

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2020



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Septiembre 2020



# CONTENIDO\*/

<b>PREFACIO</b>	<b>3</b>
<b>RESUMEN</b>	<b>5</b>
<b>DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES</b>	<b>9</b>
<b>I. ESCENARIO INTERNACIONAL</b>	<b>11</b>
<b>II. CONDICIONES FINANCIERAS</b>	<b>19</b>
<b>III. ACTIVIDAD Y DEMANDA</b>	<b>31</b>
<b>IV. PRECIOS Y COSTOS</b>	<b>35</b>
<b>V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA</b>	<b>39</b>
<b>GLOSARIO</b>	<b>64</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>66</b>
<b>RECUADROS</b>	
Ciclo del crédito y actividad: evidencia internacional	16
Descripción y efectos de corto plazo del retiro de ahorros previsionales	23
El <i>shock</i> de la pandemia y la respuesta económica: evidencia de las empresas en Chile	27
Cambios del escenario base de proyección en el último año	46
<b>ANEXOS</b>	
<b>BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE</b>	<b>49</b>
<b>ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES</b>	<b>53</b>
<b>PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2020</b>	<b>59</b>

---

\*/ El cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 26 de agosto de 2020, excepto en los casos que se indica en el informe. Además, el informe considera la decisión de política monetaria del 1 de septiembre.

# 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 1 de septiembre de 2020 para publicarse el 2 de septiembre de 2020.

## **El Consejo**



# Resumen

La evolución del escenario macroeconómico sigue determinada por el desarrollo del Covid-19 y las medidas de contención necesarias para proteger la salud de la población. Tras una aguda caída a comienzos del segundo trimestre, en los últimos meses la economía chilena ha dado signos de estabilización, combinándose una incipiente mejora en algunos sectores y deterioros en el margen en otros. Esto, de la mano de una mejor respuesta sanitaria, una adaptación más rápida a las nuevas condiciones de funcionamiento en varias actividades y el impulso de las diversas medidas adoptadas. Sin embargo, el *shock* negativo provocado por la pandemia es muy significativo, lo que se refleja en el elevado número de personas y empresas que ha visto afectada su fuente de ingresos. Revertir la pérdida de empleos, la caída de ingresos de los hogares, el deterioro del consumo y mantener un flujo de crédito acorde con las necesidades de capital de trabajo e inversión de las empresas, constituyen los mayores desafíos para la recuperación económica y para el aporte de la política pública a la misma. Dados los datos efectivos de actividad en la primera mitad del año y un repunte acorde con el retiro gradual de las medidas de control sanitario y el apoyo al ingreso de los hogares, se estima que el 2020 finalizará con una caída del PIB de entre 4,5 y 5,5%. Esto supone una recuperación importante en la segunda mitad del año, pero el cierre de las holguras de capacidad creadas en este período y la convergencia de la inflación a la meta culminarán recién hacia el 2022. Este escenario, sin embargo, sigue rodeado de altos niveles de incertidumbre y expuesto a elevados riesgos. El Consejo seguirá manteniendo una política monetaria altamente expansiva y continuará atento para prevenir riesgos para la estabilidad financiera.

El control de la pandemia da cuenta de una situación diversa: en algunos países se aprecia un desarrollo más favorable, en otros se observan rebotes y en otros, el aumento de los contagios aún no logra ser controlado. Algunos países que han mejorado su respuesta sanitaria han evitado restablecer las restricciones más estrictas a la movilidad ante nuevos focos epidémicos. América Latina, en su conjunto, sigue con elevadas cifras de contagios, pero con grandes diferencias entre países. En Chile, los indicadores sanitarios han mejorado, por lo que la autoridad ha resuelto poner en marcha un desconfinamiento gradual a nivel nacional. Este proceso, sin embargo, no está exento de la posibilidad de retrocesos, tal como ha ocurrido en otras partes del mundo y en algunas regiones del país.

**SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL**

	Prom. 10-19	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	1,3	4,1	-0,5	0,3
PIB socios comerciales (*)	3,8	-3,5	4,7	4,5
PIB mundial PPC (*)	3,8	-4,6	4,9	4,6
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,1	-5,2	4,6	4,4
PIB desarrolladas PPC (*)	1,9	-7,2	4,1	4,1
PIB emergentes PPC (*)	5,1	-2,5	5,5	5,0
Precios externos (en US\$)	0,6	-2,3	4,4	2,0
	(niveles)			
Precio del cobre BML (US\$cent/b)	306	270	280	290
Precio del petróleo WTI (US\$barril)	72	40	45	47
Precio del petróleo Brent (US\$barril)	80	43	48	51
Precio paridad de la gasolina (US\$m3) (*)	610	336	362	405
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	0,5	0,3	0,4

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La flexibilización de los confinamientos y el aumento de la movilidad han cooperado para que la actividad global haya superado los mínimos alcanzados entre abril y mayo. La producción, ventas y expectativas muestran mejoras en algunos países, destacando que en China los datos del segundo trimestre superaron lo esperado. Los mercados financieros y los precios de las materias primas se han favorecido por estas tendencias y por las condiciones monetarias altamente expansivas que han impulsado los principales bancos centrales. El precio del cobre ha oscilado en torno a US\$3 la libra y la volatilidad de los mercados ha tenido reducciones importantes desde sus máximos en marzo y abril.

En Chile, la economía se contrajo 14,1% anual en el segundo trimestre, el peor registro en varias décadas. La mayor caída mes a mes se verificó en abril. En lo más reciente, la actividad ha tenido algún repunte en sectores que habían sido especialmente golpeados, como el comercio y ciertos servicios. Por el contrario, la construcción ha sufrido consecuencias mayores que las previstas, dada la extensión territorial y temporal de las cuarentenas.

Debido al alto riesgo de contagio, la pandemia provocó una contracción particularmente aguda en rubros intensivos en interacción social, afectando directamente los ingresos de empresas y personas que se desempeñan en ellos. El impacto contractivo se ha amplificado por la caída del empleo por cuenta propia —mayormente servicios que requieren interacción social—, que no ha podido cumplir su tradicional rol de contención en esta coyuntura. Por el lado de la demanda agregada, el consumo y la inversión se han deprimido ante la pérdida de ingresos, las limitaciones a la interacción social y la alta incertidumbre.

No obstante, las perspectivas para el consumo han mejorado producto de una serie de medidas de apoyo que se han desplegado en el tercer trimestre y que se reflejan en mejores expectativas empresariales —en particular para el comercio— y de consumidores. Entre ellas, un número importante de programas de ayuda directa, subsidios, postergaciones de pagos, rebajas impositivas y la aprobación del retiro de una parte de los ahorros previsionales. Se estima que esto último involucrará recursos del orden de 6% del PIB, de los que cerca de la mitad se destinará a consumo (Recuadro II.1). De todos modos, su impacto estará limitado por su carácter transitorio y por la importancia de los bienes importados en la composición de la mayor demanda.

El Banco Central ha adoptado una serie de medidas orientadas a proporcionar liquidez a los mercados y estimular el flujo de crédito al sector productivo, de manera de evitar un ciclo desinflacionario más severo y prevenir riesgos para la estabilidad financiera, que pudieran elevar el costo económico y social del actual *shock*. Tras la Reunión de Política Monetaria de junio, las tasas de interés a distintos plazos tuvieron una baja relevante, acorde con la intensificación del estímulo

**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE**

	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	1,1	-5,5/-4,5	4,0-5,0	3,0-4,0
Ingreso nacional	0,8	-4,3	4,8	3,6
Demanda interna	1,0	-7,1	5,6	2,7
Demanda interna (sin var. de exist.)	1,5	-5,6	7,0	2,4
Formación bruta de capital fijo	4,2	-10,6	8,0	4,9
Consumo total	0,8	-4,2	6,8	1,7
Exportaciones de bienes y servicios	-2,3	-2,2	5,0	4,8
Importaciones de bienes y servicios	-2,3	-9,4	8,6	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,9	-1,4	-2,5	-1,7
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	18,9	18,5	16,8	18,2
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	22,8	19,9	19,3	19,9
FBCF (% del PIB nominal)	22,4	21,0	21,8	22,2
FBCF (% del PIB real)	21,8	20,6	21,2	21,5
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-10.900	-3.400	-6.800	-5.100
Balanza comercial	4.200	11.200	8.200	10.500
Exportaciones	69.900	67.800	72.700	77.700
Importaciones	65.700	56.600	64.500	67.200
Servicios	-5.100	-5.200	-5.200	-5.300
Renta	-11.400	-10.700	-10.900	-11.600
Transferencias corrientes	1.400	1.300	1.100	1.300

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

monetario por medio de la compra de activos y el anuncio de la segunda etapa de la FCIC. El descenso de las tasas de largo plazo se revirtió temporalmente durante la fase final de la discusión del retiro de una parte de los ahorros previsionales, coherente con la caída de los precios de los activos en que ellos están invertidos. No obstante, tras anunciarse un conjunto de medidas del Banco Central y los reguladores, y que las AFP implementaran una estrategia de gestión de cartera que mitigó los impactos sobre los mercados locales, la volatilidad se ha reducido y las tasas de interés han vuelto a bajar. Las valoraciones bursátiles, en tanto, han seguido una trayectoria por debajo de sus símiles extranjeros.

La suma de la liquidez provista por el Banco, las garantías estatales, diversos ajustes regulatorios y la adecuada solvencia de la banca, ha contribuido a que las colocaciones comerciales rompan su habitual relación con el ciclo económico, mostrando tasas de expansión superiores a 10% hacia mediados de año. Ligados a estos instrumentos, a la fecha se han otorgado cerca de 230 mil créditos a pequeñas y medianas empresas. El análisis a nivel individual, muestra que un gran número de estos créditos ha llegado a las empresas cuyas ventas han sido más afectadas por la pandemia. La evidencia muestra que este acceso al crédito ha apoyado la continuidad operacional de estas empresas y ha ayudado a mitigar la caída de la inversión (Recuadro II.2). Por su parte, el programa de compra de activos anunciado en junio ha mejorado las condiciones de financiamiento en el mercado de bonos bancarios y corporativos. En este contexto, las perspectivas para la inversión también han mejorado respecto del último IPoM, apoyadas en la evolución reciente de las importaciones de maquinarias y equipos, grandes proyectos asociados al sector energético y los recientes anuncios de inversión pública y medidas de reactivación.

Considerando el desempeño de la economía en el segundo trimestre, el retiro gradual de las medidas sanitarias más estrictas y el impulso temporal de las políticas de apoyo a los ingresos, en el escenario de proyección se acota la contracción económica prevista para el 2020. Así, se estima que este año el PIB caerá entre 4,5 y 5,5%. Este rango sigue siendo más amplio que lo habitual, reflejo de la mayor incertidumbre en torno a los impactos de la pandemia. Hacia el 2021 y 2022, el PIB crecerá entre 4 y 5%, y entre 3 y 4%, respectivamente. Estas tasas de crecimiento son coherentes con un escenario sanitario que permita el avance paulatino del desconfinamiento, donde los sectores económicos continúen adaptando sus operaciones para desarrollar sus actividades y donde el crédito siga fluyendo para apoyar el proceso de recuperación. Las proyecciones también suponen un encauzamiento institucional de la crisis social evidenciada a fines del 2019.

**INFLACIÓN (1)**

	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
IPC promedio	2,3	2,8	2,6	2,9
IPC diciembre	3,0	2,4	2,8	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	2,3	2,5	2,7	2,9
IPC subyacente diciembre	2,6	2,5	2,8	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

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

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2022.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación convergerá a 3% hacia el 2022, con un nivel que, en el corto plazo, no bajará de 2% anual. Si bien en el corto plazo esta trayectoria está algo por sobre la prevista en junio, en buena parte debido al mayor consumo privado que se proyecta, a mediano plazo su principal



determinante sigue siendo la menor actividad acumulada. La medida subyacente se mantendrá sobre 2,5% en el corto plazo, para converger gradualmente a 3%, también en el 2022. Las expectativas de inflación a dos años siguen en torno a 3%.

La política monetaria se mantendrá altamente expansiva, combinando una TPM en su mínimo de 0,5% y medidas no convencionales. Estas últimas serán renovadas o ampliadas si la recuperación de la economía y la convergencia de la inflación a la meta así lo requieren. A su vez, la TPM seguirá en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años.

El escenario macroeconómico sigue mostrando más incertidumbre que la habitual. Las proyecciones reconocen que el distanciamiento social alterará prolongadamente la forma de operar en áreas donde la interacción social es clave. No obstante, impactos negativos mayores que lo estimado tendrían efectos especialmente dañinos en la recuperación del mercado laboral, por el número de personas que se emplean en estas actividades. Esto debilitaría aún más la demanda, y afectaría negativamente al crecimiento y la convergencia inflacionaria, requiriendo de un impulso monetario mayor. Por otro lado, el panorama de riesgos sanitarios luce algo más equilibrado. La experiencia acumulada, las medidas de prevención y el refuerzo de los sistemas de salud reducen la probabilidad de que, ante un rebrote del virus, se repitan los episodios más álgidos de la pandemia y se deban reimponer cuarentenas estrictas. Así, el desconfinamiento podría desarrollarse a una velocidad algo mayor, permitiendo que la actividad y el empleo repunten más rápido. En tal caso, la convergencia inflacionaria requeriría de un impulso monetario algo menos prolongado.

La posibilidad de escenarios de riesgo más negativos, especialmente asociados a las cicatrices económicas que la pandemia está dejando, sigue presente. Las diversas medidas han permitido mantener un flujo de crédito acorde con las necesidades de capital de trabajo e inversión, rompiendo la relación procíclica del crédito. En adelante, la materialización de inversiones, las adecuaciones productivas en sectores que se han visto obligados a hacer cambios profundos en su operación, y el aumento de la actividad, requerirá que este financiamiento siga presente. Por esto, es esencial asegurar un flujo sostenido de crédito, procurando que el sistema financiero no vea deteriorados sus niveles de capitalización y liquidez, ya sea por cambios regulatorios y/o por un deterioro más marcado de la capacidad de repago de hogares y empresas. Si esto sucediera, el sector financiero podría no ser capaz de sostener el crecimiento del crédito, transformándose en un amplificador de la recesión como ha sido en otras ocasiones. El Consejo se compromete a mantener un elevado impulso monetario por un largo tiempo e incrementarlo si ello es necesario para el logro de los objetivos de control inflacionario, así como tomar las medidas necesarias para preservar la estabilidad financiera.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

---

## REUNIÓN DE JUNIO

Para el IPoM de junio, la evolución de la pandemia del Covid-19 y las acciones adoptadas para su contención constituían un *shock* sin precedentes y de gran magnitud para la economía mundial. Su impacto inmediato era severo, su prolongación mayor que la esperada y sus repercusiones de largo plazo inciertas aún. El deterioro de la actividad y del empleo habían sido mayores que lo previsto, manteniéndose un alto grado de incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia y las estrategias más adecuadas para combatirla. Ningún país del mundo había escapado a este fenómeno, proyectándose que la mayoría de ellos sufriría caídas significativas de la actividad en este año. Chile no era la excepción, previéndose para el 2020 la mayor contracción en más de 30 años.

