INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Junio 2020

Pablo García S.

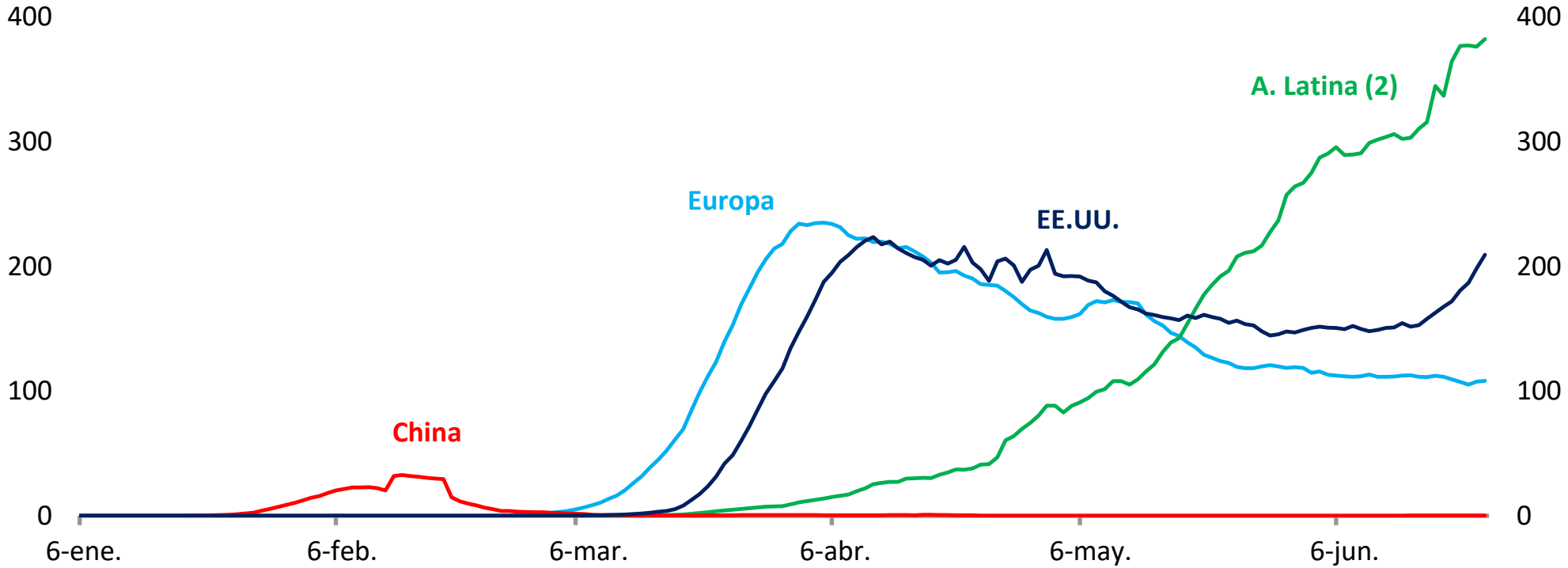
Consejero

Facultad de Economía y Empresas Universidad Diego Portales, 26 de junio de 2020

El Covid-19 ha ido propagándose rápidamente alrededor del mundo, trasladando el foco de los contagios y la estrictez de las acciones de contención obligatorias y voluntarias entre continentes…

Casos nuevos semanales confirmados de Covid-19 (1)

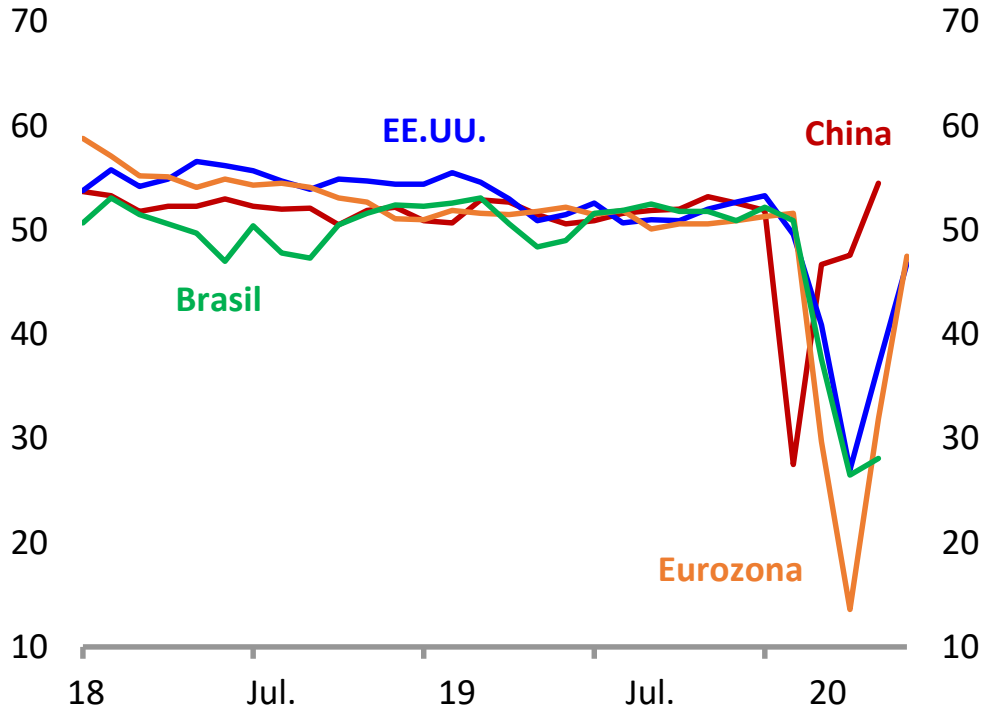
(en miles)



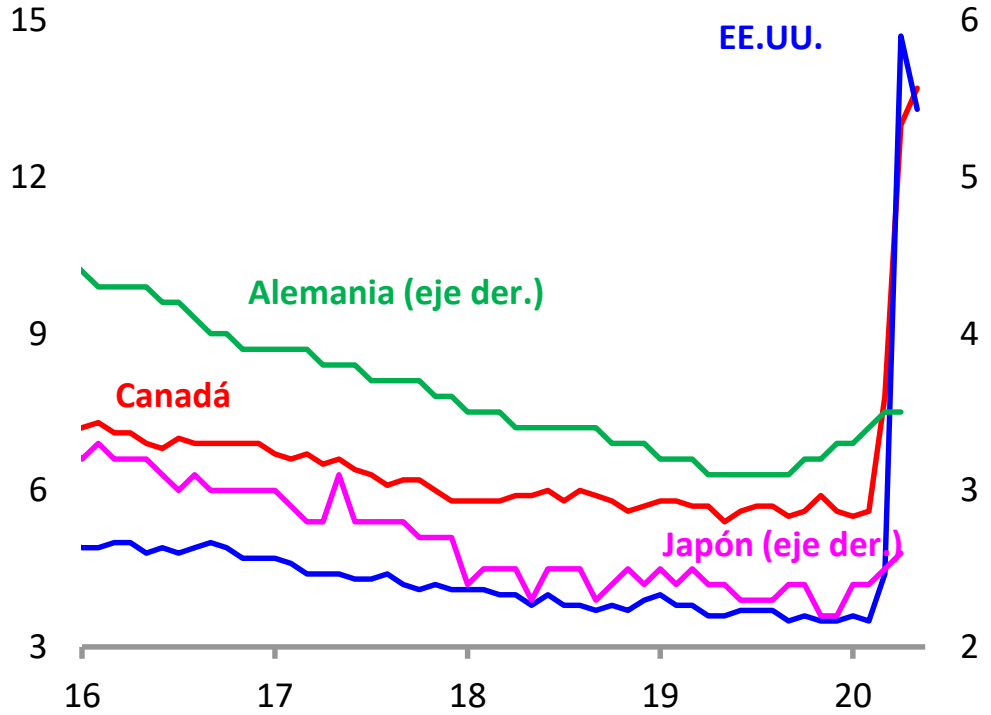
(1) Para cada fecha corresponde al cambio de los casos confirmados en los siete días anteriores. (2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y México. Fuente: European Centre for Disease Prevention and Control (ECDC).

Su impacto inmediato ha sido severo, su prolongación mayor a la esperada y sus repercusiones de largo plazo aún inciertas. Todo esto ha hecho que el deterioro de la actividad y el empleo supere las peores previsiones de hace solo unos meses…

PMI compuesto (*)
(índice)



Tasa de desempleo en economías desarrolladas
(porcentaje)



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

Fuente: Bloomberg.

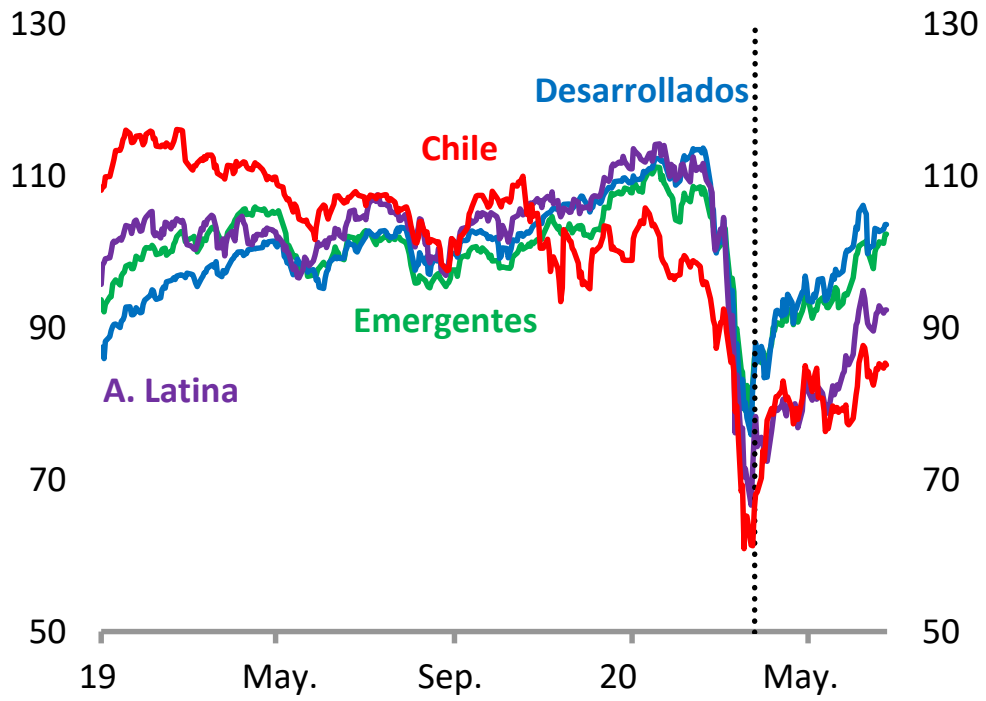
Más allá de los vaivenes recientes, el mejor tono en los mercados financieros globales ha respondido principalmente al esfuerzo significativo y coordinado de las autoridades monetarias y fiscales a nivel mundial…

Tasa de política monetaria global (1)

(porcentaje)

Mercados bursátiles (2) (3)

(índice 2019-2020 = 100)

