 2012. "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment." *Journal of Money, Credit and Banking* 44(s1): 3–46.
- Ihrig, Jane E., Ellen E. Meade, and Gretchen C. Weinbach. 2015. "Rewriting Monetary Policy 101: What's the Fed's Preferred Post-Crisis Approach to Raising Interest Rates?" *Journal of Economic Perspectives* 29(4): 177–98.
- Instituto de Finanzas Internacionales. 2020. COVID-19 infects corporate debt markets, *Weekly Insight*. Marzo.

- 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.
- JP Morgan Chase. 2020. Global Data Watch. Varios números.
- Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen (2011). The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates, *Brookings Papers on Economic Activity* (Fall): 3–43. Washington: Brookings Institution.
- Krishnamurthy, Arvind, Stefan Nagel, and Annette Vissing-Jorgensen. 2018. "ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels." *Review of Finance* 22(1): 1–44.
- Luck, Stephan, and Tom Zimmerman. 2017. "Employment Effects of Unconventional Monetary Policy: Evidence from QE." Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3002047>.
- Markmann, Holger & Zietz, Joachim, 2017. "Determining the effectiveness of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programs on secondary markets," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 66(C), pages 314-327
- Marcel, M., Medel, C., Mena, J. 2017. Determinantes de la inflación de Servicios en Chile, Documento de Trabajo N°803. Junio.
- Markmann, Holger & Zietz, Joachim, 2017. "Determining the effectiveness of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programs on secondary markets," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Elsevier, vol. 66(C), pages 314-327.
- Michael Ehrmann & Marcel Fratzscher, 2009. "Purdah-On the Rationale for Central Bank Silence around Policy Meetings," *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, vol. 41(2-3), pages 517-528, March
- OCDE. 2020. Coronavirus: The world economy at risk. Interim Economic Assessment Marzo.
- Rodnyansky, Alexander, and Olivier M. Darmouni. 2017. "The Effects of Quantitative Easing on Bank Lending Behavior." *Review of Financial Studies* 30(11): 3858–87.
- Wu, Cynthia and Fan Xiao (2016) Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound. *Journal of Money Credit and Banking*.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales

MARZO 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.º 17.336 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.