En Chile, la actividad había caído fuertemente en abril, en torno a -14%. El consumo y la inversión habían experimentado importantes retrocesos, y las presiones inflacionarias se habían reducido drásticamente. En el mercado laboral, se había observado una importante pérdida de puestos de trabajo — alguna parte de ellos transitoria— y una reducción de los ingresos. Con todo, la Ley de Protección del Empleo había permitido que un número importante de personas mantuvieran su vínculo laboral. La liquidez de las empresas también se había visto gravemente afectada. Sin embargo, la combinación de las medidas de liquidez del Banco Central, el plan de garantías Fogape asociado a los créditos Covid-19 del Ministerio de Hacienda, y las adecuaciones regulatorias por parte de la CMF, había permitido que el crédito comercial aumentara y llegara a empresas de menor tamaño.

La elevada incertidumbre sobre la evolución de la pandemia hacía difícil determinar la duración y profundidad de su impacto en la economía. Dado lo anterior, el IPoM entregaba una amplitud mayor que lo habitual para el ancho del rango de proyección del PIB para el 2020 y el 2021. Así, el escenario central incorporaba una contracción del PIB de entre 5,5 y 7,5% anual, una caída de la inversión cercana a 16% y del consumo en torno a 4% anual. Para el 2021 y 2022 consideraba un

crecimiento entre 4,75 y 6,25%, y entre 3 y 4%, respectivamente.

El escenario central consideraba que las medidas de contención sanitaria más estrictas se irían relajando paulatinamente durante el tercer trimestre, aunque persistirían las medidas de distanciamiento social. Ello llevaría a una recuperación gradual, pero heterogénea entre los distintos sectores económicos, siendo más lenta en los con mayor interacción personal. Para el 2021 y el 2022 el crecimiento previsto consideraba que la pandemia ya estaría bajo control, lo que reduciría las medidas de distanciamiento social, permitiendo un libre desempeño de las actividades económicas y el consiguiente incremento del empleo y los ingresos. Asimismo, consideraba el importante impulso fiscal, la continuación de los grandes proyectos de inversión y un mayor impulso externo en cuanto la economía mundial también fuera superando los embates de la pandemia.

La drástica reducción de las presiones inflacionarias llevaría a que la variación anual de la inflación total y subyacente se redujera hasta cifras del orden de 2% en los trimestres siguientes, para converger a la meta de 3% hacia fines del horizonte de política, el segundo trimestre del 2022.

En este escenario, el Consejo decidió por unanimidad mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 0,5%, señalando que se mantendría en este nivel durante todo el horizonte de política. Junto con lo anterior, el Consejo acordó agregar un impulso adicional no convencional por un equivalente de hasta 10% del PIB. En particular, la implementación de una segunda etapa de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC), por un monto de US\$16 mil millones con una vigencia de ocho meses; y de un programa especial de compra de activos, por un monto de hasta US\$8 mil millones, en un plazo de seis meses. Además, todos los Consejeros reforzaron la necesidad de ampliar las facultades e instrumentos del Banco para actuar frente a escenarios de mayor riesgo.

---

## REUNIÓN DE JULIO

Para esa Reunión, la evolución del escenario macroeconómico externo e interno se enmarcaba dentro del escenario base del IPoM de junio. En lo interno, las cifras disponibles del segundo trimestre confirmaban que la economía había experimentado una significativa contracción. El IMACEC de mayo había caído 15,3% anual, con disminuciones en casi todos los rubros. Las exportaciones habían exhibido una resiliencia superior a la prevista. A su vez, las importaciones daban cuenta de cierta estabilización de sus niveles, tras las significativas caídas registradas en meses previos. Las expectativas empresariales y de consumidores permanecían en niveles marcadamente pesimistas. Las medidas de contención sanitaria más estrictas seguían afectando a una parte relevante del país, aunque los indicadores sanitarios habían tenido una evolución favorable que había permitido comenzar procesos de desconfinamiento en algunas regiones.

En el mercado laboral, diversas fuentes de información cuantitativa —encuestas y fuentes administrativas— daban cuenta de un importante deterioro, resaltando la significativa caída del empleo, la reducción de las horas trabajadas y de los salarios. Información cualitativa preliminar, recopilada en el marco del Informe de Percepciones de Negocios, ratificaba esta evaluación y revelaba preocupación en este frente. Con todo, las medidas gubernamentales de mitigación de la pérdida de ingresos se habían ido materializando con mayor fuerza desde junio. La evolución del consumo seguía afectada por estas dinámicas, en particular la venta de bienes no esenciales. En este contexto, la mediana de las expectativas privadas contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas de julio adelantaba una caída del PIB de 6,1% anual este año, en línea con el rango del escenario central del último IPoM. En todo caso, continuaba existiendo una alta dispersión en esas estimaciones. La inflación anual a junio había bajado a 2,6% y la medida subyacente —IPC sin volátiles— había disminuido a 2,5%, con una debilidad persistente en las líneas más ligadas a los servicios.

En el escenario externo, las cifras coyunturales exhibían mejoras en las principales economías, coincidiendo con la reapertura gradual de las mismas, lo que era visible en los rubros industrial y comercio minorista, en el mercado laboral y en las expectativas de hogares y empresas. Los bancos centrales y los gobiernos habían mantenido sus esfuerzos o hecho anuncios adicionales de política económica, conservando un tono altamente expansivo. Todo lo anterior había favorecido un mejor tono de

los mercados financieros y un aumento del precio de materias primas. De cualquier manera, todas estas variables permanecían en niveles muy por debajo de los previos a la pandemia, a la vez que persistían riesgos importantes sobre el desempeño de la actividad hacia adelante, principalmente asociados a los rebrotes del Covid-19 en varios países.

Los mercados financieros internos reflejaban tanto el tono algo más positivo del escenario externo como el mayor impulso de la política monetaria interna. Respecto del crédito, la variación real anual de las colocaciones comerciales había continuado aumentando, mientras que la de las de consumo había seguido disminuyendo. Las tasas de interés permanecían bajas en todos los segmentos. Esto se daba en un contexto donde gran parte de la banca había utilizado la totalidad de los recursos disponibles en la primera etapa de la FCIC y ya estaba disponible el acceso a los recursos de la segunda etapa. La Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre reflejaba condiciones de oferta más restrictivas, explicadas en parte por el riesgo presente en la cartera de clientes. En tanto, la demanda de créditos de los hogares había disminuido sustancialmente. Entre las empresas, seguía resaltando un aumento de la demanda por fondos para cubrir necesidades de capital de trabajo y una caída de los requeridos para financiar proyectos de inversión.

Todos los Consejeros concordaron en que, más allá de que los datos de los últimos meses estuvieran en línea con lo previsto, la magnitud del *shock* estaba dejando muchas heridas, en particular en las personas y las empresas, ya fuera por la pérdida de empleos e ingresos, los problemas de solvencia y/o los ajustes más permanentes que se deberían hacer a la forma de operar de algunos sectores. A juicio del Consejo, todo lo anterior volvía especialmente relevante el rol de las políticas públicas. Todos los Consejeros llamaron la atención sobre los efectos que podría tener en la economía el proyecto de retiro de fondos desde las AFP, por su impacto tanto en los mercados financieros como en la demanda interna. Hubo coincidencia en que la respuesta de política no era obvia, más allá de que debían implementarse las medidas necesarias para cautelar que no hubiese una excesiva volatilidad que comprometiera la estabilidad financiera mientras se liquidaban dichos fondos.

En este escenario, el Consejo decidió por unanimidad mantener la TPM en 0,5%, señalando que permanecería en este nivel por un período prolongado. Asimismo, acordó mantener las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito.

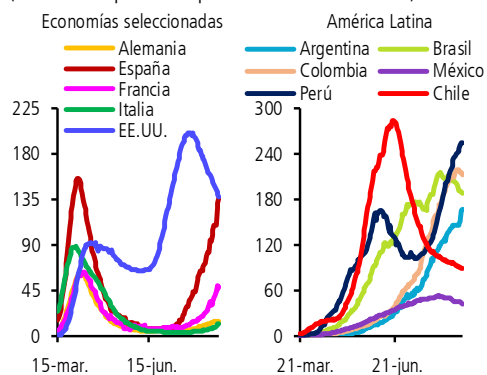
# I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

La marcha de la economía mundial continúa determinada por el desarrollo de la pandemia del Covid-19 y las medidas de contención necesarias para proteger la salud de la población. En línea con lo previsto en el escenario de proyección del IPoM de junio, tras caídas históricas a inicios del segundo trimestre, la reapertura gradual de un grupo importante de países ha dado paso a un repunte incipiente de la actividad global. Si bien se han observado rebrotes tras el levantamiento de las restricciones, las autoridades han evitado reponer los confinamientos más estrictos, con lo que no se ha comprometido el desempeño de las distintas economías con la misma fuerza que al comienzo de la emergencia sanitaria. Los bancos centrales y los gobiernos han provisto de nuevos estímulos en los últimos meses, aunque con diferentes énfasis y magnitudes. Todo esto ha favorecido el comportamiento de los mercados financieros y de los precios de las materias primas. En este contexto, las perspectivas de PIB mundial se corrigen levemente al alza para el período 2020-2021, pero siguen incorporando una fuerte contracción este año y una lenta recuperación a partir del semestre en curso.

**Gráfico I.1**

Casos nuevos confirmados diarios de Covid-19 (\*)  
(número de personas por millón de habitantes)

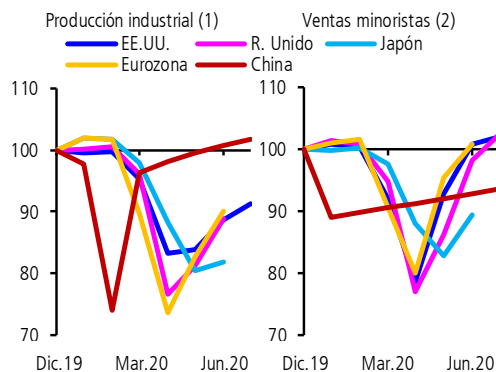


(\*) Promedio móvil de catorce días.

Fuentes: European Centre for Disease Prevention and Control (ECDC) y Ministerio de Salud de Chile.

**Gráfico I.2**

Indicadores de actividad  
(índice diciembre 2019=100, series desestacionalizadas)



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

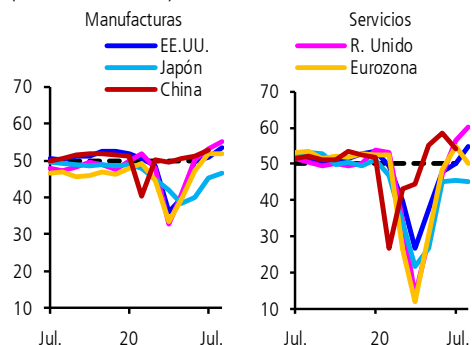
Fuentes: Bloomberg y Eurostat.

La evolución de la pandemia da cuenta de una situación diversa entre países, aun cuando se aprecia una mejor respuesta sanitaria a nivel global. Algunos muestran un panorama más controlado, fruto de las medidas preventivas —obligatorias y voluntarias—, el refuerzo de los sistemas de salud y la experiencia que se ha ido acumulando en el manejo de la enfermedad. Ello ha permitido avanzar en el desconfinamiento en una fracción relevante de ellos. De todos modos, varios exhiben rebrotes, aunque de dispar intensidad. Otros continúan fuertemente golpeados. En EE.UU., el epicentro de la pandemia se fue trasladando a los estados menos afectados al principio, consiguando nuevos *peaks* de infectados, situación que ha ido cediendo en lo más reciente. América Latina mantiene altas cifras de contagios, si bien con diferencias significativas en la contención de la epidemia entre países. Brasil sigue liderando los registros totales de la región, con restricciones de movilidad que han sido relativamente más laxas respecto del resto. En contraste, Argentina, Colombia y Perú, que han

**Gráfico I.3**

PMI (\*)

(índice de difusión)



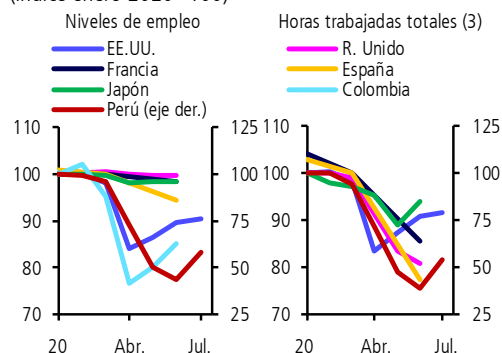
(\*) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo).

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.4**

Indicadores del mercado laboral (1) (2)

(índice enero 2020=100)



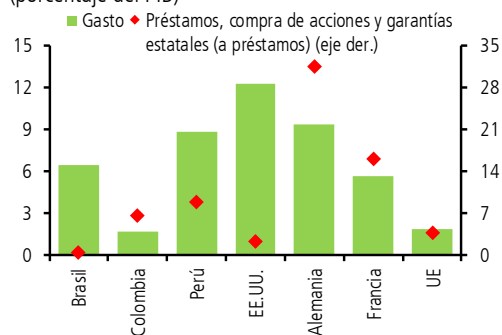
(1) Datos mensuales, a excepción de España y Francia que son trimestrales. Para estos dos últimos, se utiliza índice 1T2020=100. (2) Series desestacionalizadas, excepto para Colombia, España y Perú. (3) Para Francia, el cálculo de las horas trabajadas corresponde a la multiplicación entre las horas promedio y el total de trabajadores en el período.

Fuentes: Bloomberg y oficinas de estadística de cada país.

**Gráfico I.5**

Programas fiscales

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y autoridades nacionales correspondientes.

sostenido cuarentenas más estrictas por largo tiempo, reportan una aceleración de los casos nuevos en las últimas semanas (gráfico I.1).

La flexibilización de los confinamientos y el aumento de la movilidad de las personas han cooperado para que la actividad global haya logrado superar los mínimos alcanzados entre abril y mayo. La producción industrial y las ventas minoristas muestran evidentes mejoras en varias economías (gráfico I.2). En tanto, el comercio exterior ha moderado su caída, y la Organización Mundial del Comercio ha declarado como menos probable la concreción del escenario más pesimista que había proyectado en abril.

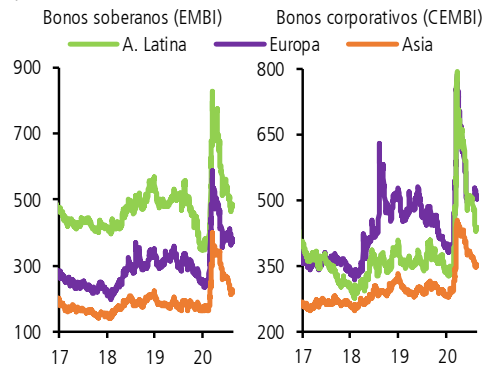
Las percepciones de empresas (PMI) también subieron y han regresado a terreno expansivo en un conjunto relevante de economías, en los sectores de manufacturas y de servicios (gráfico I.3). Sin embargo, en estos últimos, datos efectivos de actividad mensual reflejan que el despegue ha sido relativamente más lento, pues son los que involucran más interacción entre las personas.