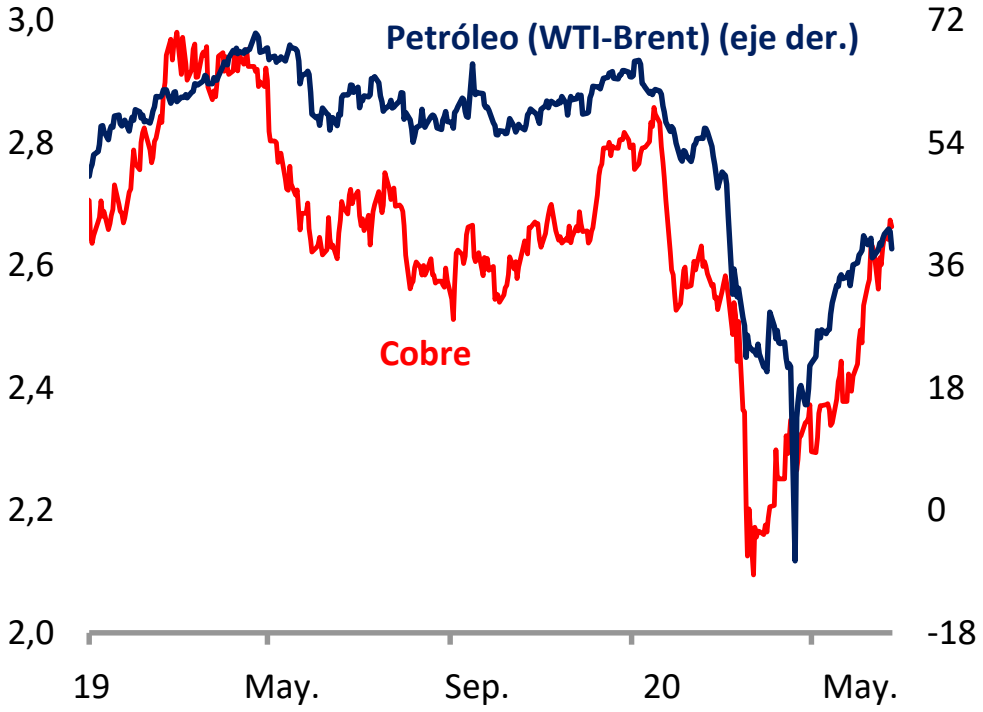


(1) Tasas ponderadas por PIB a PPP de cada país. (2) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile se utiliza el IPSA. (3) Línea vertical punteada indica el cierre estadístico del IPoM de marzo de 2020.
Fuentes: Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

Los precios del petróleo y del cobre han repuntado desde el IPoM de marzo, en respuesta a factores de oferta y de demanda. En un contexto en que recientemente algunos indicadores de expectativas se han estabilizado o, incluso, han comenzado a rebotar…

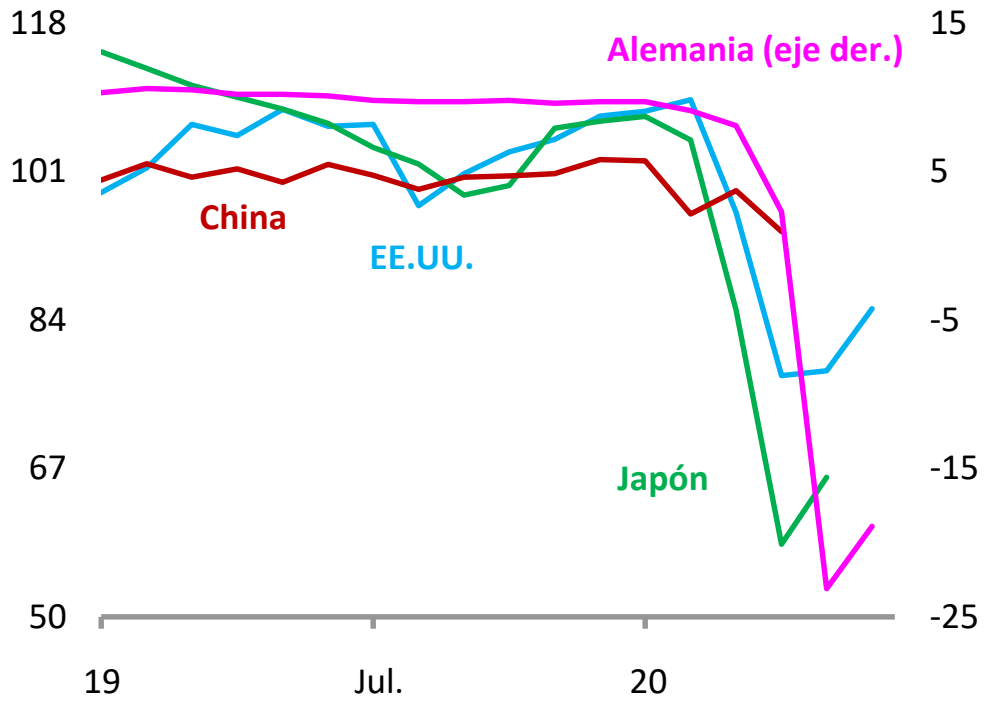
Precios de materias primas

(dólares la libra; dólares el barril)



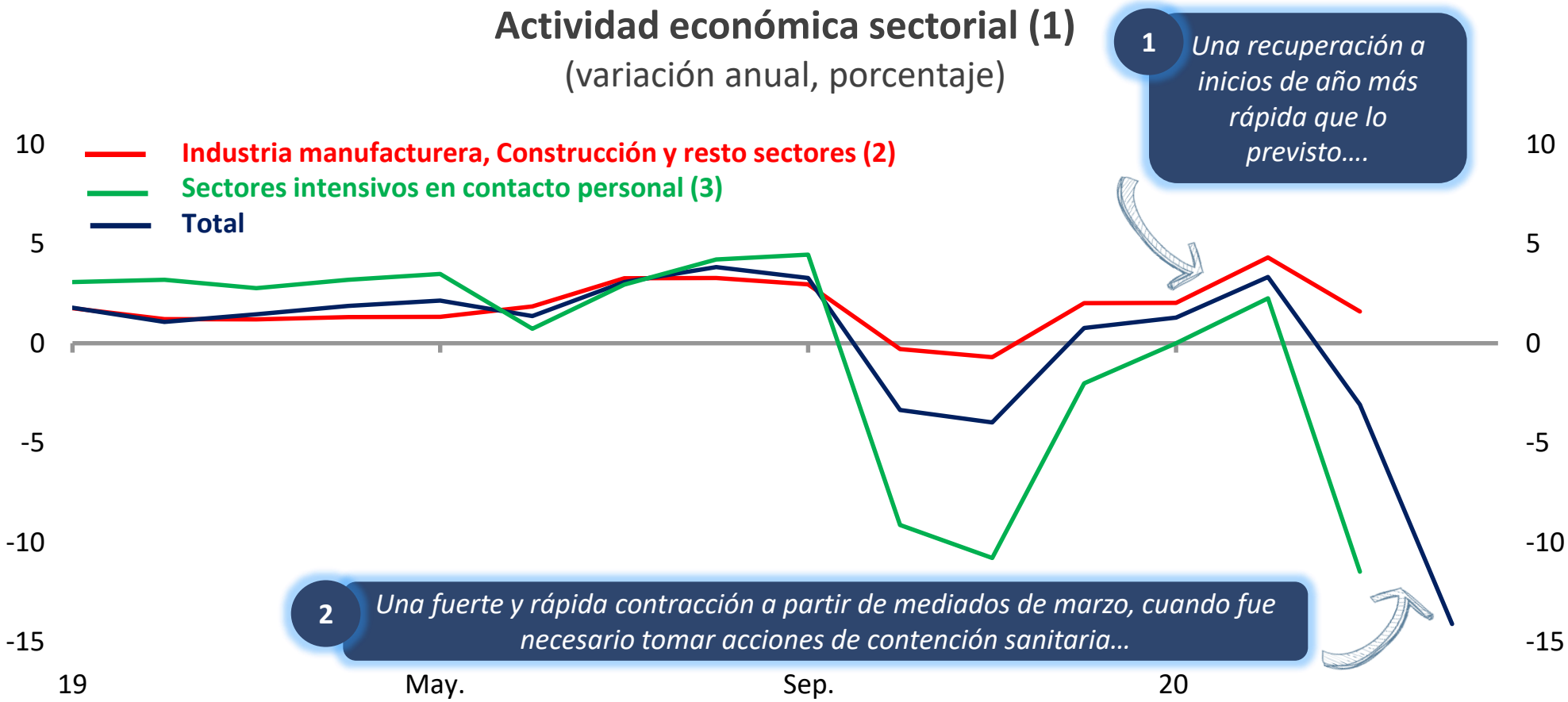
Confianza de consumidores (*)

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



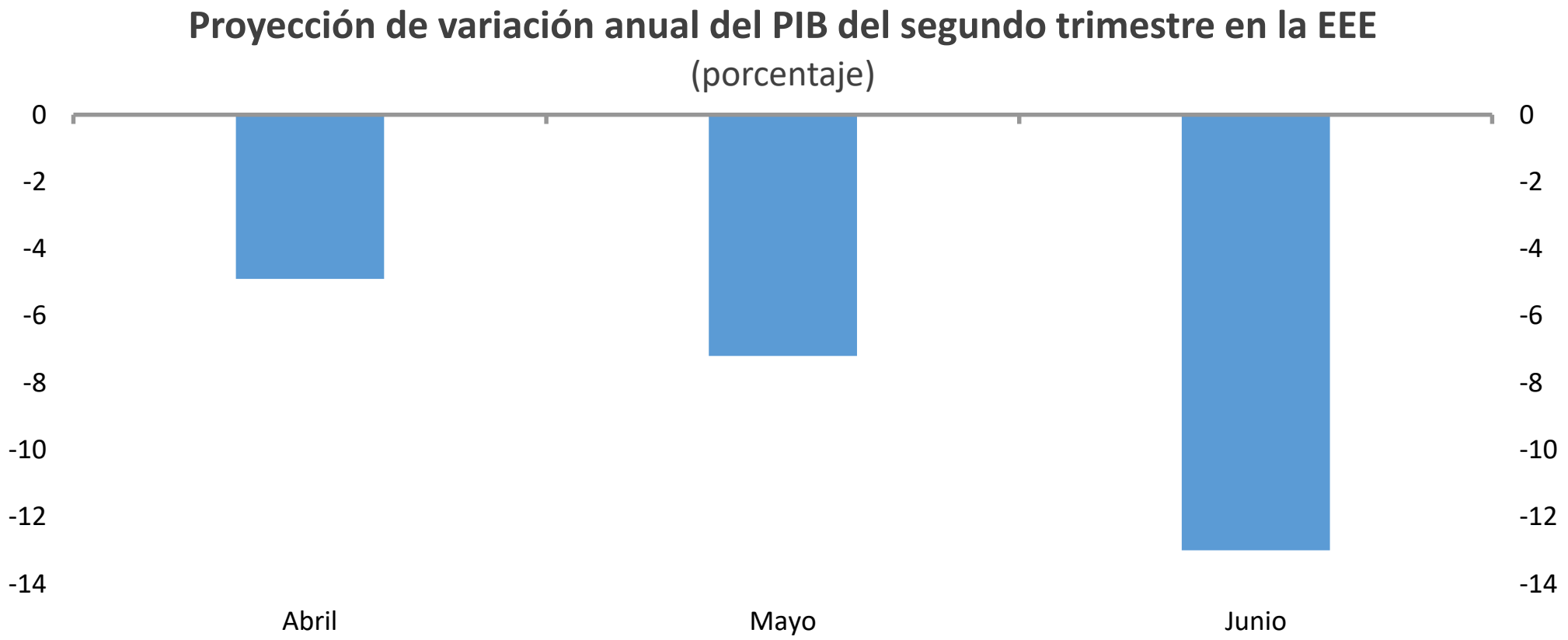
(*) Para EE.UU. corresponde al índice de la Universidad de Michigan, para China el de su Oficina Nacional de Estadísticas, para Japón el de la Oficina del Gabinete y para Alemania el del grupo GfK. Fuente: Bloomberg.

En Chile, los datos de actividad del primer cuatrimestre dieron cuenta de dos fenómenos…



(1) Para cada mes corresponde al promedio ponderado de la variación anual entre los respectivos sectores. Para ponderar se ocupa la participación de cada rubro en el PIB del 2019. (2) Resto de los sectores considera Electricidad, gas, agua y gestión de desechos, Pesca, Minería, Agropecuario-Silvícola, Comunicaciones y servicios de información, Servicios Financieros, Servicios Empresariales y Servicios de Vivienda e inmobiliarios. (3) Considera Comercio, Restaurantes y hoteles, Transporte y Servicios personales. Fuente: Banco Central de Chile.

…Destacan las cuarentenas en gran parte de la Región Metropolitana y en parte importante de la de Valparaíso, no consideradas en el IPoM de marzo, las que afectarán de forma importante el crecimiento de mayo y junio…

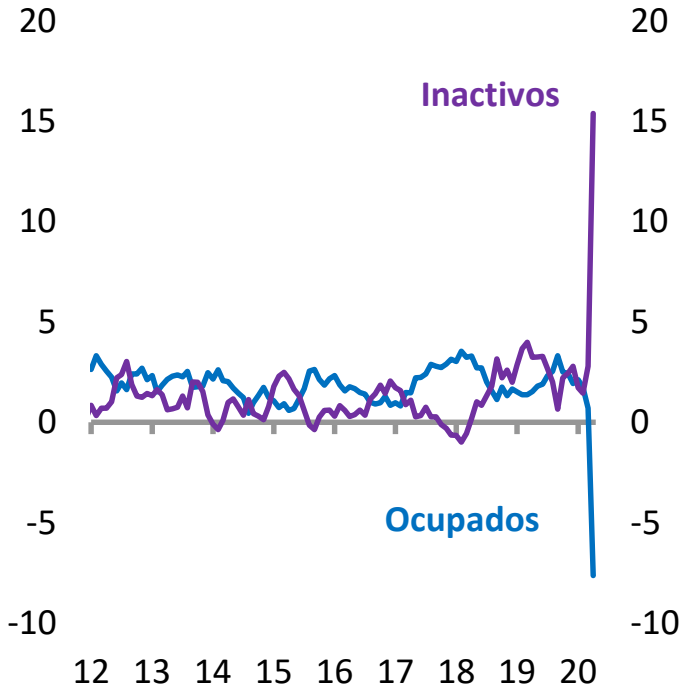


Fuente: Banco Central de Chile.

El fuerte impacto en el mercado laboral se ha notado en la pérdida de empleos (transitoriamente en algunos casos), en especial de trabajos por cuenta propia, en caídas de los salarios y en la disminución de las jornadas laborales…

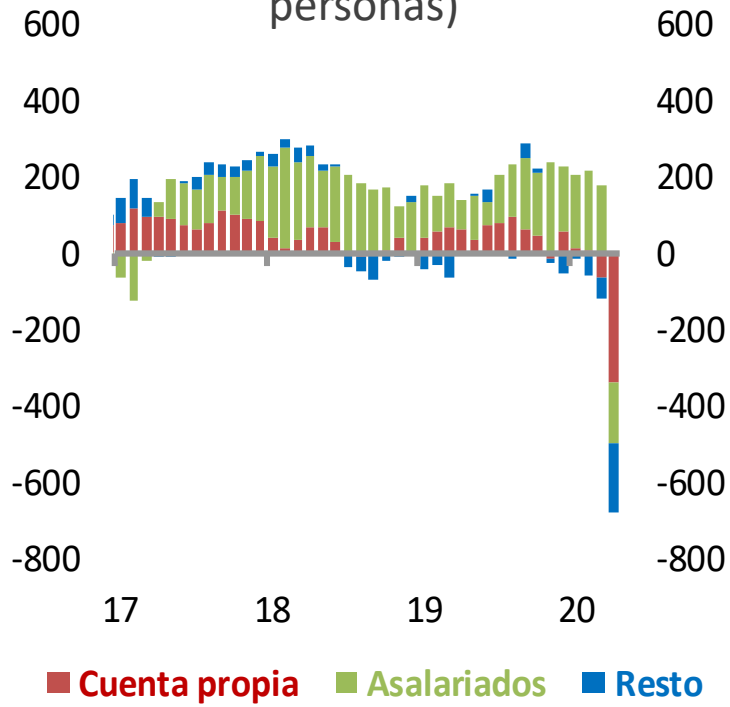
Ocupación e Inactividad

(variación anual, porcentaje)



Empleo por categoría ocupacional

(diferencia anual, miles de personas)



HORAS EFECTIVAMENTE TRABAJADAS TOTALES

34,5 hrs.

(menor nivel histórico)

SALARIOS REALES

ICMO: -1,2% anual

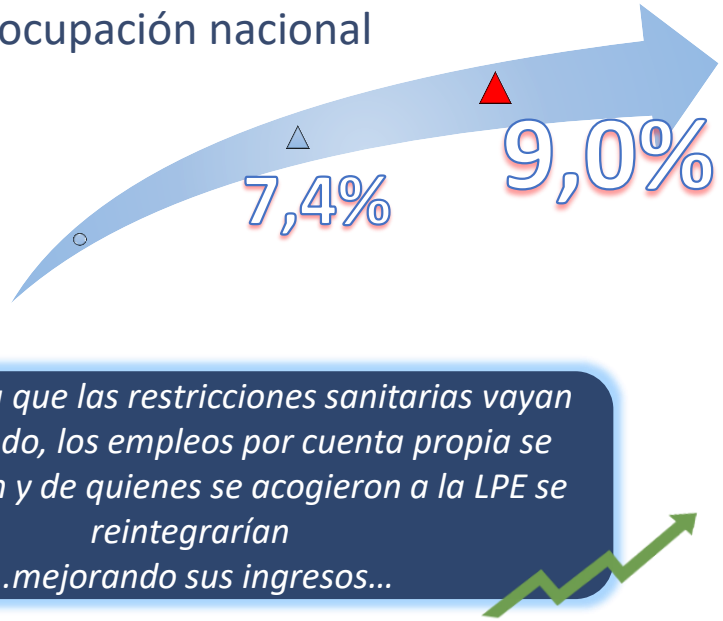
IR: -0,8% anual

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

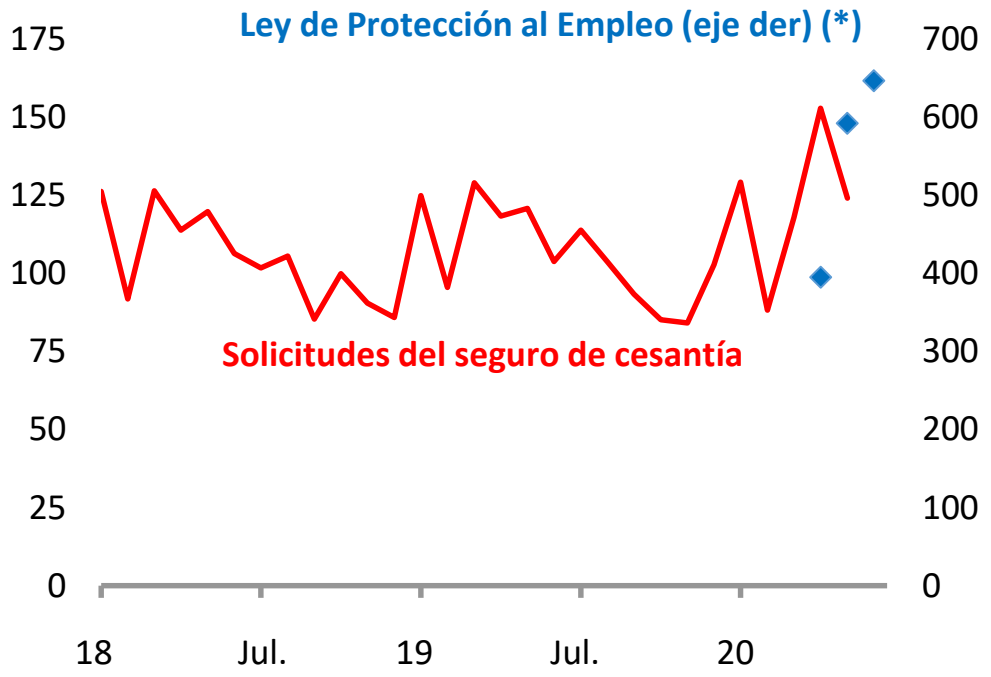
Sin embargo, la Ley de Protección del Empleo (LPE) ha permitido que un número importante de personas accedan a sus fondos del seguro de cesantía y mantengan su vínculo laboral…

	TRIMESTRE MÓVIL NOV.19-ENE.20	TRIMESTRE MÓVIL FEB-ABR.20
Tasa de desocupación nacional	7,4%	9,0%

En la medida que las restricciones sanitarias vayan disminuyendo, los empleos por cuenta propia se recuperarían y de quienes se acogieron a la LPE se reintegrarían
…mejorando sus ingresos…



Mercado laboral: fuentes administrativas
(miles)