Aunque con diversa intensidad, la pandemia ha ocasionado ajustes en el mercado laboral de un gran número de países. Dependiendo de las características de cada uno de ellos, del marco de protección social y de las medidas especiales instauradas por sus autoridades, se observan fuertes caídas del empleo, disminuciones significativas de las horas trabajadas y aumentos en la inactividad (gráfico I.4). Según la Organización Internacional del Trabajo (OIT, 2020), respecto del último cuarto del 2019, en el segundo trimestre de este año las horas trabajadas retrocedieron 14% a nivel global —equivalente a 400 millones de empleos a tiempo completo. La baja ha estado liderada por Sudamérica (-20,6%), donde la inactividad ha crecido sustantivamente. Para lo que resta del 2020, la OIT anticipa que las horas trabajadas en el mundo continuarán por debajo de los registros pre pandemia. En este contexto, el grueso de los índices de confianza de los consumidores persiste en la zona de pesimismo.

La política fiscal ha mantenido un rol activo para contener los daños en materia de empleo e ingresos en un grupo importante de economías, con efectos dispares de acuerdo con el diseño de los respectivos sistemas de seguridad social y el foco de las medidas aplicadas. Algunos han orientado sus programas a preservar los vínculos laborales mediante subsidios que complementan las rentas ante la suspensión temporal de contratos o la reducción de las horas trabajadas, como en varios países europeos, donde el impacto en los niveles de empleo ha sido más bien acotado (gráfico I.4). Otros se han centrado en apuntalar los ingresos de los hogares, por ejemplo, con la entrega directa de recursos, como se ha hecho en EE.UU., que exhibe un deterioro más notorio de las cifras de ocupación. Las subvenciones y recortes impositivos a personas y firmas, así como las

**Gráfico I.6**

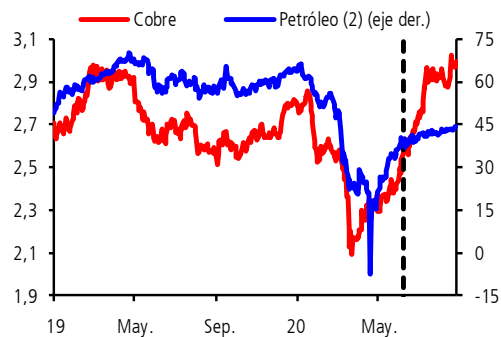
Premios por riesgo en mercados emergentes (puntos base)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.7**

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

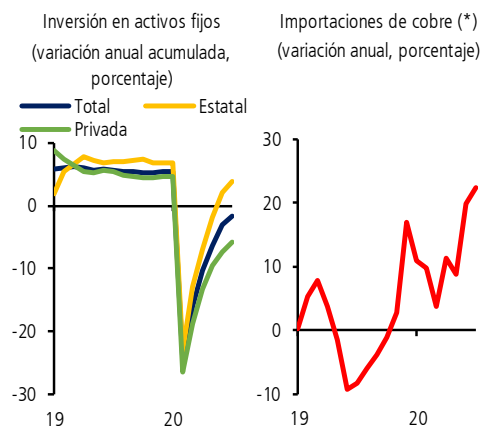


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IpoM de junio. (2) Promedio simple entre el Brent y el WTI.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.8**

Indicadores de China



(\*) Volúmenes. Promedio de tres meses móviles de la variación anual.

Fuente: Bloomberg.

garantías a los créditos a empresas, también forman parte de las herramientas dispuestas por los gobiernos alrededor del mundo.

El abrupto incremento del gasto fiscal, junto con una aguda baja de los ingresos, han llevado a un aumento significativo del déficit y el endeudamiento en varios países. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, la deuda pública global llegará a un máximo histórico de algo más de 100% del PIB en el período 2020-2021, 19 puntos porcentuales más que en el 2019 (FMI, 2020) (gráfico I.5).

Las acciones de los bancos centrales continúan enfocadas en mantener la estabilidad financiera y el funcionamiento de los sistemas crediticios, en un contexto en que los registros inflacionarios globales permanecen acotados, pese a alzas recientes en ciertas economías. Desde junio, la expansividad monetaria global siguió aumentando, con recortes adicionales de las tasas en varios países y la implementación de nuevas medidas no convencionales que se ha traducido en un incremento de sus balances (gráfico II.1). En el margen, la Fed amplió el acceso a algunas facilidades y alargó sus programas de liquidez hasta fin de año, mientras el Banco de Inglaterra reforzó su plan de compra de bonos.

Las políticas adoptadas por los bancos centrales, los gobiernos y los reguladores han sido efectivas en mantener y aumentar el flujo crediticio. Así, en un número importante de economías se constata una aceleración del crédito en el primer y segundo trimestre, con tasas de expansión que han alcanzado los dos dígitos (Recuadro I.1).

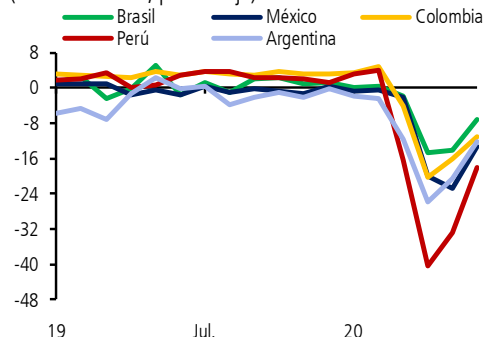
Los mercados financieros internacionales han conservado un tono más positivo en los últimos meses, en medio de mejores cifras efectivas de actividad, un mayor control de la pandemia y la amplia liquidez global. Comparado el cierre estadístico anterior y el actual, la mayoría de los premios por riesgo soberano y corporativo anotaron nuevos descensos y el dólar, aunque con excepciones, tendió a debilitarse frente al resto de las monedas (gráfico I.6).

En las bolsas prevalecieron las alzas, con algunos índices de EE.UU. que llegaron a sus máximos históricos. Las tasas de interés de largo plazo permanecen bajas en perspectiva, con cambios mixtos entre países. Por su parte, las economías emergentes siguieron viendo una desaceleración en las salidas de capitales. Estos desarrollos no han estado exentos de vaivenes, asociados, entre otros factores, a las disputas entre China y EE.UU. en el plano político, comercial y tecnológico. De todos modos, estos eventos no han tenido la severidad de las tensiones observadas al comienzo de la pandemia.

Los precios del grueso de las materias primas han subido en los últimos meses, en el marco de un repunte gradual de la actividad y la demanda global, y de una depreciación multilateral del dólar (gráfico

**Gráfico I.9**

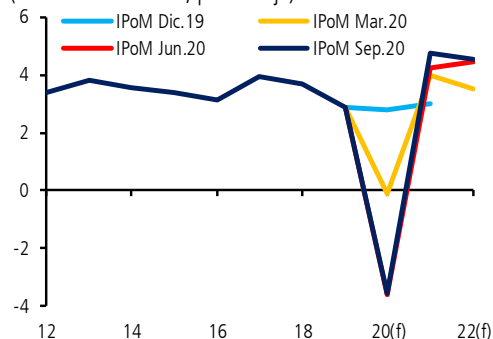
América Latina: actividad mensual  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.10**

Crecimiento de socios comerciales  
(variación real anual, porcentaje)



(f) Proyección.

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

(\*) 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.

1.7). El cobre, y los metales en general, lideran los aumentos, en gran parte por la mejora de la inversión en China, sobre todo por el impulso estatal. Ello ha estimulado el desempeño de la industria y las importaciones (gráfico I.8). Factores de oferta también han tenido alguna incidencia, como la interrupción de faenas por razones sanitarias, especialmente relevante en Perú. Así, entre el cierre estadístico previo y el actual, el precio del cobre se incrementó 18%, oscilando en torno a US\$3 la libra. En el mismo lapso, el precio del petróleo (promedio Brent-WTI) subió 15%, a alrededor de US\$45 el barril. La oferta de crudo ha seguido reduciéndose, conforme al acuerdo de la OPEP ampliada, que de todas formas resolvió disminuir la magnitud de los recortes a partir de agosto.

### Proyecciones y riesgos del escenario externo

Las perspectivas del escenario externo se revisan levemente al alza para el bienio 2020-2021, en lo principal por el comportamiento esperado para la Eurozona y China. Buena parte del cambio radica en los mayores estímulos que han dispuesto sus autoridades económicas en meses recientes, agregándose el éxito relativo en el control de la pandemia en el bloque europeo —aun teniendo en cuenta la aceleración de los contagios en las últimas semanas— y el desempeño mejor que lo anticipado de China en el segundo trimestre. Los ajustes para el resto de las economías son dispares en signo y magnitud. Destaca la caída más profunda prevista para varios países latinoamericanos, que se sigue estimando acumularán el resultado más negativo en el período (gráfico I.9). La región podría cerrar este año con un retroceso del PIB per cápita hasta niveles similares a los del 2010 (CEPAL, 2020).

Para los socios comerciales de Chile se anticipa una contracción del PIB de 3,5% el 2020 y una expansión de 4,7% el 2021 (-3,6 y 4,2% en junio, respectivamente). Para el 2022, se sigue esperando un crecimiento de 4,5% (gráfico I.10 y tabla I.1). En cuanto a las materias primas, el precio del cobre y del petróleo (Brent-WTI) promediarán US\$2,8 la libra y US\$46 el barril en el período 2020-2022, respectivamente (cerca de US\$2,65 y 43 en junio).

El panorama de riesgos en el frente externo está estrechamente ligado a las cicatrices que la pandemia dejará en la economía mundial. Las proyecciones reconocen el efecto que seguirá teniendo el distanciamiento social obligatorio y voluntario en la demanda global, en especial en las áreas donde la interacción personal es clave.

Los riesgos en el plano sanitario lucen algo más equilibrados que hace unos meses. Aunque se continuarán viendo rebotes en lo venidero, la experiencia ganada durante la emergencia, las medidas de prevención y el fortalecimiento de los sistemas de salud reducen la probabilidad de repetir los episodios más álgidos de la pandemia. A

su vez, los múltiples estudios en torno a una eventual vacuna podrían llevar a resultados más pronto.

La amenaza sobre la liquidez y la solvencia de hogares y empresas se mantiene vigente, en particular en los rubros más golpeados y que tardarán más en restablecer sus funciones, cuyos resabios en materia laboral también serán más duraderos. Esto podría contribuir a un ajuste abrupto de los mercados financieros, en un entorno en que la capacidad de respuesta de las autoridades económicas es más limitada, dados los amplios esfuerzos ya desplegados y la alta deuda de los gobiernos.

Las dudas acerca de la continuidad de los planes de estímulo es otro riesgo a considerar, ya sea por los efectos económicos que tendría el término de los mismos o el impacto en la sostenibilidad fiscal de su extensión.



## Recuadro I.1: **Ciclo del crédito y actividad: evidencia internacional**

Usualmente, el crédito y la actividad económica tienden a moverse en la misma dirección. Durante fases expansivas, las mejores perspectivas económicas de hogares y empresas influyen positivamente en la evaluación de riesgo por parte de la banca, incentivando el crecimiento del crédito para financiar la inversión y el consumo. Lo opuesto ocurre en fases de debilidad. La política monetaria basada en metas de inflación, intenta mitigar este reforzamiento entre la actividad y el crédito, al ser más contractiva en períodos de auge —evitando así alzas indeseadas en la inflación— y más expansiva en recesiones, de manera de cautelar que el crédito no alimente desequilibrios. En crisis de gran magnitud, en especial cuando tienen origen en problemas sistémicos en el sector financiero —como lo fue en Chile a comienzos de los ochenta o en el mundo desarrollado en el 2008-2009—, la contracción del crédito parte desarrollándose en la medida que las pérdidas de capital de la banca y otros intermediarios financieros limita su voluntad y capacidad de prestar, amplificando con ello la recesión. En estas situaciones, incluso una política monetaria muy expansiva podría no ser suficiente para estimular la economía (De Gregorio, 2009). Este Recuadro revisa cómo, en la actual recesión, las políticas adoptadas por bancos centrales y gobiernos han logrado evitar este desenlace, permitiendo incrementar el crédito pese a las fuertes contracciones de la actividad. También delinea algunos elementos a monitorear para evitar escenarios de riesgo negativos con origen en los mercados financieros.

### **El rol de la política monetaria y fiscal en la expansión del crédito durante el Covid-19**

La actual recesión tiene características muy distintas de episodios anteriores, pues la caída de la actividad no se produjo por problemas económicos en sectores específicos, sino por la necesidad temporal de suspender el habitual funcionamiento de la economía para reducir los contagios del Covid-19. De este modo, el *shock* a los ingresos de hogares y empresas ha sido muy sustancial, y en ausencia de la intervención de políticas públicas igualmente excepcionales, probablemente hubiese implicado una contracción muy significativa del crédito ante el alza de riesgo de no pago. Esto habría llevado a quiebras masivas, con cicatrices permanentes que podrían implicar varios años de pobre desempeño económico y alto desempleo. No

obstante, y a diferencia de la crisis financiera global del 2008-2009, los bancos alrededor del mundo se encuentran bien capitalizados, luego del fortalecimiento regulatorio producto de las lecciones de dicha crisis, lo que ha facilitado la eficiencia de medidas expansivas.

Motivados por estos antecedentes, tanto en Chile como en muchos otros países, se han adoptado una serie de medidas para lograr que el crédito fluya hacia las empresas, permitiéndoles compensar las importantes caídas de sus flujos de caja y mitigando así los efectos más persistentes de la pandemia. Primero, junto con bajar las tasas de referencia a su mínimo, los bancos centrales han establecido programas especiales de financiamiento a la banca a bajas tasas, condicional al aumento de los préstamos entregados. Algunos ejemplos de ellos son los programas de crédito del Banco de Inglaterra (TFSME), del Banco Central Europeo (TLTRO) y el programa FCIC-LCL del Banco Central de Chile. No obstante, reconociendo que el riesgo de crédito sigue siendo elevado y que bajas tasas de fondeo pueden no ser suficientes, estas políticas se han complementado con garantías estatales a estos préstamos, que en el caso chileno corresponden a las garantías FOGAPE (tabla I.2).

Los datos muestran que en un número importante de países se ha observado una aceleración del crédito en el primer y segundo trimestre, con tasas de expansión anual que, como en Chile, han alcanzado los dos dígitos (gráficos I.11 y II.8). En Chile, el análisis a nivel individual, muestra que un gran número de los créditos otorgados al alero de estos programas ha llegado a las empresas cuyas ventas han sido más afectadas por la pandemia. Además, la evidencia muestra que estos créditos han apoyado la continuidad operacional de estas empresas y han ayudado a mitigar la caída de la inversión (Recuadro II.2). La disponibilidad de crédito también puede estar permitiendo que las empresas constituyan inventarios para satisfacer la recuperación de la demanda con el retiro paulatino de las medidas de confinamiento. Finalmente, el alivio a la estrechez financiera puede haber permitido un ajuste menos intenso del empleo, lo que también aminoraría el costo de la reducción de la actividad. Por ejemplo, en EE.UU., el *Paycheck Protection Program* (PPP), destinado a evitar despidos en empresas pequeñas, habría contribuido a mantener alrededor de 2,3

millones de empleos hasta la primera semana de junio de 2020<sup>1/</sup>.

## Perspectivas y riesgos

La recuperación prevista en el escenario de proyección de este IPoM asume que las condiciones crediticias se mantendrán favorables. No obstante, existen algunos riesgos asociados al mercado del crédito que podrían tener un impacto sustantivo en dicho proceso.