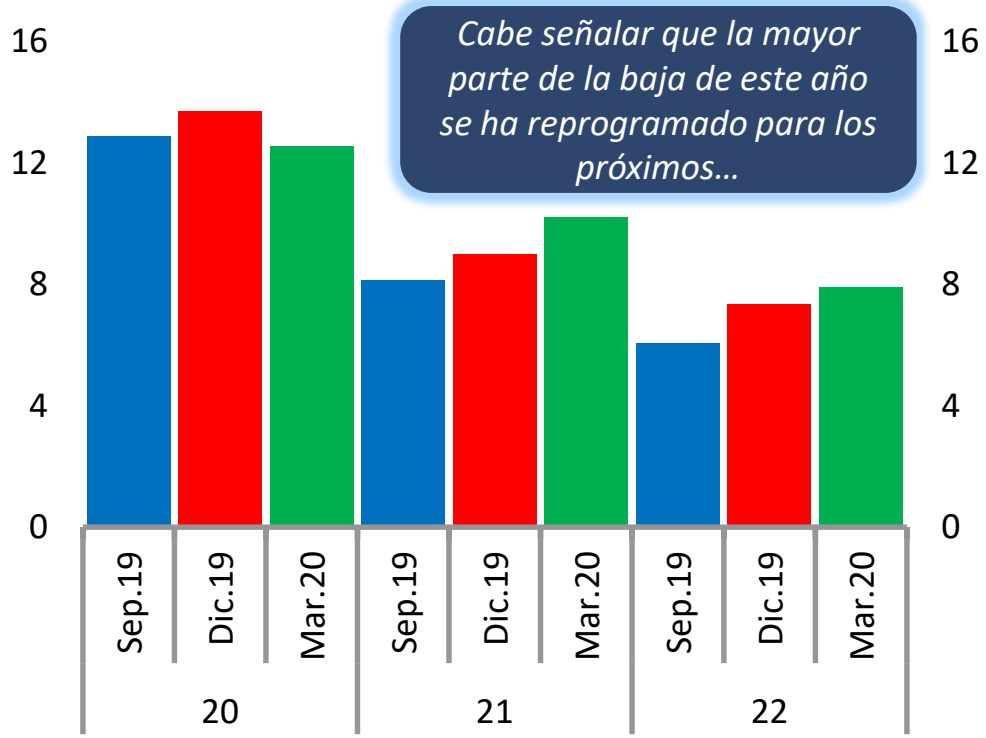


(*) Solicitudes aprobadas acumuladas. Para el mes de junio de 2020, incluye información hasta el día 21.
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

La inversión también ha disminuido principalmente por la elevada incertidumbre, las mayores necesidades de caja y la percepción de menor demanda…

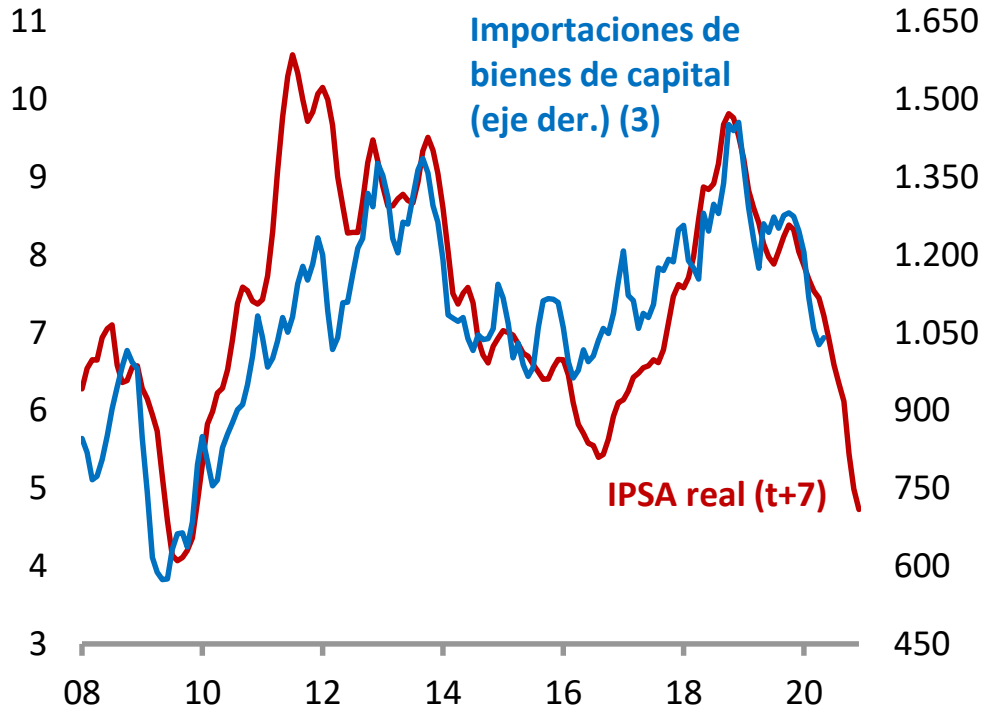
Inversión total CBC

(miles de millones de dólares)



Importaciones de bienes de capital e IPSA (1) (2)

(miles de US$ del 2013; millones de US$ del 2013)



(1) Promedios móviles trimestrales. (2) Series deflactadas por el índice de precios de las exportaciones de bienes de capital, base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 utilizando variaciones anuales. Para el dato de abril y mayo de 2020, se asume el mismo valor del primer trimestre de ese año. (3) Excluye otros vehículos de transporte. Fuentes: Banco Central de Chile, CBC y Bloomberg.

En este contexto, la inflación bajó hasta 2,8% anual en mayo (cerca de 4% hace unos meses), afectado por la caída de los precios de los combustibles. En tanto, los alimentos subieron...

Cambio en el precio de los alimentos y los combustibles desde el último IPoM (entre febrero y mayo de 2020)

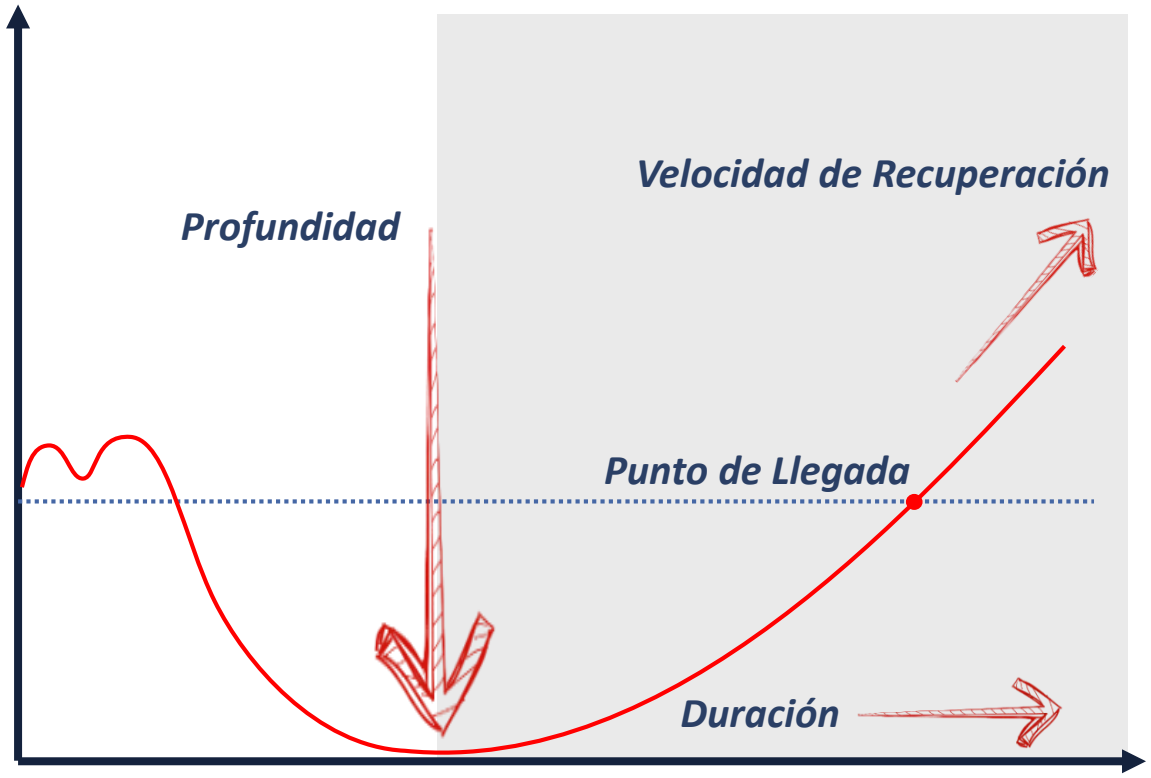
Alimentos no volátiles (1)	+1,3%
Frutas y verduras volátiles (2)	+3,3%
Combustibles	-5,5%

…En los alimentos se conjugan factores como la sequía, problemas logísticos derivados de las restricciones de movimiento y la mayor demanda por algunos productos básicos…

(1) Su participación en la canasta del IPC total es de 9,2%. (2) Su participación en la canasta del IPC total es de 3,4%.

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

Múltiples factores incidirán en cómo evolucione la economía en los trimestres que vienen…



Profundidad
Depende de medidas de control sanitario; es proporcional a su estrictez, la cobertura geográfica y el peso de sectores más afectados.

Duración
Depende del tiempo de aplicación de las medidas de control, que mientras más se prolonguen aumentan su impacto negativo.

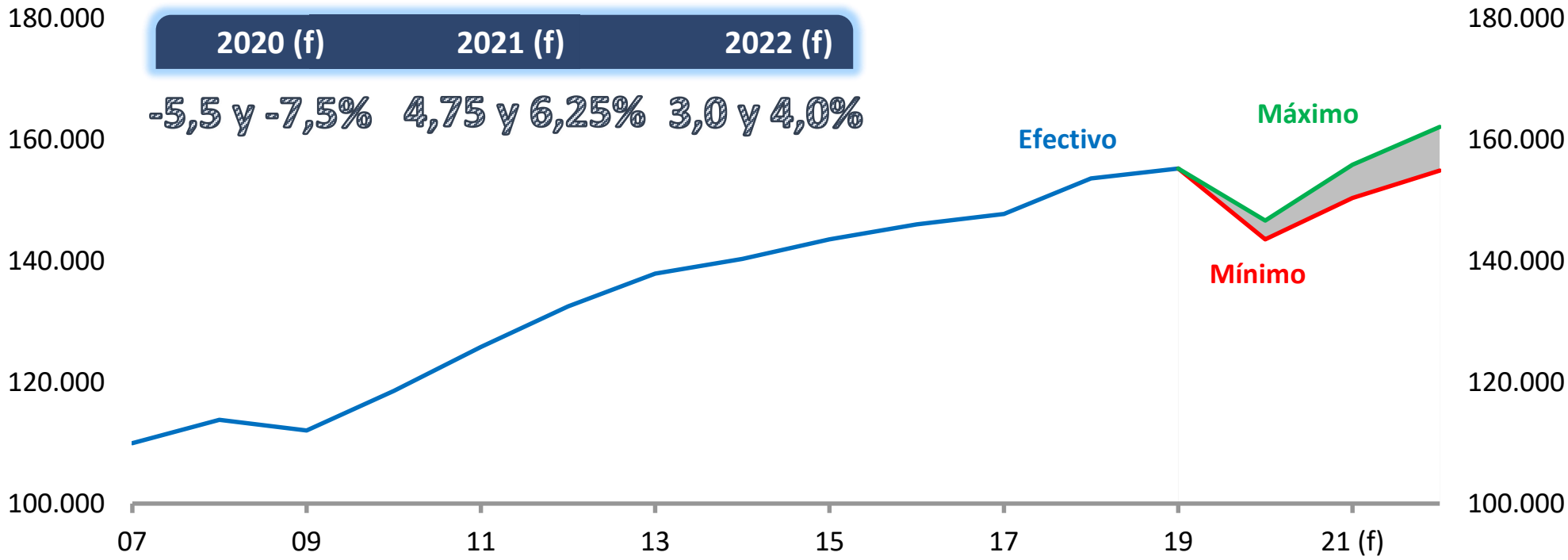
Velocidad de Recuperación = Pendiente
Depende de velocidad de retiro de las medidas y capacidad de las empresas de reanudar sus actividades.

Punto de llegada
Depende de cambios permanentes en comportamiento de las personas y actividades económicas.

Si bien la economía comenzará a recuperarse, se prevé que solo hacia mediados del 2022 iguale los niveles de actividad del tercer trimestre de 2019…

PIB real

(miles de millones de pesos, volumen a precios del año anterior encadenado)



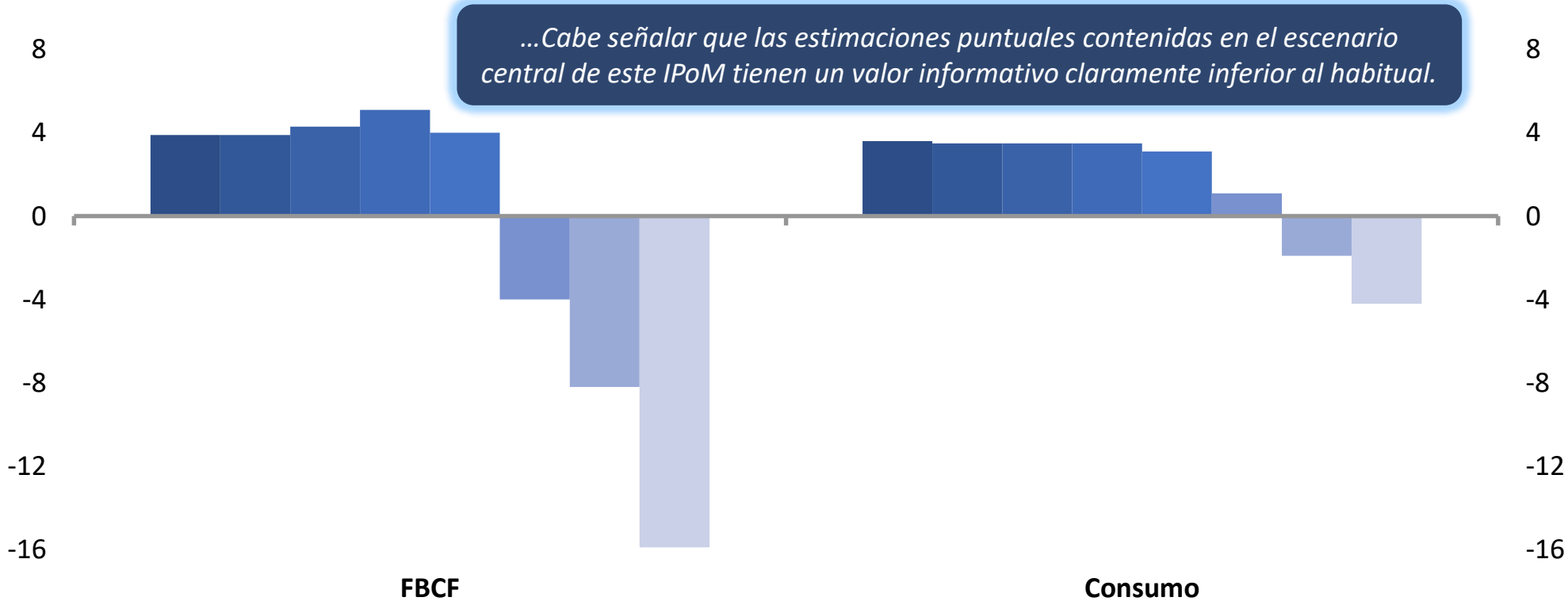
(f) Proyección. Considera los rangos de crecimiento contenidos en este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

Con esto, en el escenario central se prevé que el consumo y la inversión se contraerán cerca de 4 y 15% este año…

Proyección de componentes de la demanda interna para el 2020 en los últimos IPoM (*)

(variación anual, porcentaje)



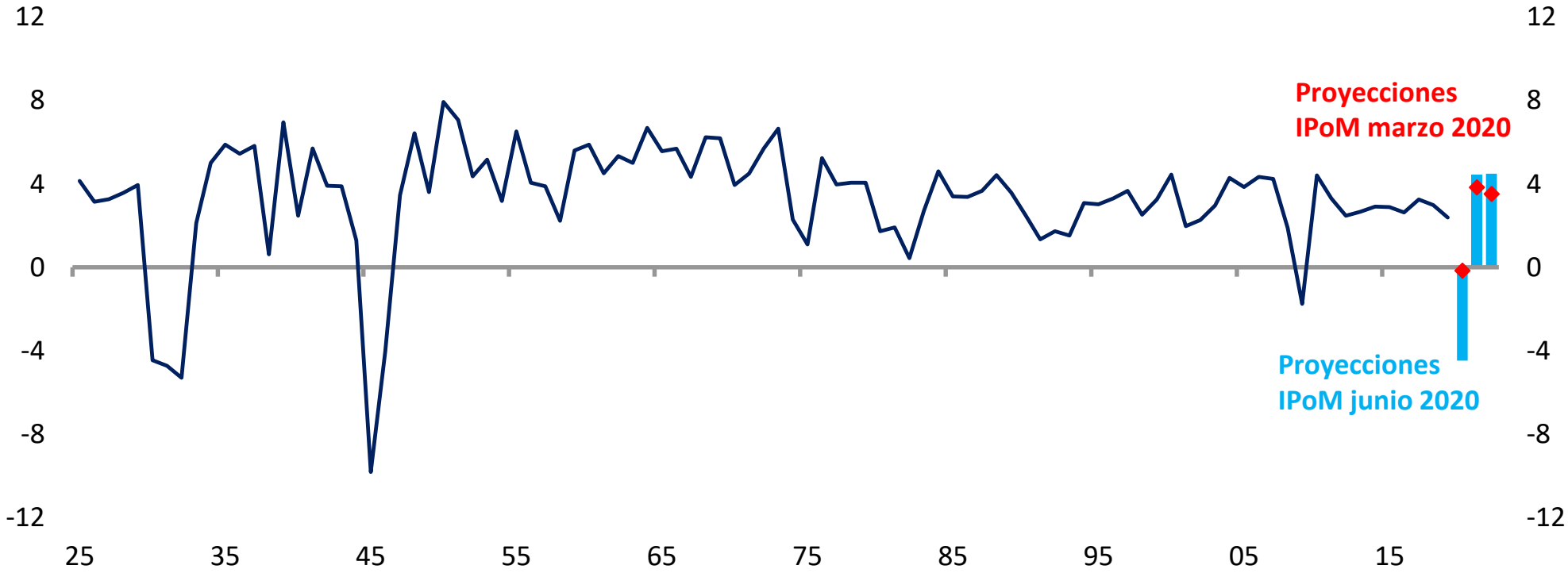
(*) Evolución de la proyección desde el IPoM de septiembre del 2018 al de junio del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario central contempla una contracción más profunda del crecimiento mundial en 2020 respecto del último IPoM, previéndose la caída más grande de los últimos 75 años. En tanto, se proyecta su repunte en 2021 y 2022…

Crecimiento del PIB mundial (*)

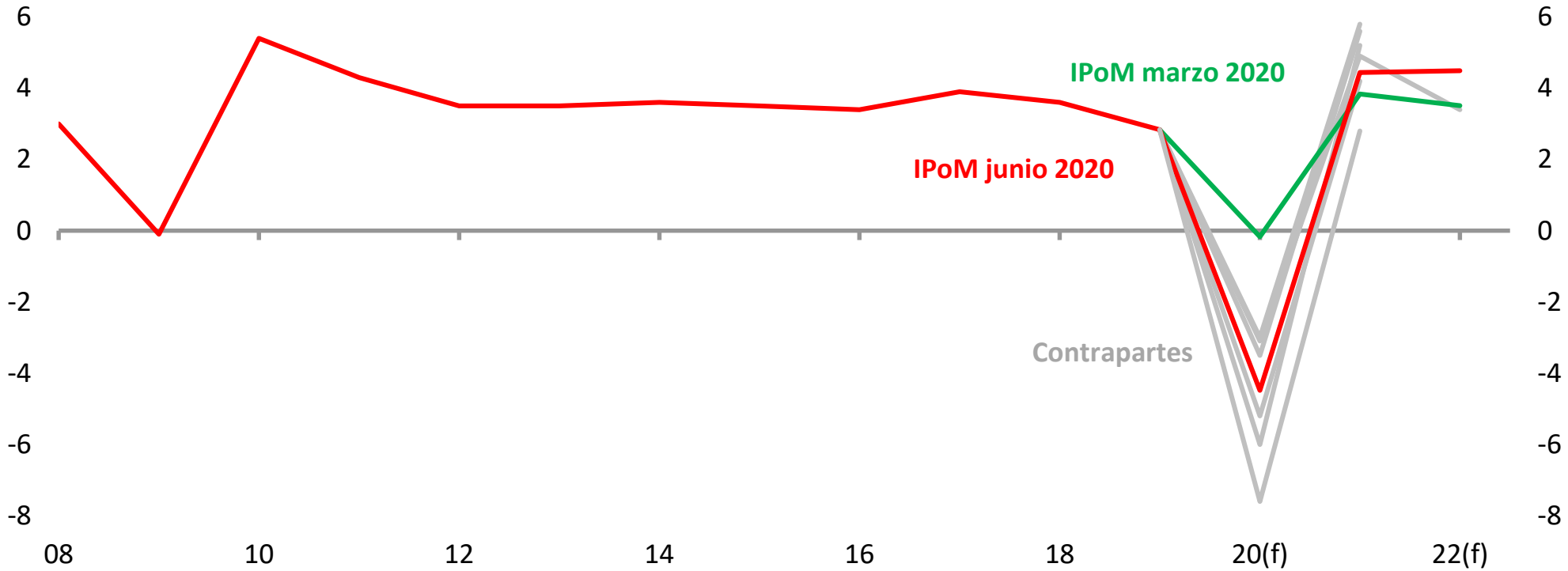
(variación real anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Mundial, Bolt *et al.* (2018) y Kose, Sugawara, and Terrones (2019, 2020).