Por un lado, resulta importante mantener un flujo relevante de crédito hacia las empresas que se desempeñan en sectores donde la recuperación de la actividad tardará más. Por lo pronto, tras el significativo aumento entre marzo y abril, el crédito a empresas se ha desacelerado en varias economías desarrolladas y emergentes. En el corto plazo, es importante determinar si ello refleja menores necesidades de financiamiento —dado el avance en el control de la pandemia y la paulatina normalización de la actividad— o es una primera muestra de restricciones en la oferta. En este sentido, la mantención de políticas fiscales y monetarias de apoyo al crédito será fundamental para que este siga fluyendo de manera adecuada.

Por otro lado, es importante mantener condiciones regulatorias que faciliten el crecimiento del crédito. Tanto en Chile como en otros países se ha ajustado la regulación —entre ellas las normas de adecuación a los requerimientos de capital— para que esta no se transforme en un impedimento para el flujo de crédito. Por lo mismo, es importante procurar que los niveles de capitalización y liquidez del sistema financiero no se deterioren, ya sea por cambios regulatorios y/o por un deterioro más marcado de la capacidad de repago de hogares y empresas. Si se diera una situación como esta, el sector financiero podría no ser capaz de sostener el crecimiento del crédito, transformándose en un amplificador de la recesión, como ha sido en otras ocasiones.

Por último, será de gran importancia monitorear los impactos futuros de los mayores niveles de apalancamiento

incurridos durante la crisis. Cabe recordar que los niveles de endeudamiento del sector corporativo de muchas economías desarrolladas y algunos países emergentes, ya antes de la crisis eran bastante elevados en términos históricos. En un escenario de riesgo en que la debilidad de la demanda perdure por un tiempo más prolongado, el mayor apalancamiento podría implicar un riesgo a la estabilidad financiera para algunas economías.

## Conclusión

Las respuestas de política fiscal y monetaria implementadas en esta crisis han contribuido a aminorar parcialmente sus efectos económicos. El crédito bancario a empresas aumentó significativamente al comienzo de esta crisis, tanto en economías desarrolladas como emergentes, permitiéndoles financiar su capital de trabajo en un contexto de fuertes caídas de las ventas. El escenario de proyección de este IPoM asume que la liquidez seguirá disponible para que las empresas puedan tomar créditos, aunque no se descartan escenarios de riesgo negativos que deben seguir monitoreándose con atención.

### Gráfico I.11

Ciclo de actividad y crédito (\*)  
(desviación respecto de la tendencia, porcentaje)



(\*) Calculada como la diferencia entre el logaritmo del nivel del PIB y el crédito, respecto de una tendencia calculada a través de un filtro HP.  
Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> Ver Autor *et. al.* (2020).

**Tabla I.2**

Principales medidas anunciadas por gobiernos y bancos centrales para el apoyo directo del crédito a empresas

País	Fiscales	% PIB	Monetarias	% PIB
<b>Estados Unidos</b>	Préstamos condonables a pequeñas y medianas empresas (PPP)	3,4	Crédito bancario (TALF, MSLP) y compra de bonos corporativos (PMCCF - SMCCF)	7,3
<b>Alemania</b>	Préstamos con garantías a nivel federal y estatal	25,3	Préstamos TLTRO del BCE. Refinanciamiento al sector bancario de largo plazo (hasta 3 años) condicional a préstamos empresas no financieras	--
<b>Francia</b>	Préstamos con garantías, incluye valor de reaseguración	15,2		
<b>Italia</b>	Préstamos con garantía, estimación del monto por parte del FMI	33,8		
<b>España</b>	Préstamos con garantía, excluye facilidades a hogares con bajos recursos	9,6		
<b>Reino Unido</b>	Préstamos con garantías	16,8	Préstamos TFSME. Refinanciamiento de hasta 6 años en línea con los programas de garantías del crédito vigentes por el gobierno	5,5
<b>China</b>	Apoyo a garantías, aumento crédito a Pymes, postergación de pagos y flexibilización de restricciones	--	Nuevos instrumentos, recortes de tasa y ratio de reservas, ampliación de líneas crediticias	--
<b>Brasil</b>	Garantías de crédito y financiamiento para pagar salarios	1,0	Más flexibilidad en regulación de créditos Agribusiness, préstamos garantizados por Financial Letters, repos a 1 año respaldados por el gobierno, nuevos depósitos a plazo con garantías especiales, préstamos respaldados por debentures, deducción encaje y capital condicionado a proveer crédito a Mipymes, creación línea especial para Pymes, uso de inmuebles como garantías	18,3
<b>Chile</b>	Aumento de capital por US\$3.000 millones en el Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE)	1,1 (1)	Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC 1 y FCIC2) y Línea de Crédito de Liquidez (LCL)	14,1 (2)
<b>Colombia</b>	Fondo Nacional de Garantías	7,6	--	--
<b>México</b>	Créditos a Pymes (no garantizados)	0,2	Provisión de recursos a la banca para canalizar crédito a Mipymes y personas; facilidad de financiamiento a banca múltiple garantizada con créditos corporativos para financiar a Mipymes	1,4
<b>Perú</b>	Programa de garantías del Gobierno "Reactiva Perú", además de la creación y ampliación de otros fondos	9,4	--	--

(1) Corresponde al valor de la garantía anunciada para aumentar la liquidez de las empresas. (2) Porcentaje corresponde solo a FCIC1 y FCIC2. La LCL tiene como límite el encaje de cada empresa bancaria. Estas medidas se complementaron con un programa de compra de bonos bancarios.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Fondo Monetario Internacional, bancos centrales y oficinas de presupuesto.

## II. CONDICIONES FINANCIERAS

**Tabla II.1**

Paridades respecto del dólar estadounidense (1)  
(porcentaje)

	Variación IPoM Sep.20			
	06.20	03.20	12.19	09.19
<b>A. Latina (2) (3)</b>	<b>4,8</b>	<b>1,5</b>	<b>20,4</b>	<b>21,6</b>
Brasil	8,0	10,1	30,9	35,4
Chile	0,6	-7,1	-0,8	11,0
Colombia	4,4	-6,2	9,8	11,0
México	0,8	-6,6	13,3	11,2
Perú	4,4	0,9	5,6	5,6
<b>Exp. commodities (2)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-9,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>
Australia	-4,3	-17,2	-5,6	-5,9
Canadá	-2,4	-7,4	-0,7	-0,7
Nueva Zelanda	-2,3	-10,6	-2,0	-2,4
Sudáfrica	1,1	0,6	16,9	12,4
<b>Desarrollados (2)</b>	<b>-4,3</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-5,0</b>
Eurozona	-5,1	-7,8	-6,8	-6,3
Japón	-2,0	-2,6	-2,7	-0,1
Reino Unido	-4,3	-9,4	-1,7	-7,2
<b>Otros emergentes</b>				
China	-2,5	-1,9	-1,6	-2,4
Rep. Corea	-2,6	-4,6	0,7	-2,1
India	-1,1	-0,3	4,2	4,4
Indonesia	3,8	-5,5	4,7	3,5
Polonia	-5,8	-10,1	-4,7	-5,6

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

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

(3) Excluido Chile.

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

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

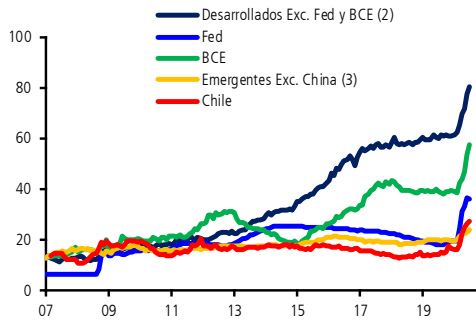
Las condiciones financieras que enfrenta la economía chilena siguen siendo favorables, en un contexto de elevado impulso monetario local y global, indicadores de actividad que, tras una fuerte caída a comienzos del segundo trimestre, muestran una estabilización en lo más reciente y un desarrollo de la pandemia que parece más controlado en Chile. En tales circunstancias, los indicadores de riesgo financiero han mejorado, lo mismo que los precios de los activos. La suma de la liquidez provista por el Banco, las garantías estatales, diversos ajustes regulatorios y la adecuada solvencia de la banca ha contribuido al comportamiento contracíclico del crédito comercial en el mercado local, entregándose financiamiento a un elevado número de pequeñas y medianas empresas. Hacia adelante, la materialización de inversiones, las adecuaciones productivas en sectores que se han visto obligados a hacer cambios profundos en su operación, y el aumento de la actividad, requerirá que este flujo de financiamiento siga presente.

### Evolución de los mercados financieros

La gradual reapertura de diversas economías ha consolidado el tono más positivo que mostraban los mercados financieros globales hacia mediados del segundo trimestre. Especialmente relevantes han sido datos de actividad algo más auspiciosos en China y gran parte de los países desarrollados, en un contexto en que los rebrotes han tenido efectos mucho más acotados sobre el funcionamiento de los países que a comienzos de año. Así, los indicadores de riesgo soberano y corporativo —EMBI y CEMBI— han disminuido en la mayoría de las economías emergentes, incluyendo América Latina (gráfico I.6). Los mercados bursátiles han continuado evolucionando de manera positiva en general, con fuertes avances en China y EE.UU., donde ya muestran niveles superiores a los de febrero. En tanto, el dólar se ha debilitado multilateralmente, exceptuando frente a América Latina (tabla II.1). Lo anterior, en un contexto de alta volatilidad de las monedas, especialmente las emergentes. Además, los mercados no han estado exentos de vaivenes, asociados, entre otros factores, a las disputas entre China y EE.UU. en el plano político, comercial y tecnológico. De todos modos, estos eventos no han tenido la severidad de las tensiones observadas al comienzo de la pandemia.

### Gráfico II.1

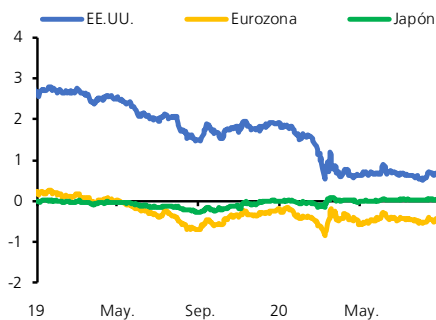
Balace de los bancos centrales (1)  
(porcentaje del PIB)



(1) Para el cálculo del PIB se utiliza una ventana móvil de 4 trimestres. (2) Considera a Inglaterra, Japón, Canadá y Suiza. (3) Considera a Brasil, India, México y Sudáfrica.  
Fuentes: Bloomberg y bancos centrales.

### Gráfico II.2

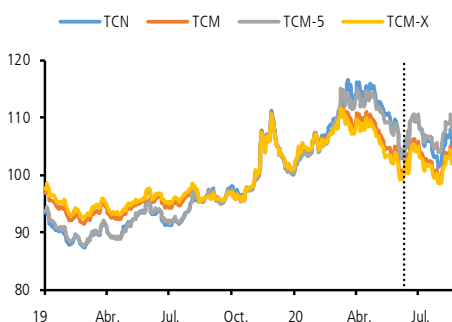
Tasas de interés de bonos a 10 años  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

### Gráfico II.3

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

La mayoría de los bancos centrales mantiene o ha intensificado el impulso monetario, conservando bajas tasas de referencia y/o subido los estímulos no convencionales, especialmente en los países desarrollados. Desde febrero, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo han aumentado sus activos por el equivalente a 18 y 19% del PIB, respectivamente (gráfico II.1). En este contexto, las tasas de largo plazo de los países desarrollados se mantienen bajas (gráfico II.2) y de gran parte de los emergentes revirtieron los aumentos observados en marzo.

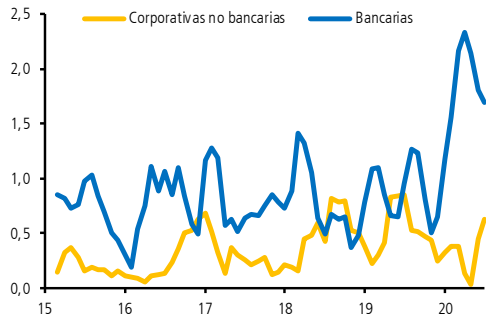
En Chile, los mercados financieros siguieron las tendencias de sus pares externos, reflejando en lo grueso la evolución más controlada de la pandemia y las diversas medidas adoptadas para reducir sus efectos negativos en la economía. El riesgo soberano y corporativo disminuyó desde el IPoM de junio alrededor de 30 y 60pb —EMBI y CEMBI, respectivamente. El IPSA ha oscilado en torno a los 4.000 puntos, con una trayectoria por debajo de sus símiles extranjeros. Considerado el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, el peso se depreció 0,6% respecto del dólar; 1,4%, 3,0 y 1,6% en términos multilaterales —TCM, TCM-5 y TCM-X respectivamente— (gráfico II.3). El tipo de cambio real se ubica cercano a 100 (índice 1986=100). Todo esto en un contexto de mayor volatilidad intradía y vaivenes relacionados con el retiro de una parte de los ahorros previsionales (Recuadro II.1), recomendaciones de asesores previsionales, y movimientos notorios del dólar y del precio del cobre.

La elevada expansividad monetaria ha cooperado en mantener favorables condiciones financieras internas. En junio, el Consejo anunció un conjunto de medidas no convencionales, entre ellas un programa de compra de bonos bancarios y bonos del Banco Central (BCP y BCU) por hasta US\$8 mil millones de dólares. En este contexto, las emisiones locales de bonos bancarios han mantenido el alto dinamismo que registran desde enero, ubicándose cercano a los US\$2 mil millones durante julio (gráfico II.4). Los *spreads*, en tanto, han disminuido, corrigiendo parte de la divergencia entre las categorías de riesgo que se observaba en junio (gráfico II.5). Este programa también tuvo cierto impacto en las tasas de largo plazo en UF y pesos —BCU y BCP— que desde el IPoM de junio disminuyeron, en promedio, cerca de 10 y 30pb, respectivamente, en lo que también influyó la discusión constitucional sobre la compra de bonos soberanos por parte del Banco y las declaraciones del presidente del Banco respecto de la proactividad de este en la reactivación económica (gráfico II.6). Las condiciones de financiamiento corporativo no bancario mediante emisión local de bonos también han mejorado. Así, entre junio y agosto se colocó un monto cercano a US\$1.900 millones (US\$1.300 millones entre enero y mayo) (gráfico II.4). Los *spreads* de tasas en este tipo de bonos, aunque siguen altos, han disminuido desde el IPoM de junio.

Algunos factores idiosincráticos han provocado vaivenes en la evolución de los mercados locales, en particular el proceso de discusión sobre el retiro de parte de los ahorros previsionales. Durante julio, mes en que el

#### Gráfico II.4

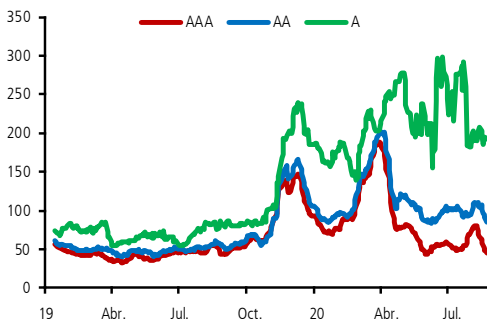
Emisiones corporativas bancarias y no bancarias  
(promedio móvil trimestral, miles de millones de dólares)



Fuentes: Comisión para los Mercados Financieros y Bolsa de Comercio de Santiago.

#### Gráfico II.5

Spread corporativo bancario (\*)  
(promedio móvil de dos semanas, puntos base)

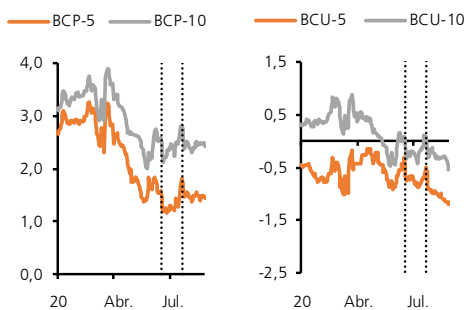


(\*) Spreads respecto a bonos soberanos en UF.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

#### Gráfico II.6

Tasas de interés de los documentos del BCCh (1) (2)  
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada izquierda corresponde al anuncio del programa de compra de bonos bancarios. (2) Línea vertical punteada derecha corresponde a declaraciones del presidente del BCCh respecto a proactividad para tomar medidas que ayuden a la reactivación económica.

Fuente: Banco Central de Chile.

tema se debatió en el Congreso, los mercados locales mostraron oscilaciones significativas, con una apreciación del peso, un alza de las tasas de largo plazo y bastante incertidumbre sobre el efecto de la liquidación de activos por parte de las administradoras (Recuadro II.1).

En este contexto, una vez aprobada la iniciativa, el Consejo implementó una serie de normas para acomodar la liquidación de activos por parte de las AFP y asegurar que se diera de manera ordenada, de modo de preservar la estabilidad financiera y la eficiencia del proceso de formación de precios. Las medidas se centraron, en primer lugar, en entregar liquidez transitoria a través de la CCVP, ofreciendo mayor plazo para las ventas de activos, y, en segundo lugar, en la compra de activos (bonos bancarios y DAP) con un *spread* para acotar la volatilidad si éstos subían en exceso<sup>1/</sup>. Estas medidas, en conjunto con cambios regulatorios y la estrategia de gestión de cartera de las AFP, contribuyeron a que los ajustes en los fondos de pensiones se dieran sin mayores interrupciones en los mercados y a que las administradoras obtuvieran mayor liquidez en el mercado interno mediante la acumulación de PDBC y la desacumulación de bonos bancarios. Ello ha llevado a una menor presión apreciativa sobre el peso —debido a la menor necesidad de internar recursos externos—, a una menor volatilidad y descenso de las tasas largas soberanas y bancarias.

### Evolución del crédito bancario

La suma de la liquidez provista por el Banco, las garantías estatales, diversos ajustes regulatorios y la adecuada solvencia de la banca, ha contribuido a que las colocaciones comerciales rompan su habitual relación con el ciclo económico. Fenómeno común en varias economías que han tomado medidas de este tipo (Recuadro I.1). A julio, su variación real anual se acercó a 12%, que se compara con el 6,5% hasta febrero (gráfico II.7). El promedio de las tasas de interés en este segmento se ha mantenido en torno a 4,8% nominal anual. La puesta en marcha de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) y el uso de garantías fiscales han sido determinantes en el aumento del crédito. Muestra de aquello es que mediante el uso de ambas etapas de la FCIC se les ha facilitado a los bancos un monto cercano a los 21 billones de pesos<sup>2/</sup>. Además, estos, haciendo uso de la garantía Fogape, han colocado cerca de 8 billones de pesos y han otorgado cerca de 220 mil créditos a micro, pequeñas y medianas empresas. La evidencia muestra que el flujo de crédito ha apoyado la continuidad operacional de las empresas más afectadas por la pandemia y ha ayudado a mitigar la caída de la inversión (Recuadro II.2).

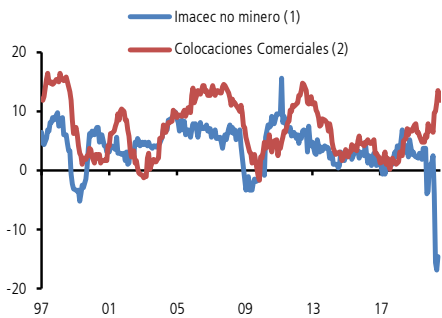
A diferencia del segmento comercial, el crédito a personas sí ha reflejado la evolución del ciclo económico. La cartera de consumo profundizó su contracción a cerca de 10% en julio en términos reales (gráfico II.8). Las

<sup>1/</sup> Detalles sobre estas normas se encuentran disponibles en <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/comunicado-del-banco-central-de-chile-1>

<sup>2/</sup> A la fecha sigue a disposición del sistema financiero la segunda etapa de la FCIC, de la cual se ha utilizado casi el 30% de los recursos.

### Gráfico II.7

Colocaciones comerciales reales e Imacec no minero (variación anual, porcentaje)

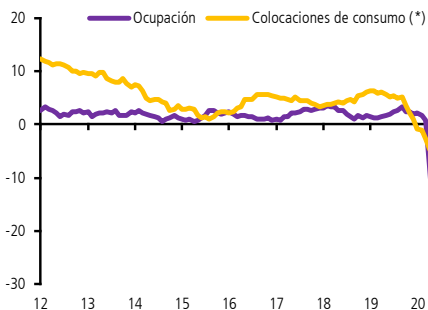


(1) Serie empalmada (índice 2013=100). (2) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico II.8

Colocaciones de consumo reales y ocupación (variación anual, porcentaje)

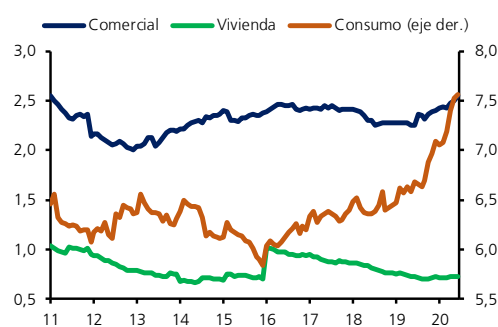


(\*) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2018.

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

### Gráfico II.9

Provisiones (porcentaje)



Fuente: Comisión para los Mercados Financieros.

colocaciones hipotecarias continúan creciendo en términos anuales, pero redujeron su ritmo de expansión en los últimos meses. El principal factor detrás del comportamiento del crédito a personas es el impacto que está teniendo la pandemia sobre los ingresos de los hogares y las restricciones de consumo por medidas sanitarias. Así, la oferta de crédito se ha visto restringida por una mayor percepción de riesgo en la cartera de clientes y la demanda se ha deteriorado por el empeoramiento del mercado laboral y las expectativas sobre su recuperación. En cuanto a las tasas de interés, en promedio, en el segmento de consumo bajaron algo, hasta 20,1% anual en pesos, y en vivienda lo hicieron hasta 2,6% anual en UF.

El abrupto deterioro del escenario macroeconómico ha afectado los indicadores de riesgo de crédito bancario. Con datos a junio, se observa una continua tendencia ascendente del gasto en provisiones en la cartera comercial y, con mayor intensidad, en la de consumo (gráfico II.9). Además, en esta última los castigos se acercaron a 7% de las colocaciones en junio (en torno a 5,5% los últimos cinco años). La morosidad, en cambio, luego del alza de finales del 2019, se estabilizó e incluso disminuyó durante junio para la cartera comercial. Esto probablemente está relacionado a un alza importante de las reprogramaciones<sup>3/</sup> —que ya suman un total cercano a 1,5 millones—, lo que podría estar postergando la manifestación del deterioro de cartera en los datos.

El Banco Central ha adoptado una serie de medidas orientadas a proporcionar liquidez a los mercados y estimular el flujo de crédito al sector productivo, de manera de evitar un ciclo desinflacionario más severo y prevenir riesgos para la estabilidad financiera, que pudieran elevar el costo económico y social del actual *shock*. Estas medidas han dispuesto recursos por cerca de US\$50 mil millones a la economía (17,7% del PIB), mediante la FCIC1 y 2 -LCL y los programas de compra de bonos bancarios. Todo esto se ha traducido en una expansión importante del balance del Banco Central, que durante el primer semestre del 2020 subió 10% del PIB (gráfico II.1). Lo anterior ha contribuido a mitigar los impactos en los mercados financieros de los diversos *shocks* que ha sufrido la economía en los últimos trimestres. Además, ha favorecido la mantención de un flujo de crédito acorde con las necesidades de capital de trabajo e inversión, rompiendo la relación procíclica del crédito comercial. En adelante, la recuperación de la actividad, así como la adaptación en su operación de algunos sectores, requerirá que este financiamiento siga presente. En este contexto, el Consejo se compromete a mantener un elevado impulso monetario por un largo tiempo e incrementarlo si ello es necesario para el logro de los objetivos de control inflacionario, así como tomar las medidas necesarias para preservar la estabilidad financiera.

<sup>3/</sup> Hasta el 21 de agosto, los bancos habían reprogramado cerca del 37% de las colocaciones comerciales y el 38% de hipotecarias, respectivamente, y hasta el 31 de julio habían reprogramado el 19% de las de consumo.

## Recuadro II.1: Descripción y efectos de corto plazo del retiro de ahorros previsionales

El pasado 23 de julio se aprobó una reforma constitucional que habilita a los afiliados al sistema de AFP a retirar una fracción de sus ahorros previsionales, con un límite inferior de \$1 millón y uno superior de \$4,3 millones. El proceso de retiro, que se prolongará por un año, comenzó el 30 de julio y hasta el miércoles 26 de agosto, algo más de 10,3 millones de personas (93% del total de afiliados al sistema) ya lo había solicitado<sup>1/</sup>. A esa fecha, el monto admitido a trámite ascendió a US\$15,3 mil millones<sup>2/</sup> (76% del saldo retirable; equivalente a 6% del PIB del 2019).

La discusión, aprobación y puesta en marcha de esta reforma generó efectos importantes en los mercados financieros locales, que se han ido mitigando con el paso de los días. Este Recuadro describe esos efectos, y presenta evidencia preliminar sobre su impacto de corto plazo en el consumo.

### Efectos sobre los mercados financieros

En Chile, los ahorros de pensiones están invertidos en instrumentos financieros en el mercado local y en el exterior. Por ello, era de esperar que la liquidación de parte relevante de ellos redujera el precio de las acciones locales, elevara las tasas de interés en el mercado de renta fija y, en la medida en que se repatriaran fondos liquidados en el exterior, apreciara el tipo de cambio. En su fase inicial, la discusión parlamentaria tuvo efectos en la dirección anticipada. Las tasas de interés de los bonos soberanos a diez años aumentaron 40 puntos base (pb) entre el 7 y el 17 de julio; el IPSA cayó 4% entre el 9 y el 21 de julio; y el peso se apreció en torno a 7% en ese período (gráfico II.10).

Además de los efectos en el nivel, la incertidumbre asociada a la eventual aprobación y el monto que sería retirado implicó un aumento de la volatilidad de los precios de los activos. Esto se observó en las tasas de interés, la bolsa y, más marcadamente, en el tipo de cambio (gráfico II.11).

Para impedir que el aumento de la volatilidad pudiera comprometer la estabilidad financiera y la normal formación

de precios, el 23 de julio, el Banco anunció que estaba evaluando medidas para proveer liquidez, y facilitar el ajuste de cartera. Los detalles de las medidas fueron publicados el 30 de julio. Por un lado, se estableció un programa especial de operaciones de compra en el mercado *spot* y venta a plazo de bonos bancarios —que son realizadas de forma simultánea—, cuyo objetivo es proveer de un mecanismo que entregue liquidez, evitando que acomodados en la cartera de inversiones —realizados en corto tiempo— provoquen una sobre-reacción en los niveles y volatilidad de los precios de los instrumentos de renta fija. La Superintendencia de Pensiones también realizó varias adecuaciones para facilitar el proceso, lo mismo que la CMF.

Por otro lado, considerando que una parte importante de la cartera de las AFP en el mercado local está concentrada en bonos bancarios y depósitos a plazo, se decidió continuar con el programa de compra de dichos bonos y establecer un programa de compra de depósitos a plazo por hasta US\$8 mil millones, todo esto con el objeto de evitar que una liquidación masiva de estos activos pudiera producir distorsiones en estos mercados. En el caso de los depósitos a plazo, se debe tener presente además su relevancia para el funcionamiento del mercado monetario, por lo que evitar distorsiones en este ámbito es un factor importante para la correcta transmisión de la política monetaria. Aunque no han sido utilizadas en su totalidad, la correlación temporal entre el anuncio, la reducción de la volatilidad y la reversión parcial de los efectos en los precios de los activos, sugieren que el efecto señal habría sido efectivo en mitigar los impactos de corto plazo.

<sup>1/</sup> De ese total, 933 mil no se acogieron a trámite por deficiencias formales.

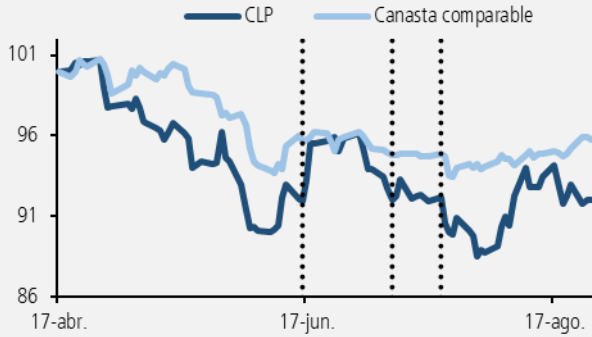
<sup>2/</sup> Datos al 25 de agosto. Considerando los límites establecidos en la reforma y los saldos en las cuentas individuales, el monto retirable total podría llegar a una cifra en torno a US\$20 mil millones.



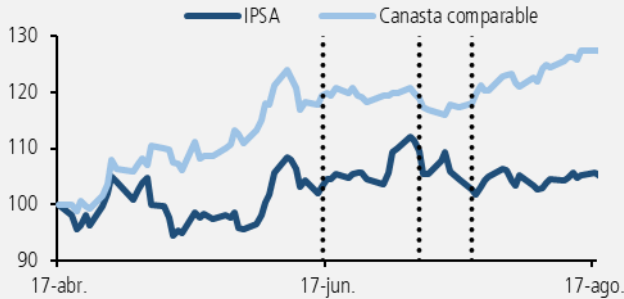
**Gráfico II.10**

Evolución de activos locales versus canasta de países comparables (1) (2)

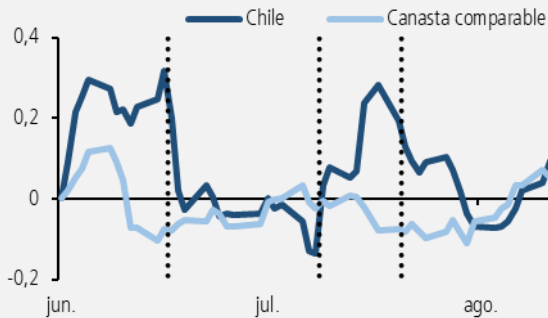
(a) Tipo de cambio  
(índice, 100=17.04.20)



(b) IPSA  
(índice, 100=17.04.20)



(c) Tasas 10 años bono soberano  
(diferencial respecto al 01.06.20)



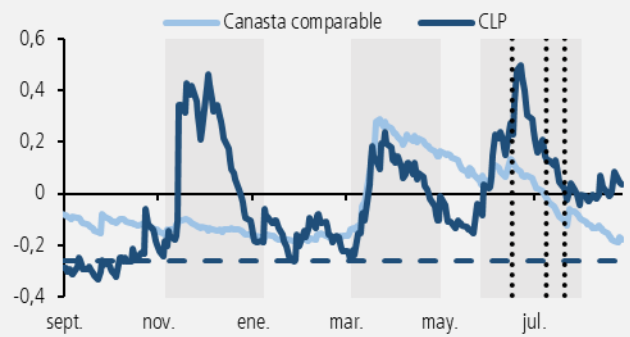
(1) Líneas verticales de izquierda a derecha corresponden a la RPM de junio (16 de junio), aprobación en la Cámara de Diputados de la idea de legislar proyecto que permita el retiro del 10% de fondos de las AFP (8 de julio) y primeros anuncios del Banco Central de Chile (20 de julio). (2) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de activos de América Latina y exportadores de materias primas (Australia, Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú).