La incertidumbre es significativa, lo que también se manifiesta en la dispersión de las proyecciones de las contrapartes…

Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)



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

Los bancos centrales y los gobiernos a nivel mundial han articulado respuestas inéditas para enfrentar este escenario. En nuestro país, el Gobierno ha anunciado…

Ministerio de Hacienda
Gobierno de Chile

MEDIDAS

1

Plan Económico de Emergencia:

- *Proteger el empleo y los ingresos laborales*
- *Medidas tributarias y de liquidez (con anuncios adicionales para PYME)*
  - *Resalta línea Covid-19 con garantía FOGAPE*
- *Subsidios y transferencias adicionales para apoyar a las familias más vulnerables*

2

Plan de Emergencia por la Protección de Ingresos de la Familias y la reactivación Económica y del Empleo

- *Reforzar transferencias a sectores más vulnerables*
- *Reforzar la Ley de Protección al Empleo y al Seguro de Cesantía*
- *Medida de apoyo a trabajadores independientes formales*
- *Plan de apoyo para la reactivación económica, mediante el fomento del empleo y la inversión (segunda etapa)*

BANCO CENTRAL DE CHILE

CMF
COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO

…El importante estimulo fiscal se complementa con el actuar coordinado del BCCh y la CMF…

…Y el Consejo del Banco Central ha implementado una serie de medidas para proveer más liquidez y cuidar la estabilidad financiera del país…

Medidas adoptadas por el Banco Central de Chile:

1 Inyección de liquidez y mercado cambiario

- *Programas REPO y FX Swap*
- *Programa de venta de divisas*
- *Modificación de normas de encaje monetario.*

2 Política monetaria convencional

- *Reducción de TPM a mínimo técnico*

3 Medidas no convencionales

- *Líneas de bajo costo a bancos por hasta US$40.000 millones (FCIC y FCIC2), para que financien a hogares y empresas, especialmente a PYME.*
- *Programas de compras de activos financieros*

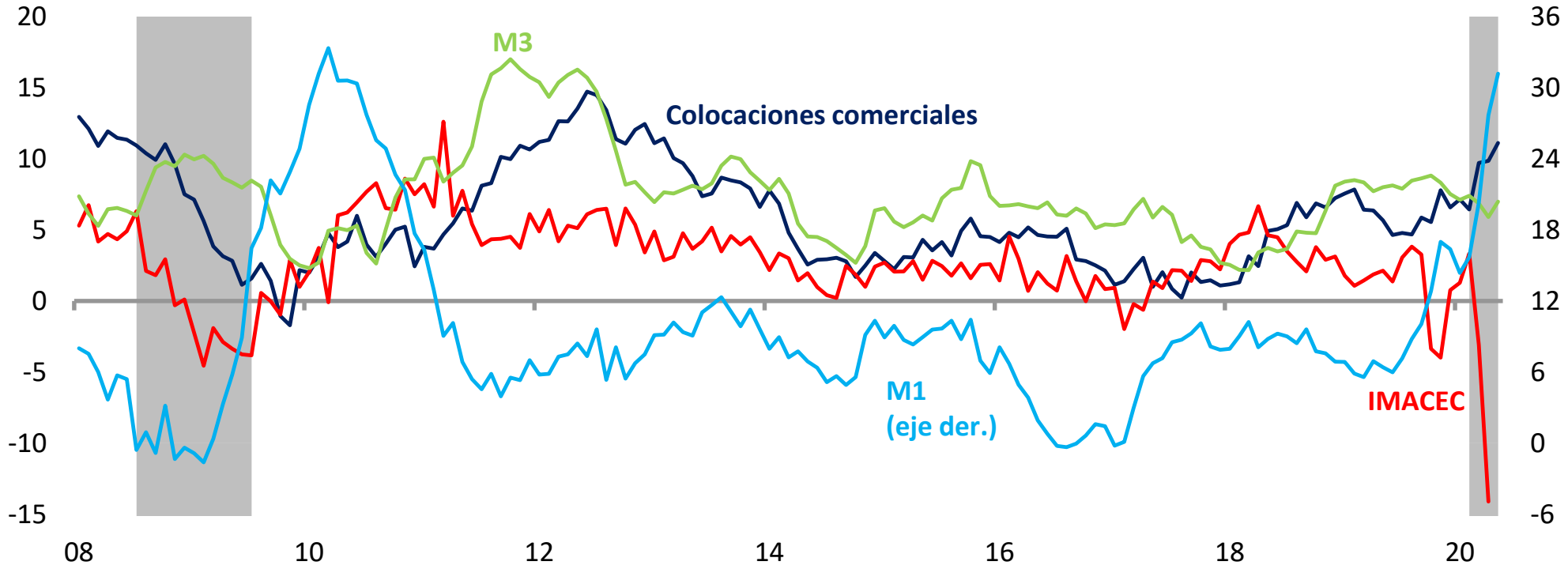
4 Mantención del flujo de efectivo

- *Operación normal del flujo de circulante, siguiendo las recomendaciones de la OMS.*

El conjunto de medidas que se ha adoptado ha permitido que el crédito aumente, a diferencia de períodos anteriores de contracción de la actividad…

IMACEC, agregados monetarios y colocaciones comerciales reales

(variación anual, porcentaje)

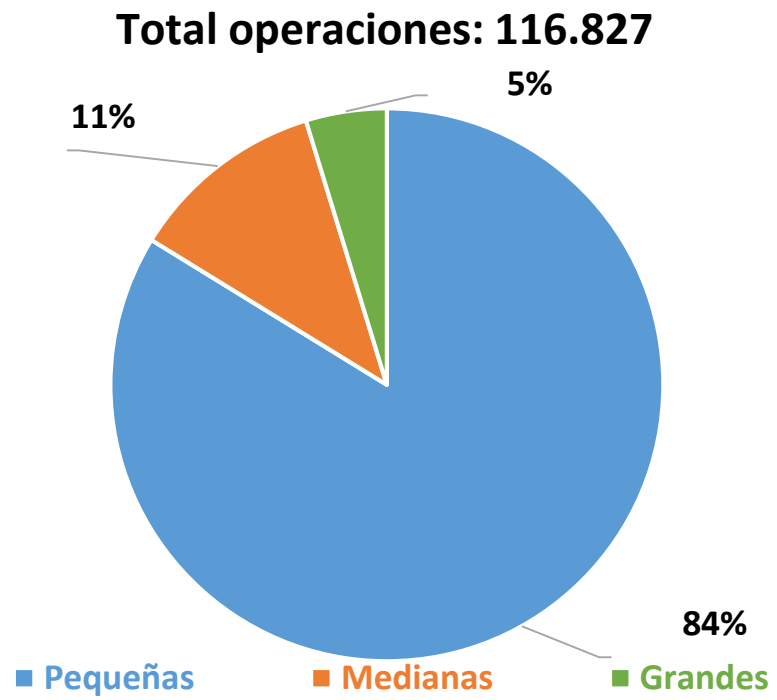


Fuente: Banco Central de Chile.

Además, una parte significativa de los créditos Covid ha ido a empresas pequeñas y medianas; y se ha generado un volumen importante de reprogramaciones…

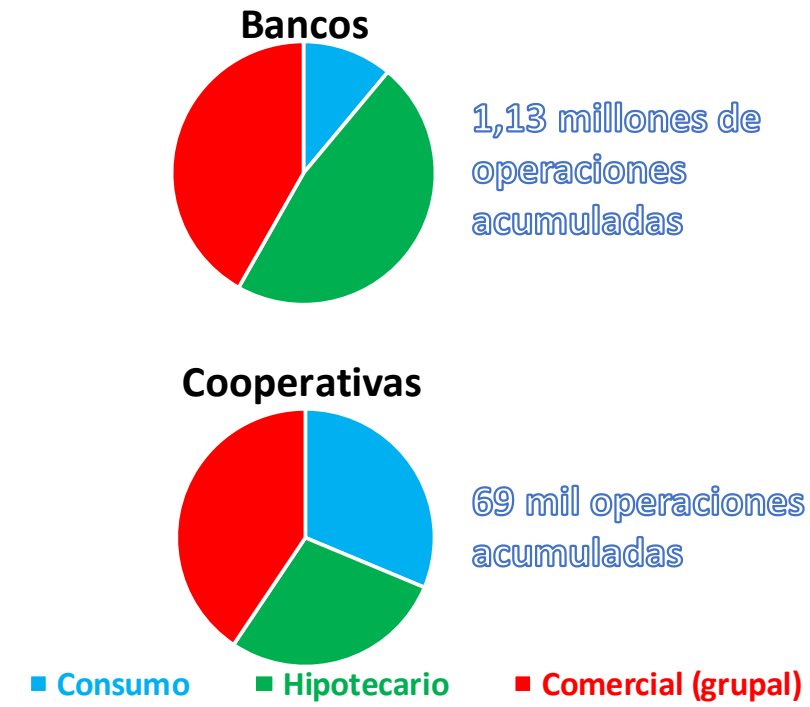
Créditos Covid-FOGAPE (1)

(porcentaje del total de operaciones)



Reprogramaciones (2)

(porcentaje del total de reprogramaciones)



(1) Al cierre del 22 de junio de 2020. (2) Acumuladas al 12 de junio de 2020. Fuente: Comisión para el Mercado Financiero.

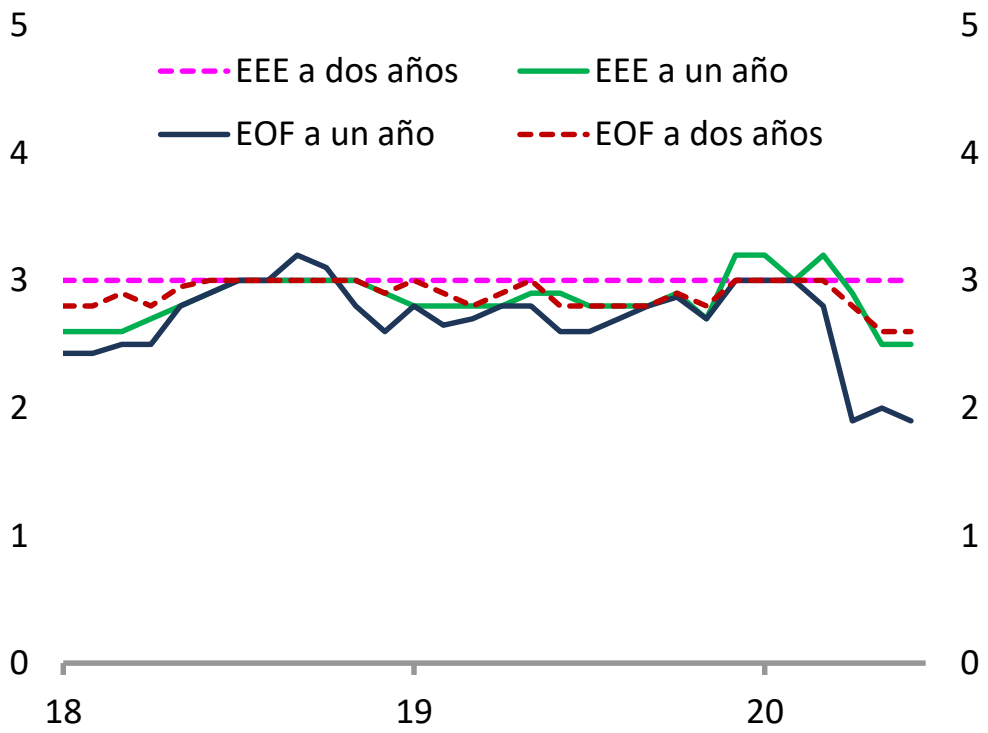
Las presiones inflacionarias se han reducido significativamente, por el abrupto aumento de la brecha de actividad y la apreciación del peso…

Proyección de inflación IPC (1) (2)

(variación anual, porcentaje)

Expectativas de inflación según encuestas (3)

(variación anual, porcentaje)