Fuente: Bloomberg.

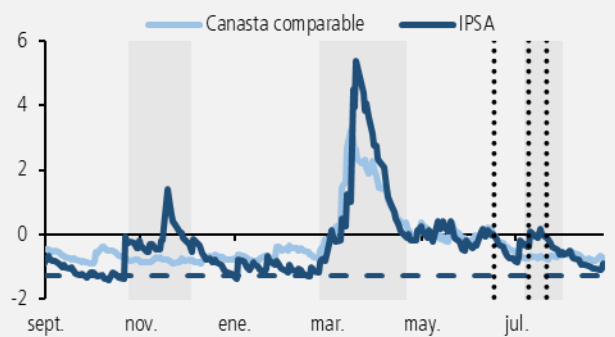
**Gráfico II.11**

Volatilidad de activos locales versus canasta de países comparables (1) (2) (3) (4)

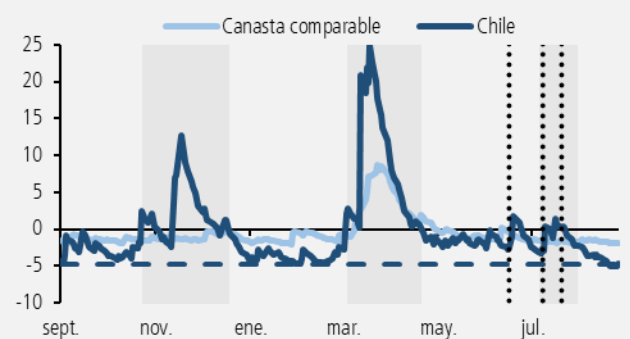
(a) Tipo de cambio  
(diferencia respecto del promedio 2020, desvíos estándar)



(b) IPSA  
(diferencia respecto del promedio 2020, desvíos estándar)



(c) Tasas de bonos soberanos a 10 años  
(diferencia respecto del promedio 2020, desvíos estándar)

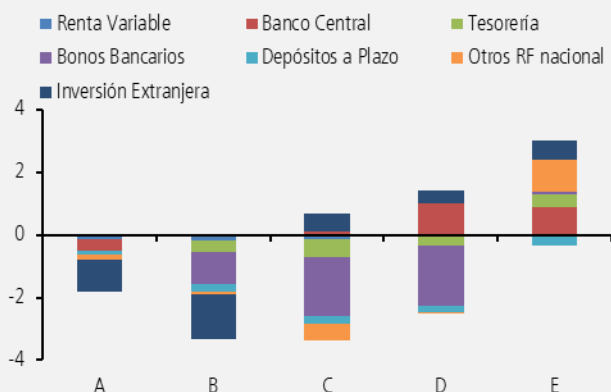


(1) Líneas verticales de izquierda a derecha corresponden a la RPM de junio (16 de junio), aprobación en la Cámara de Diputados de la idea de legislar proyecto que permita el retiro del 10% de fondos de las AFP (8 de julio) y primeros anuncios del Banco Central de Chile (20 de julio). (2) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de activos de América Latina y exportadores de materias primas (Australia, Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). (3) Línea segmentada horizontal muestra la media para Chile desde enero del 2016 hasta septiembre del 2019. (4) Regiones en gris, de izquierda a derecha, corresponden a lapsos de mayor volatilidad asociados al estallido social, al surgimiento de la pandemia por Covid-19 y al proceso de discusión sobre el retiro del 10% los ahorros previsionales.

Fuente: Bloomberg.

## Gráfico II.12

Cambios de portafolio de las AFP por fondo (\*)  
(miles de millones de dólares)



(\*) Cambio del portafolio entre el 17 de julio y el 25 de agosto de 2020.  
Fuente: Banco Central de Chile y Superintendencia de Pensiones.

La estrategia de gestión de cartera seguida por las AFP también operó como un factor relevante para la contención de la volatilidad financiera. En particular, dado que la regulación penaliza la caída de valor de los fondos, la liquidación de activos se focalizó en aquellos con menor impacto en los mercados locales (gráfico II.12). También es destacable que varias AFP comenzaron a ajustar sus carteras con anticipación, de modo de reducir la concentración temporal de operaciones. Algo similar ocurrió con el pago a los cotizantes, que en algunos casos se adelantó respecto de la fecha inicialmente comprometida.

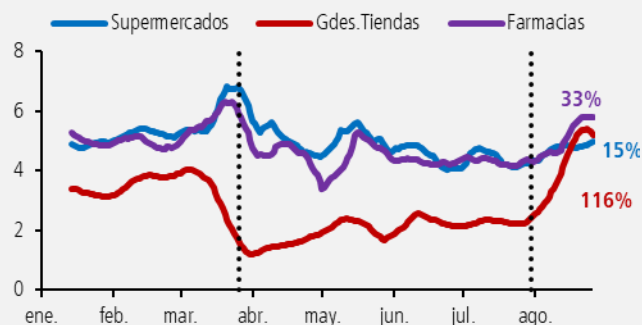
## Posibles efectos sobre el consumo

La evidencia sobre el uso de los ahorros retirados es aún limitada. Aunque meramente cualitativo, lo recogido en encuestas muestra que impulsará tanto el consumo habitual como el durable, al mismo tiempo que se destinará al pago de compromisos financieros, ahorro e inversión. Según encuestas de CADEM y de la Cámara de Comercio de Santiago —ambas publicadas la tercera semana de julio—, el consumo habitual aparece como el principal destino de los ahorros retirados. En estas mediciones, entre el 50 y 60% de quienes responden los usarían total o parcialmente para la compra de alimentos e insumos básicos. Al mismo tiempo, entre 30 y 40% de las personas dedicarían parte de los recursos al pago de servicios básicos. La cancelación de deudas aparece en ambas encuestas como el tercer uso más citado, entre 20 y 25% de los encuestados. Es importante notar que si bien el uso del retiro en estos dos últimos ítems no tiene un impacto directo en la demanda, sí reduce los riesgos de estabilidad financiera que podría producir un aumento de los impagos producto de la crisis económica.

Los datos de ventas minoristas recogidos en boletas electrónicas también son coherentes con un repunte del consumo. En este caso parecería más sesgado a los bienes durables y semi-durables que al consumo habitual. Según estas cifras, al comparar las dos semanas previas al cierre estadístico con las dos últimas semanas de julio, las ventas del comercio minorista mostraron un importante repunte, concentrado en el segmento de grandes tiendas, que había sido el más afectado desde el inicio de las cuarentenas (gráfico II.13). Respecto de las eventuales implicancias para la ocupación, los efectos en el consumo estarían más sesgados hacia la compra de bienes importados —cuya producción y comercialización tiene menor intensidad relativa de empleo— que hacia servicios —donde el empleo típicamente responde con mayor fuerza ante una mejora de las ventas. También, cabe destacar que en el repunte del comercio minorista se conjugan otros dos factores: la materialización de transferencias desde el gobierno, los subsidios estatales, y el fin de las cuarentenas en algunas comunas del país.

## Gráfico II.13

Ventas registradas en boletas electrónicas (1) (2)  
(promedio móvil de dos semanas, miles de millones de pesos)



(1) Línea vertical izquierda indica el inicio de las cuarentenas en el sector oriente de Santiago (26 de marzo). Línea vertical derecha indica la publicación de la ley de retiro del 10% de los ahorros previsionales en el Diario Oficial (30 de julio). (2) Porcentajes indican variación entre el 30 de julio y el 26 de agosto.  
Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario de proyección de este IPoM, considera que la mitad del retiro ya aprobado (el que se ubica en torno a 6% del PIB del 2019), será destinado al consumo de bienes, en tanto que la mitad restante irá al pago de cuentas, créditos, inversiones financieras o ahorro. Dadas las restricciones imperantes a la actividad de servicios, el mayor consumo estará más concentrado en bienes que lo usual, lo que elevará el componente importado. En torno a dos tercios del gasto se concretará durante el 2020, contribuyendo de forma significativa, pero transitoria, a compensar la caída de la demanda interna y la actividad este año. El saldo restante se concretará en los primeros meses del 2021, con un impacto

naturalmente menor. Hacia el más largo plazo, deberán ponderarse no solo los efectos de corto plazo sobre el consumo, sino también el impacto más permanente sobre el ahorro, la inversión y las cuentas fiscales, lo que dependerá, entre otras cosas, de cómo sea compensada la reducción de los ahorros previsionales.

## **Conclusión**

Los primeros días de discusión de la reforma que permite el retiro de ahorros previsionales generaron un ajuste de precios en los activos que el mercado esperaba que fueran liquidados y un aumento de su volatilidad. Las medidas implementadas por el Banco Central, los reguladores y la gestión de cartera de las AFP, han jugado un rol relevante en facilitar el ajuste, mitigando dicha volatilidad. Por otra parte, el volumen del retiro de ahorros, unido a información preliminar de encuestas y ventas del comercio minorista, es coherente con un impulso relevante —aunque transitorio— al consumo. Este último se encuentra incorporado en el encuadre macroeconómico de las proyecciones de este IPoM.

## Recuadro II.2: El *shock* de la pandemia y la respuesta económica: evidencia de las empresas en Chile

Un aspecto distinto de la recesión causada por el Covid-19 ha sido la significativa expansión del crédito comercial que se ha observado en varios países. Esto ha sido ayudado, en gran parte, por la combinación de una política monetaria altamente expansiva —incluyendo medidas no convencionales— y garantías estatales a los préstamos (Recuadro I.1). En Chile también se ha observado esta tendencia, respondiendo a las medidas del Banco Central, las garantías FOGAPE y a los ajustes regulatorios de la CMF. Si bien esto ha permitido que muchas empresas estén logrando superar los momentos más complejos de la pandemia, la expansión del crédito agregado puede no ser suficiente para evitar cicatrices más profundas. En este sentido, es especialmente importante que el crédito llegue a aquellas empresas que, siendo solventes, están enfrentando serias restricciones de liquidez por el cierre total o parcial de sus actividades.

La evidencia presentada en este Recuadro muestra que el *shock* que han enfrentado las empresas chilenas ha sido muy significativo y heterogéneo entre sectores, observándose importantes caídas de las ventas y un aumento relevante de las empresas que no reportan ventas<sup>1/</sup>. En todo caso, las empresas que más han visto afectadas sus operaciones han sido capaces de acceder al crédito, en especial a través de los programas FOGAPE-Covid. Además, los datos muestran que este acceso al financiamiento ha permitido mantener la continuidad operacional y reducir la contracción de la inversión.

Es importante notar que las conclusiones presentadas en este Recuadro surgen a partir del análisis de información individual a nivel de empresas<sup>2/</sup>. Esto combina el análisis de datos de desempeño económico, acceso al crédito bancario y los distintos márgenes de ajuste de las empresas. Este conjunto de datos no está disponible comúnmente en todos los países y releva el valor de contar con información granular que permita realizar una correcta evaluación del rol que juegan las políticas macroeconómicas. Más aún, en periodos de estrés

<sup>1/</sup> Esto ha sido un fenómeno común en varias economías. Albagli *et al.* (2020) realiza una revisión de la literatura internacional más reciente sobre los efectos de la pandemia en las empresas.

<sup>2/</sup> Los principales datos utilizados provienen del SII y de la CMF, además de información de finiquitos de la Dirección del Trabajo. El Banco Central

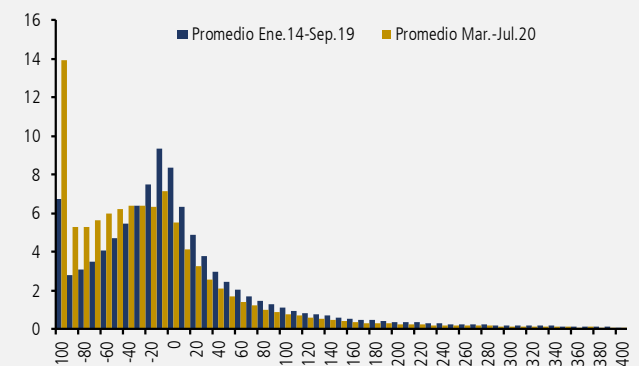
como el actual, el corto rezago de esta información ofrece la capacidad de enmendar el curso de las políticas, en la medida que su diagnóstico sugiera áreas de mejora, una limitación muy importante de los datos agregados tradicionales, dado los rezagos de su publicación.

### *Shock* a las ventas y expansión del crédito

La información de la factura electrónica muestra que en los últimos meses se ha producido una caída importante de las ventas. En promedio, entre marzo y julio de este año, la variación real anual de las ventas anotó una baja de 13,6%, que se compara con el aumento de 10,5% que mostró en el lapso enero 2014 —desde cuando se disponen de datos de factura electrónica— a septiembre 2019 —mes previo al inicio de la crisis social<sup>3/</sup> (gráfico II.14).

**Gráfico II.14**

Distribución del crecimiento real anual de las ventas (\*) (porcentaje de firmas)



(\*) En base a información de la factura electrónica. Crecimientos de ventas anuales calculados con frecuencia mensual para cada firma.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las empresas con las mayores caídas de ventas pertenecen a los sectores de restaurantes y hoteles, servicios personales, vivienda y construcción. En esto, se combinan empresas que

siempre trabaja con registros innominados, para garantizar el anonimato de empresas y personas.

<sup>3/</sup> Los datos y ejercicios reportados excluyen sectores, *a priori*, menos afectados por la evolución de la pandemia, como minería, EGA, Agro, Pesca, y administración pública. Para detalles de la construcción de los márgenes de ajuste y la muestra de empresas empleada, ver Albagli *et al.* (2020).

dejan de reportar —tienen una caída de ventas de 100%— y empresas que reportan caídas superiores a 70% (tabla II.2).

**Tabla II.2**

Evolución sectorial de las ventas: marzo – julio 2020 (1) (porcentaje)

Sector	Crecimiento en ventas promedio (2)	Proporción firmas (3)	Proporción de firmas en no reporte en cada sector (4)	Proporción de firmas en caídas pronunciadas en cada sector (5)
Manufactura	-14,2	15,8	15,2	31,1
Construcción	-11,8	13,7	24,1	30,2
Comercio	-12,8	31,8	16,1	29,0
Transporte	-6,2	11,2	11,8	20,7
Servicios financieros	-6,0	2,0	15,3	22,7
Vivienda	-18,0	1,7	20,3	22,5
Servicios empresariales	-12,5	11,8	18,1	27,6
Servicios personales	-18,1	5,0	26,0	26,6
Restaurantes y hoteles	-39,9	6,9	41,9	23,6

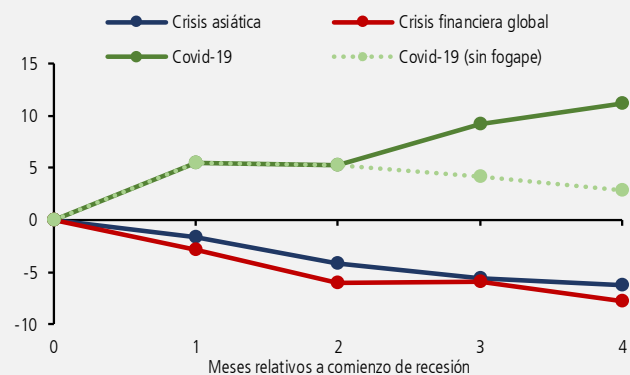
(1) En base a información de la factura electrónica. (2) Promedio simple de la variación anual de las ventas. (3) Corresponde al cálculo para el período Feb.19-Mar. 20. (4) Proporción de firmas que dejaron de reportar ventas en la factura electrónica. (5) Corresponde a empresas con caídas de ventas superiores a 70% anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

La suma de la liquidez provista por el Banco, las garantías estatales, diversos ajustes regulatorios y la adecuada solvencia de la banca, ha contribuido a que en esta recesión las colocaciones comerciales hayan roto su habitual comportamiento procíclico. Destaca la importancia de las líneas de crédito Covid-19 y el uso de garantías FOGAPE, que, entre febrero y junio del 2020, explican dos tercios del aumento de la tasa de crecimiento anual del stock de créditos comerciales (gráfico II.15).

**Gráfico II.15**

Stock de créditos comerciales (cambio en la variación anual respecto del primer mes con Imacec negativo, porcentaje)



Fuente: Huneus *et al.* (2020).

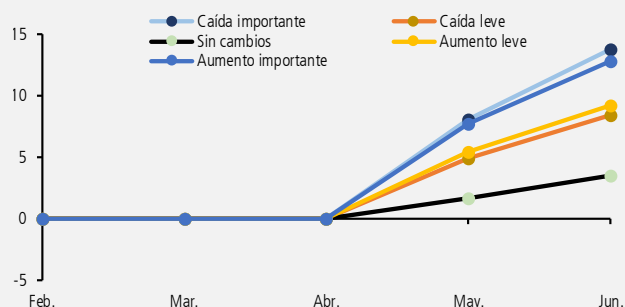
Respecto del destino del crédito, el cruce de información tributaria y financiera muestra que los préstamos entregados a través de los programas FOGAPE-Covid-19 han ido en mayor medida hacia empresas que han tenido caídas importantes de sus ventas (gráfico II.16, panel a). En cuanto a aquellas que

por el tamaño de sus ventas no son elegibles para estos programas, se aprecia un incremento significativo del crédito a empresas mega-grandes. Respecto de su temporalidad, destaca que el crédito a empresas MiPYME y grandes solo comenzó a mostrar aumentos a partir de mayo, cuando se implementan los programas FOGAPE-Covid-19 (gráfico II.16, panel b).

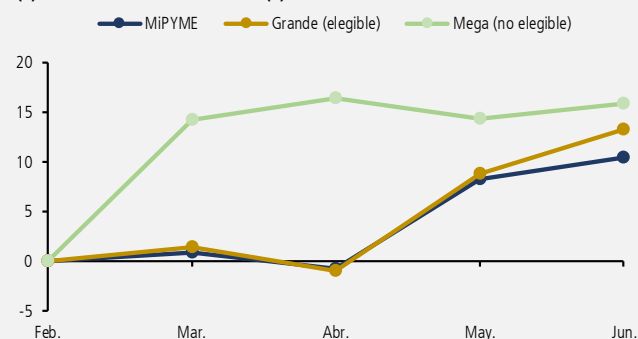
**Gráfico II.16**

Stock de créditos comerciales por tamaño y comportamiento de las ventas (cambio en la variación anual respecto de febrero 2020, porcentaje)

(a) Créditos otorgados con programas FOGAPE-Covid-19 (1)



(b) Stock créditos comerciales (2)



(1) Caída importante: crecimiento menor a -20% (46% del total de empresas); Caída leve: crecimiento entre -20% y -1% (17% del total). Sin cambios: ventas entre -1% y 1% (3% del total). Aumento leve: crecimiento entre 1% y 20% (13% del total). Aumento importante: superior a 20% (21% del total).

(2) Tamaño de empresas definido según ventas totales del Formulario 29 del SII entre septiembre 2018 y septiembre 2019. MiPYMEs: ventas anuales hasta 100 mil UF; Grandes: ventas anuales entre 100 mil y 1 millón de UF; Mega grandes: ventas anuales mayores a 1 millón de UF.

Fuente: Huneus *et al.* (2020).

## El crédito como mitigador de los márgenes de ajuste para las empresas en Chile

El cruce entre información tributaria y deuda muestra que el acceso al crédito ha sido un factor relevante para que las empresas que han visto caer sus ventas hayan logrado seguir

operando<sup>4</sup>). De hecho, los resultados reportados en Albagli *et al.* (2020), muestran que aquellas empresas que han logrado un préstamo en los últimos meses han reducido su probabilidad de dejar de reportar ventas en junio y julio de este año<sup>5</sup>.

Los resultados también apuntan a que, en los últimos meses, el acceso al crédito ha mitigado la caída de la inversión. Este resultado, en todo caso, varía dependiendo del tamaño de la empresa, pues en esta coyuntura el acceso a crédito no parece afectar la inversión de las más grandes. Una posible interpretación es que este tipo de empresas enfrentan menores restricciones de liquidez, por lo que el acceso a crédito en el margen influye poco sobre sus decisiones de inversión. Algo similar se observa para las empresas más pequeñas, aunque probablemente por razones distintas. En este caso, es posible que hayan destinado el crédito a asegurar la continuidad operacional, contrayendo la inversión sin mayor influencia del crédito. Para empresas de tamaño intermedio, la evidencia sugiere que el acceso a préstamos bancarios ha ayudado a mitigar la caída en inversión.

## Reflexiones finales

El *shock* que han enfrentado las empresas en Chile durante la pandemia ha sido significativo, reflejado en importantes caídas de las ventas e incluso un incremento de las empresas que no las reportan (porque dejaron de tenerlas). En línea con el objetivo de las políticas públicas que se han adoptado, la evidencia muestra que el crédito bancario no solo ha crecido de forma relevante, sino que ha llegado al segmento de empresas más afectadas por la pandemia. En estas empresas ha contribuido a mitigar los efectos más negativos, ayudando a mantener la continuidad operacional y reduciendo la caída de la inversión.

Sin embargo, la evidencia también muestra que no todas las empresas han accedido al crédito y que, en muchos casos, se ha perdido la continuidad operacional. Si bien es prematuro determinar si esto corresponde a decisiones permanentes, es evidente que la actual situación implicará cierres de un número importante de empresas. La dimensión de este fenómeno solo será apreciable con mayor claridad en los meses venideros.

En adelante, la materialización de inversiones, las adecuaciones productivas en sectores que se han visto

obligados a cambios profundos en su operación, y el aumento de los niveles de actividad, requerirá que el financiamiento siga presente. Por esto, es esencial asegurar un flujo sostenido de crédito, procurando que el sistema financiero no vea deteriorados sus niveles de capitalización y liquidez, ya sea por cambios regulatorios y/o por un deterioro más marcado de la capacidad de repago de hogares y empresas. Si se diera una situación como esta, el sector financiero podría no ser capaz de sostener el crecimiento del crédito, transformándose en un amplificador de la recesión, como ha sido en otras ocasiones.

---

<sup>4</sup>/ Albagli *et al.* (2020) describe la metodología y resultados de las regresiones que sustentan este análisis.

<sup>5</sup>/ Estos resultados son robustos a varias especificaciones y selecciones muestrales, incluyendo la exclusión del sector de restaurantes y hoteles, que tiene la mayor proporción de empresas cerradas por orden sanitaria.

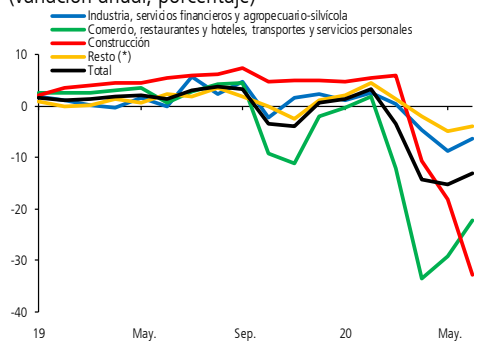


### III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

*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.*

**Gráfico III.1**

Actividad económica sectorial  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Considera Pesca, Electricidad, gas, agua y gestión de desechos, Minería, Comunicaciones y servicios de Información, Servicios Empresariales, Servicios de Vivienda e inmobiliarios y Administración Pública.  
Fuente: Banco Central de Chile.

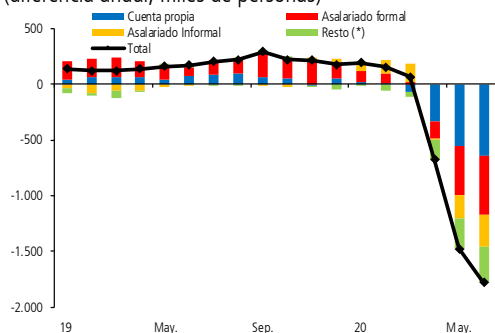
Tras anotar una fuerte caída a principios del segundo trimestre, la economía chilena ha mostrado signos de estabilización, combinándose repuntes incipientes en algunos sectores y deterioros en otros. Sin embargo, el impacto negativo de la pandemia sobre los ingresos de empresas y hogares ha sido muy significativo, lo que impone riesgos importantes para el proceso de recuperación de la economía. Particularmente relevante será la evolución del mercado laboral, cuyas holguras han aumentado de forma significativa a causa de la pérdida de empleos, la reducción de los ingresos laborales y las horas trabajadas, a lo que se suma una alta inactividad. Eso sí, en el corto plazo se prevé que el consumo se favorezca por las diversas medidas de apoyo a los ingresos, entre ellos el efecto temporal del retiro de una parte de los ahorros previsionales.

Luego de la caída de 14,1% anual de la economía en el segundo trimestre —la peor en varias décadas— el IMACEC mostró que, descontada la estacionalidad, la mayor contracción ocurrió en abril (más de 8% respecto del mes previo). La información reciente da cuenta de cierta estabilización de la actividad, pero con distintos comportamientos entre sectores, en un contexto en que la evolución de la pandemia obligó a imponer medidas de contención sanitaria más restrictivas durante el segundo y parte del tercer trimestre. Por un lado, rubros como el comercio y ciertos servicios se habrían adaptado más rápidamente a las nuevas condiciones de funcionamiento. Un ejemplo de ello es el traspaso de ventas desde el canal presencial al *online*. Según datos de la Cámara Nacional de Comercio éste último creció más de 40% anual en el segundo trimestre. En este contexto, las ventas del comercio minorista de bienes durables y no durables han mostrado un repunte a partir de mayo (INE). Por otro lado, en sectores como los servicios financieros, servicios personales, parte de la industria y el sector agropecuario-silvícola, los efectos de la pandemia han sido menores que lo anticipado. Ello por la implementación del trabajo remoto, la mayor cobertura de las clases en línea y porque la producción de bienes esenciales no se ha visto tan fuertemente afectada. La producción minera ha sostenido un



**Gráfico III.2**

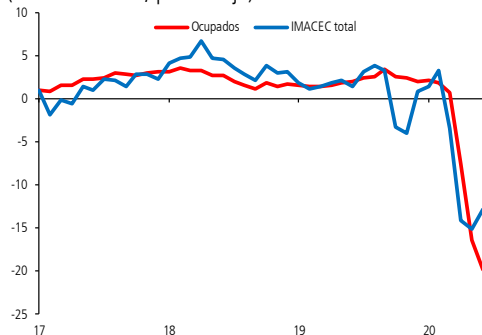
Empleo según categoría ocupacional  
(diferencia anual, miles de personas)



(\*) Incluye a empleadores, personal de servicio doméstico y familiar no remunerado.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico III.3**

Actividad y empleo  
(variación anual, porcentaje)



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

crecimiento positivo, en especial la de cobre y hierro. En contraste, hay sectores que han sido más perjudicados que lo previsto, como la construcción. En este caso, la imposición de cuarentenas ha detenido un alto número de obras, lo que debería revertirse a medida que la mejora de la situación sanitaria permita que el plan de desconfiamiento y las medidas anunciadas para reactivar el sector vayan avanzando (gráfico III.1). A nivel regional, los entrevistados del IPN de agosto dieron cuenta de una visión más negativa en el norte y centro del país, mientras que en el sur el panorama era más variado.

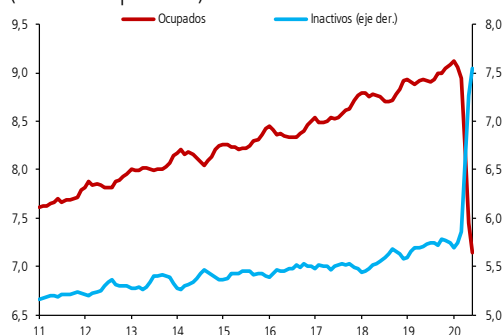
Los indicadores de alta frecuencia también han mejorado recientemente. Las exportaciones de bienes sostuvieron el desempeño que han exhibido a lo largo del año, y continúan resaltando los envíos de hierro y de cobre. Se suma el repunte de algunas líneas industriales en el segundo trimestre, en particular de alimentos enviados a Asia. Las importaciones también se han ido recuperando en el margen tras los niveles mínimos que registraron en mayo, tanto las de bienes de consumo —durable y no durable— como de capital.

Más allá del comportamiento de la actividad en el margen, los datos del segundo trimestre indican una fuerte contracción de la demanda, en particular del consumo privado. Destaca el desplome del consumo de servicios, donde las medidas de distanciamiento social han tenido efectos significativos, entre otros, en el gasto en restaurantes y hoteles, transporte, salud y actividades de esparcimiento. Ambos componentes de la inversión —construcción y otras obras; y maquinaria y equipos— tuvieron caídas relevantes en el período, aunque resaltó la sorpresa positiva en este segundo componente, vinculada principalmente a la ejecución de proyectos del sector energético. Al mismo tiempo, las existencias mostraron una leve desacumulación, ligada a productos mineros e industriales.