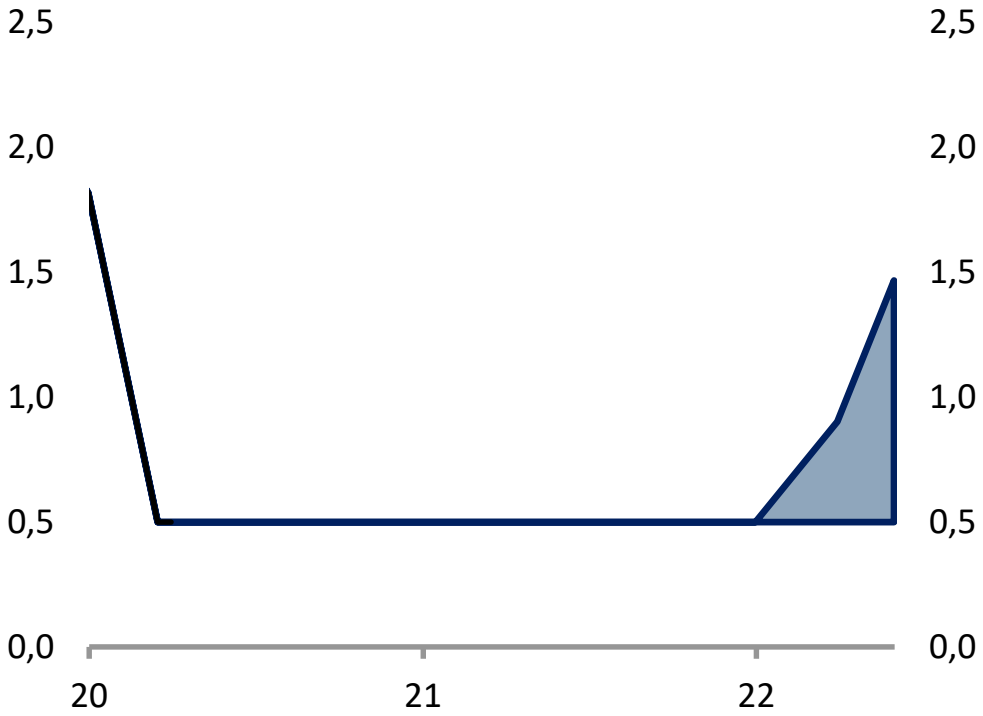


(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2020, corresponde a la proyección. (3) En el caso de la EOF, considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la publicada el 11/06/2020. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Ante este escenario, en su Reunión de junio el Consejo intensificó el impulso monetario, comprometiéndose a mantenerlo por un largo período de tiempo e incrementarlo si ello es necesario para cumplir con sus objetivos de control inflacionario y mantención de la estabilidad de precios…

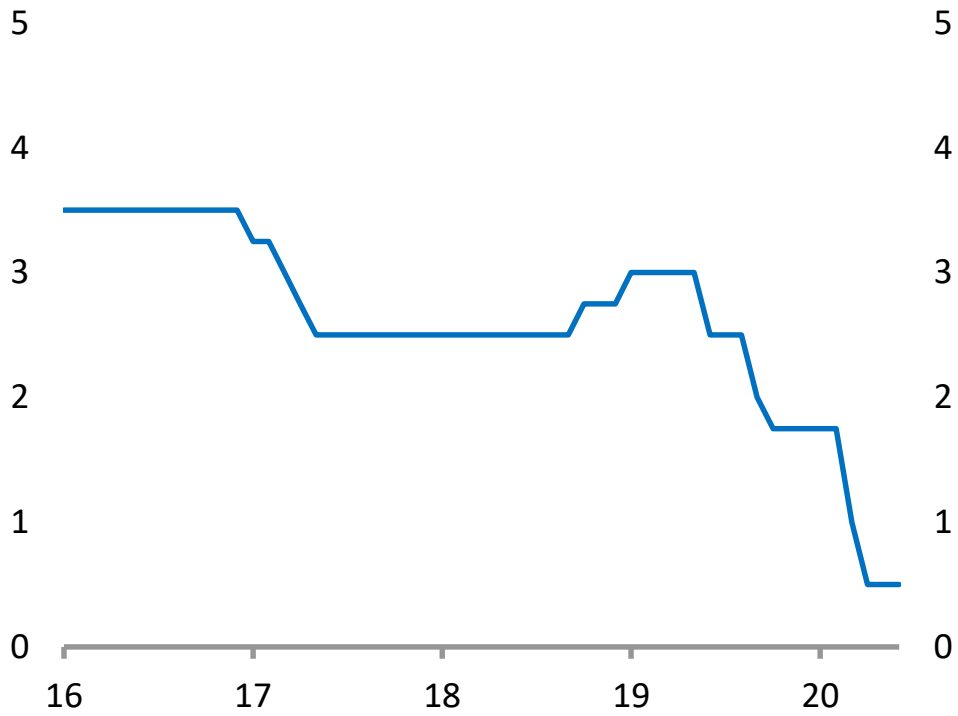
Corredor de TPM (*)

(porcentaje)



TPM nominal

(porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1, IPoM marzo 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

Además, en vista de la importancia del flujo de crédito y la positiva respuesta del crédito bancario a la FCIC1, el Consejo decidió implementar un segundo programa (o FCIC2)…

- *Por un monto de US$16 mil millones.*
- *Límite de US$4 mil millones por banco.*
- *Bancos podrán ingresar una vez hayan ocupado la FCIC1.*

- *Disponible por ocho meses a contar del 1 de julio.*

- *El programa considera el fortalecimiento de los incentivos al crédito para PyMEs, así como a oferentes de crédito no bancarios.*

- *Ambas facilidades son un buen complemento al programa de créditos Covid-19 y a las garantías estatales (FOGAPE y FOGAIN).*

Además, se anunció un programa especial de compra de activos por hasta US$8.000 millones, que será destinado para la compra de activos elegibles para el Banco. Primer mes US$1500 bonos bancarios y recompra bonos BCCh.

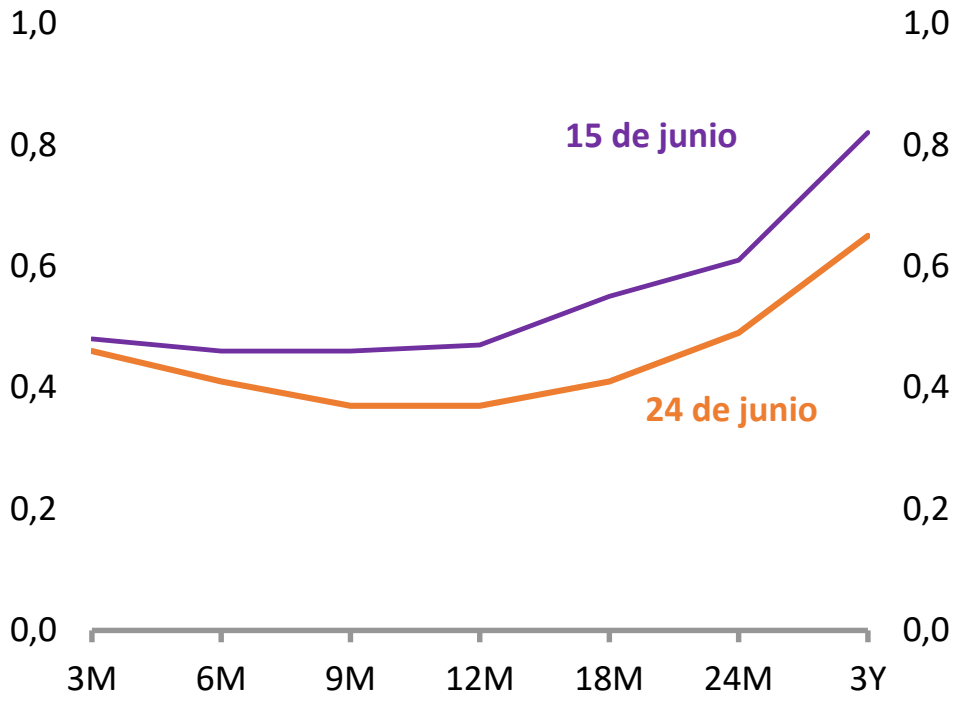
Cerca de 20% del PIB

- *Cabe destacar que de ejecutarse la totalidad de ambos programas FCIC y de compra de activos financieros, el Banco Central habrá aportado financiamiento vía por un equivalente a cerca de 20% del PIB.*

La estructura de tasas de instrumentos libres de riesgo y la curva de expectativas privadas se ajustó intensamente a la comunicación de un mayor estímulo monetario.

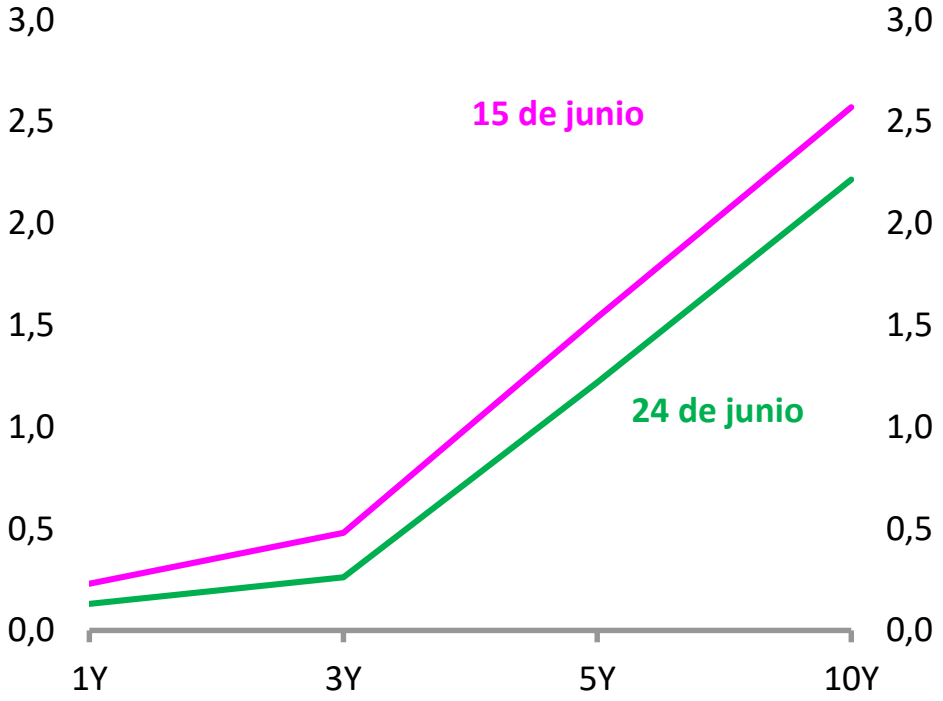
Swap promedio cámara

(porcentaje)



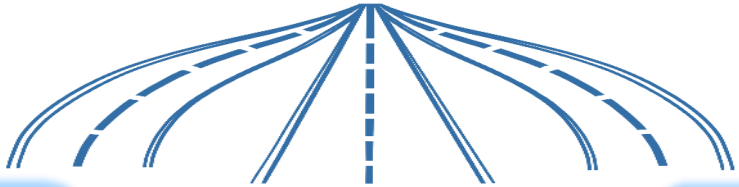
Estructura de tasas de largo plazo

(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Existen escenarios de sensibilidad donde la evolución de la situación macroeconómica podría requerir ajustes al impulso monetario. En esta ocasión, responden a diferentes supuestos sobre cómo se comportará la pandemia, el posterior camino de recuperación de la economía…



POSITIVO

Posibles razones:
- *Evolución de la pandemia más favorable*

Implicancias:
- *Rebote más rápido de la economía a partir del segundo semestre de 2020*
- *Convergencia inflacionaria algo más temprana*

NEGATIVO

Posibles razones:
- *Prolongación de las cuarentenas o extensión a otras zonas geográficas*

Implicancias:
- *Golpe mayor a la actividad*
- *Debilidad más duradera de las presiones inflacionarias*

Balance de riesgos equilibrado para la actividad y la inflación

Riesgos:
- *Mayor dimensión o duración de la pandemia que ponga en riesgo la estabilidad financiera*

Comentarios finales…

1. *El impacto inmediato del Covid-19 ha sido severo, con una prolongación mayor a la anticipada y repercusiones de largo plazo aún inciertas…*

2. *La actual situación es distinta a períodos anteriores de crisis por su origen, sincronía y porque el marco de políticas públicas actual tiene una capacidad de respuesta mayor…*

3. *En este sentido el Banco ha intensificado el impulso monetario a través de medidas no convencionales, que se suman a las acciones del Gobierno e instituciones como la CMF…*

4. *Aun así, el costo para el país será elevado y algunos sectores requerirán adecuaciones significativas ante cambios más duraderos en sus condiciones y modos de operación…*

5. *Ante este escenario, el Consejo se compromete a mantener el impulso monetario por un largo período de tiempo y ampliarlo de ser necesario cumplir con sus objetivos de control inflacionario y de estabilidad financiera.*

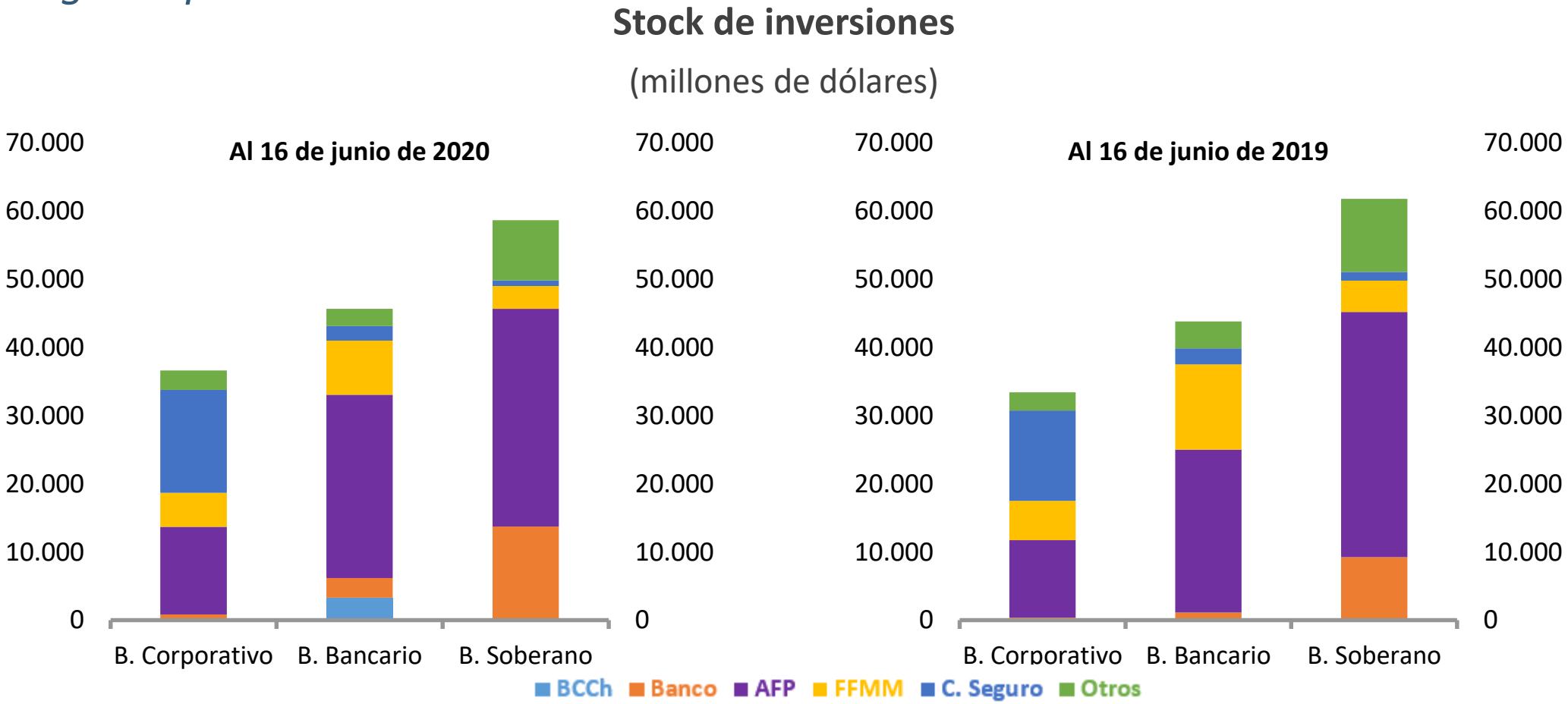
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Junio 2020

Pablo García S.

Consejero

Facultad de Economía y Empresas Universidad Diego Portales, 26 de junio de 2020

Además, se anunció un programa especial de compra de activos por hasta US$8.000 millones, que en su primer mes de vigencia contempla un monto de US$1.500 millones, que será destinado para la compra de activos actualmente elegibles para el Banco…



Fuente: Banco Central de Chile.

En los últimos 40 años nuestro país ha enfrentado varios períodos recesivos, cuyo origen y simultaneidad entre economías ha sido muy distinto…

	Crisis financiera EME	Crisis asiática	Crisis financiera internacional	Crisis Covid-19
	1982	1999	2009	2020
Origen	Alza tasas en EE.UU. en contexto de alta deuda de emergentes	Colapso de tipos de cambio fijo en Tailandia, Malasia, Indonesia genera salida de capitales. Repercusiones financieras al resto de emergentes	Desequilibrios en mercados financieros de EE.UU. y Europa	Pandemia desencadena crisis sanitaria y económica
Crecimiento mundial	0,6	3,6	-0,1	-4,5
S&500 (pp)	(-6,5)	(22,3)	(-22,3)	(2,7)
UST 10y (pb)	13,0	5,6		1,1
	(-92)	-38	(-40)	(-108)
Términos de intercambio (var. anual, %)	-4,8	3,5	2,5	4,9

Fuente: Banco Central de Chile.

El impacto en el crecimiento y las variables macroeconómicas también ha sido muy diverso, lo mismo que las respuestas de política económica…

	Crisis financiera EME	Crisis asiática	Crisis financiera internacional	Crisis Covid-19
	1 9 8 2	1 9 9 9	2 0 0 9	2 0 2 0
PIB Chile (var. anual, %)	-13,6	-0,4	-1,6	-5,5 / -7,5
Duración	8 trimestres	6 trimestres	6 trimestres	7 trimestres
Tasa desempleo - *peak* (INE)	19,6 Nac - 23,8 RM (oct-nov.1982)	11,9 Nac - 12,3 RM (jun-ago.1999)	10,8 Nac - 10,9 RM (jun-ago.2009)	9,0 Nac - 9,4 RM (feb-abr.2020)
TPM real mínima (1)	5,6	5,0	-1,8	-2,0
Gasto Social (% del PIB) (2)	N/D	11,1% del PIB (no hay transferencias a hogares que provengan del paquete fiscal)	12,1% del PIB (0,1% son transferencias a hogares provienen del paquete fiscal)	15,6% del PIB (2,4% son transferencias a hogares provienen del paquete fiscal)
Cobertura Seguro Cesantía (3)	Cercano a 0%	0%	46%	53%

(1) Para 1982, se toma tasa interés de captaciones, 90 días a 1 año, reajustable UF, para 1999 la TPM real, para 2009 y 2020 TPM nominal – Exp. de inflación 11 meses EEE. (2) Gasto social entendido como subsidios, donaciones y gasto previsional. (3) Enero - cotizantes/Empleo Total. Fuente: Banco Central de Chile.

	Crisis financiera EME	Crisis asiática	Crisis financiera internacional	Crisis Covid-19
	1982	1999	2009	2020
Respuesta fiscal (descripción)	**35% del PIB** 1. Inversión pública, pensiones, educación y salud.	**0,8% del PIB** 1.Reducción del gasto fiscal (rebaja en la inversión de empresas públicas, rebaja en el gasto, creación de Fondo de Infraestructura por US$ 150 millones y suspensión de la compra de aviones de combate.	**2,8% del PIB** 1.Dos bonos que sumaban aproximadamente 2/3. del salario mínimo por cada carga familiar para los 2 quintiles de menores ingresos. 2. Medidas para aumentar liquidez de empresas. 3. Ampliación de garantías de financiamiento con cobertura estatal (FOGAPE y CORFO). 4. Capitalización de Banco Estado y Codelco. 5. Reducción de PPM y devolución anticipada de IVA. 6. Posibilidad de capacitación con cargo a los fondos del seguro de cesantía.	**12% del PIB** 1. Aporte al Fondo del Seguro de Cesantía para la Ley de Protección del Empleo. 2. Apoyo a ingresos familiares con bonos e Ingreso Familiar de Emergencia. 3. Medidas tributarias transitorias. 4. Capitalización de Banco Estado. 5. Fortalecimiento de FOGAPE.
Respuesta monetaria		**Contexto:** Tipo de cambio (TC) con banda de flotación funcional a proceso de desinflación iniciado en los 90s. **PM convencional** Sep-98: Aumento de la tasa de instancia monetaria desde UF+8,5% anual a UF+14% con el fin de minimizar la volatilidad de la tasa de interés interbancaria. Oct-Dic-98: Reducción de la tasa de instancia monetaria desde UF+14% a UF+7,8%.	**Contexto:** Meta de inflación creíble con TC flexible. Episodio inflacionario (alimentos) en 2007-08. **PM convencional** Reducción de TPM desde 8.25% a fines de 2008 hasta 0.5% entre febrero y julio 2009. **PMNC:** Provisión de liquidez: Swaps en moneda extranjera, repos en pesos, y ampliación de colaterales elegibles. Destaca Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP: repo a 90 y 180d para empresas bancarias) y forward guidance “en palabras”. Efecto importante y rápido sobre tramo corto de curva forward).	**Contexto:** Madurez de marco de PM transparente y evaluado. Inflación baja y expectativas a la baja. **PM convencional** Reducción de la TPM a su mínimo técnico de 0.5%. Publicación del corredor de tasas (forward guidance explicito). **PMNC:** Medidas FCIC, compra de bonos bancarios a participantes SOMA por USD 8.000 mm (total marzo). Ampliación de colaterales elegibles para operaciones de liquidez en $, extensión venta de divisas y ampliación de plazos repos y FX-swap, modificación transitoria normas encaje, ampliación medidas no convencionales (FCIC II y compra activos) hasta 10% del PIB.