El gasto de los hogares ha sido muy afectado por la disminución del empleo y de los ingresos laborales. En el trimestre móvil finalizado en junio, la caída anual de la ocupación (INE) afectó a aproximadamente 1,8 millones de puestos de trabajo. En torno a 45% de ellos correspondió a empleos asalariados, mayoritariamente formales, mientras que cerca de 36% respondió a trabajos por cuenta propia. Estos últimos no han podido cumplir su tradicional rol de contención frente a este tipo de coyunturas, al estar afectados por las restricciones de movimientos (gráfico III.2). Sectorialmente, la baja ha sido generalizada, destacando el comercio, construcción y alojamiento y servicio de comidas. La reducción de los ingresos laborales ha seguido reflejándose en el crecimiento anual de los salarios nominales y en el total de horas trabajadas (INE), permaneciendo ambos en torno a sus mínimos históricos. Al mismo tiempo, casi el 70% de los consultados en el IPN de agosto indicó que había realizado recortes, ya fuera por menores comisiones y bonos, reducciones de horas extras trabajadas o de sueldos base, entre otros.

### Gráfico III.4

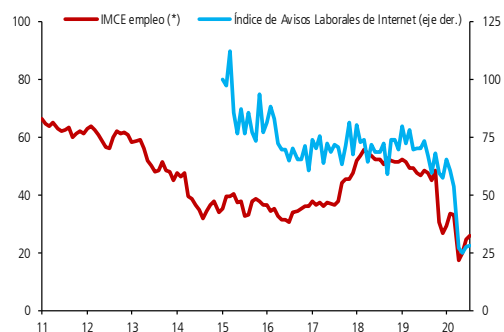
Ocupados e inactivos  
(millones de personas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

### Gráfico III.5

Perspectivas del mercado laboral  
(índices)



(\*) Promedio simple entre pregunta sobre expectativas de empleo a tres meses (IMCE) en la construcción, comercio e industria. Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo).

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare.

Durante el tercer trimestre se han aprobado diversas medidas que impulsarán significativamente el consumo en el corto plazo, lo que se ha traducido en un menor pesimismo de los consumidores. También han mejorado las expectativas empresariales, resaltando las sobre ventas futuras del comercio (IMCE). Al importante número de programas —de ayuda directa, subsidios, postergaciones de pagos y rebajas impositivas— implementados por el Gobierno se sumó el retiro de una parte de los ahorros previsionales. Sobre esta última medida, al cierre estadístico de este IPoM más de 10,3 millones de personas (93% del total de afiliados al sistema) ya la había solicitado y el monto admitido a trámite ascendía a US\$15,3 mil millones (76% del saldo retirable; equivalente a 6% del PIB del 2019). El escenario de proyección de este IPoM considera que cerca de la mitad del monto retirado será destinado al consumo —más sesgado hacia bienes, en especial importados— y con un efecto transitorio que se concentrará en la segunda mitad del 2020 (Recuadro II.1).

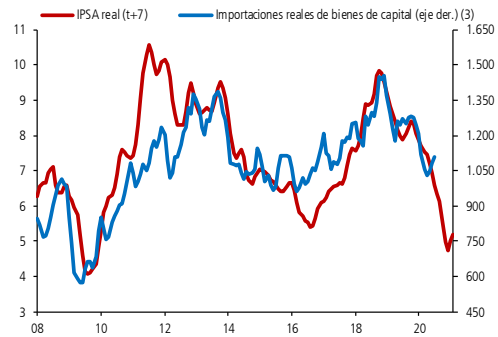
A mayor plazo, la evolución del consumo estará determinada por la capacidad del mercado laboral de absorber la significativa cantidad de personas que hoy está sin trabajar (gráfico III.3). En el trimestre móvil terminado en junio, la tasa de desempleo subió hasta 12,2% (7,4% en el finalizado en enero del 2020), mismo lapso en que el número de inactivos pasó desde 5,7 hasta 7,5 millones de personas y la ocupación disminuyó en 1,8 millones de personas (gráfico III.4). Indicadores de desocupación más amplios, que incorporan por ejemplo a los inactivos potencialmente activos<sup>1/</sup>, dan cuenta de mayores holguras en el mercado laboral.

El escenario de proyección de este IPoM supone que, en la medida en que se relajen las restricciones sanitarias, debería observarse un repunte importante del empleo por cuenta propia y el de algunos rubros que puedan ir retomando sus actividades más rápido. Sin embargo, existen riesgos relevantes de que dicha recuperación del empleo sea más lenta. Por un lado, la encuesta realizada a 760 empresas de todo el país —incluida en el IPN de agosto— arrojó que la mayoría de ellas estima que la recuperación del empleo será más lenta o mucho más lenta que la de la actividad. Por otro, la misma encuesta y las opiniones de los entrevistados de ese Informe señalan que aún deben hacer ajustes adicionales de personal y/o que el distanciamiento social impedirá retornar al funcionamiento con las mismas dotaciones. Incluso, transversalmente consideraban que una parte de la pérdida de puestos de trabajo sería de carácter permanente, en especial en los rubros de servicios. Además, se estima que, en el corto plazo, el consumo estaría más sesgado hacia bienes —cuya producción y comercialización tiene menor intensidad relativa

<sup>1/</sup> Personas fuera de la fuerza de trabajo que no realizaron actividades de búsqueda de una ocupación, pero que estaban disponibles para trabajar; o que sí buscaron, pero que no estaban disponibles para trabajar.

### Gráfico III.6

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



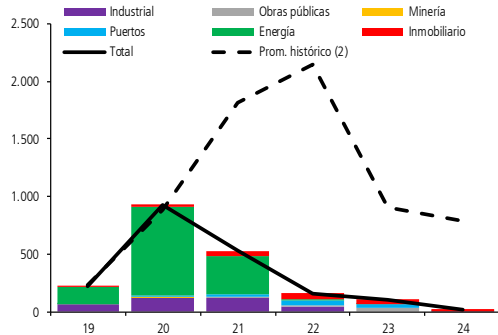
(1) Promedios móviles trimestrales.  
(2) Series deflactadas por el índice de precios de las exportaciones de bienes de capital, base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 utilizando variaciones anuales. Para el dato de julio de 2020, se asume el mismo valor del segundo trimestre de ese año.  
(3)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

de empleo—, que hacia servicios. Otro factor a considerar es cómo se reincorporarán los trabajadores acogidos a la Ley de Protección al Empleo, que al cierre estadístico de este IPoM consideraba a cerca de 723 mil personas. Por último, el índice de avisos laborales de Internet (BCCh) y las expectativas de contratación (IMCE) permanecen bajas en perspectiva histórica, más allá de un repunte reciente (gráfico III.5). Aunque las expectativas de los consumidores tuvieron alguna mejoría en el margen, sus niveles continúan siendo notoriamente pesimistas (IPEC).

Las perspectivas para la inversión han mejorado en el margen respecto del IPoM anterior, por la incorporación de algunos proyectos ligados al sector energético y los anuncios de inversión pública y medidas de reactivación para el 2020-2022. En el componente de maquinaria y equipos, el aumento de las importaciones de bienes de capital de los últimos meses está asociado a las ya mencionadas iniciativas del sector energético. Eso sí, la evolución de otros de sus fundamentos, como el tipo de cambio real y de la bolsa local aún no sugieren un repunte relevante del componente transable de la inversión en los próximos meses (gráfico III.6). En el caso de construcción y otras obras, el plan de inversión pública anunciado hace unas semanas implicará un impulso mayor al previsto. Este involucrará montos por aproximadamente US\$34 mil millones para el período 2020-2022 y, entre otras, se centrará en obras públicas de vialidad, infraestructura, transporte y soluciones habitacionales e hídricas. También agilizará inversiones privadas, concesiones y licitaciones. El catastro de la CBC del segundo trimestre del 2020 reportó reprogramaciones hacia los próximos años, así como una entrada de nuevos proyectos muy por debajo del promedio histórico (gráfico III.7). En cambio, en la parte inmobiliaria, el informe de julio y las ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago (CChC) siguieron mostrando debilidad. Las expectativas de los empresarios de la construcción permanecían en terreno pesimista (IMCE y CChC).

### Gráfico III.7

Inversión: entrada de nuevos proyectos (1)  
(millones de dólares)



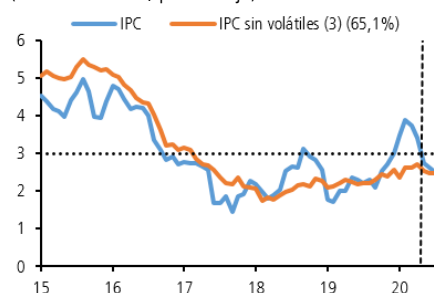
(1) Corresponde a los montos de proyectos nuevos respecto del Catastro anterior.  
(2) Promedio desde 2009 hasta 2020.  
Fuente: Catastro de inversión al segundo trimestre de 2020 de la CBC.

## IV. PRECIOS Y COSTOS

*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.*

**Gráfico IV.1**

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

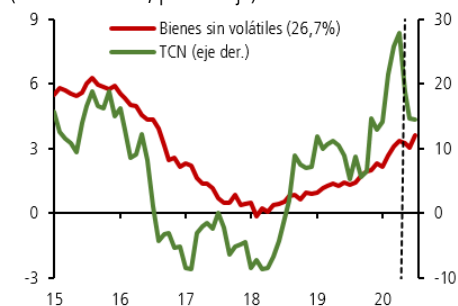


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2020. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

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

**Gráfico IV.2**

Inflación subyacente de bienes y tipo de cambio nominal (1) (2) (3)  
(variación anual, porcentaje)



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

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

En los últimos meses, la inflación siguió mostrando bajos registros mensuales y las presiones inflacionarias de mediano plazo continúan reducidas. Con todo, en el margen, los riesgos a la baja han disminuido. Las cifras en la punta indican un incremento algo superior a lo esperado de la inflación de bienes, en un contexto en que la actividad ha dado signos de estabilización en meses recientes, tras la aguda caída de comienzos del segundo trimestre. A esto se sumarán los efectos de los programas de apoyo del Gobierno y del retiro de parte de los ahorros previsionales, que, en el corto plazo, entregarán un impulso al consumo. En el plano opuesto, el mercado laboral ha sufrido un profundo deterioro y si bien el escenario de proyección supone una recuperación importante de la economía en la segunda mitad del año, el cierre de las holguras de capacidad tardará en completarse. Todo esto redundará en que la inflación convergerá a 3% hacia el 2022, con un nivel que, en el corto plazo, no bajará de 2% anual.

### Evolución reciente de la inflación<sup>1/</sup>

Respecto del último IPoM, la inflación total ha continuado disminuyendo, aunque a un menor ritmo que el de comienzos de año. Por su parte, la inflación subyacente —medida por el IPC sin volátiles<sup>2/</sup>— no mostró grandes cambios. Entre mayo y julio, la inflación total acumuló una variación nula. Con ello, su incremento anual se redujo de 2,8% en mayo a 2,5% en julio, continuando la tendencia a la baja observada desde marzo. Asimismo, la inflación subyacente disminuyó levemente en el margen, pasando de 2,6 a 2,5% anual en el mismo período (gráfico IV.1). Al igual que lo observado al momento del IPoM de junio, el comportamiento de la inflación estuvo determinado por los menores precios de los combustibles y los servicios, que fueron parcialmente compensados

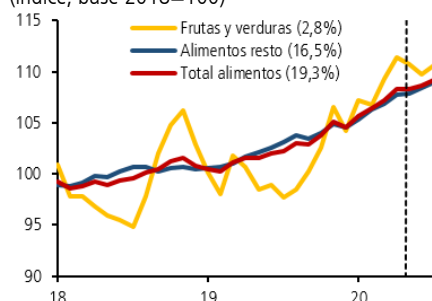
<sup>1/</sup> A menos que se indique lo contrario, las series de inflación y sus componentes utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

<sup>2/</sup> La metodología de construcción de este indicador se describe en el Recuadro IV.1 del IPoM de diciembre 2019 y en Carlomagno y Sansone (2019).

**Gráfico IV.3**

IPC de alimentos (1) (2)

(índice, base 2018=100)



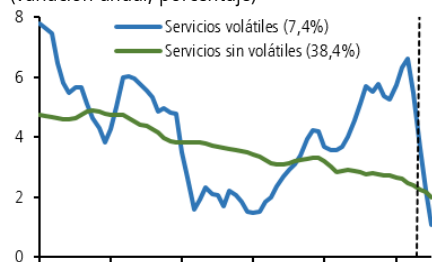
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.

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

**Gráfico IV.4**

Inflación de servicios (1) (2) (3) (4)

(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio de tres meses móviles. (2) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2020. (3) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (4) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019 y Carlomagno y Sansone (2019).

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

**Gráfico IV.5**

IPC de combustibles (\*)

(índice, base 2018=100)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

por alzas en bienes y alimentos. En este lapso, la inflación estuvo levemente por sobre lo previsto en el IPoM de junio.

La inflación de bienes exhibió alzas entre mayo y julio, lo que se debió principalmente al incremento de su componente subyacente. Así, la variación anual de esta parte del IPC de bienes aumentó a 3,6% en julio (3,2% en mayo) (gráfico IV.2). En el transcurso de estos meses resaltaron los mayores precios de productos relacionados con el equipamiento y artículos del hogar. De acuerdo con información recogida en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto, un porcentaje de estos incrementos habría seguido estando ligado al traspaso cambiario realizado por las empresas importadoras.

Los precios de los alimentos han continuado aumentando, aunque de forma menos generalizada que lo registrado hasta el IPoM de junio. Entre mayo y julio, las frutas y verduras acumularon una inflación mensual levemente negativa, luego de las alzas que se habían observado hasta el último IPoM. En el agregado, la inflación de alimentos se elevó a 6,8% anual en julio (6,6% en mayo) (gráfico IV.3). Esto ocurre en un contexto en que los precios mundiales continúan bajos respecto de lo observado a inicios de año. El índice de precios de alimentos de la FAO ha subido algo desde su mínimo alcanzado en mayo. Así, este índice acotó sus tasas anuales de variación negativa, pasando de -6,5 a -1,9% entre mayo y julio, respectivamente.

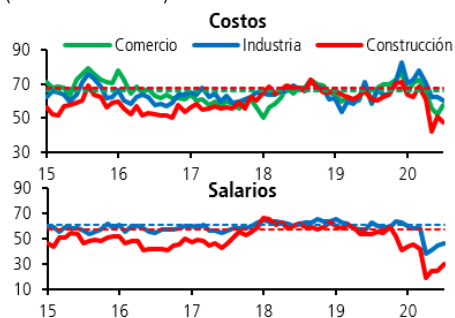
La inflación de servicios siguió su descenso, en medio de las amplias holguras de capacidad. La parte subyacente de servicios acumuló una variación nula entre mayo y julio, y, en términos anuales, se redujo a 1,7% en julio (2,1% en mayo) (gráfico IV.4). De acuerdo con la separata técnica emitida por el INE junto al IPC de julio<sup>3/</sup>, el porcentaje de cifras imputadas —debido a las dificultades en la recolección de datos asociadas a las restricciones de movilidad— se redujo en junio y julio respecto de abril y mayo, aunque aún se mantiene por sobre sus valores históricos. Al igual que en meses anteriores, durante julio la mayor cantidad de imputaciones se realizó en la división de Recreación y cultura y en Restaurantes y hoteles. Cabe mencionar que, al igual que en meses previos, a una parte de los servicios se le sigue aplicando el método de arrastre, como a transporte aéreo y recreación.

La inflación de combustibles siguió acumulando variaciones negativas, explicadas principalmente por la caída de los precios de la gasolina. Estos alcanzaron valores mínimos en el mercado internacional durante abril y su traspaso a precios locales se ha dado de forma paulatina en los últimos tres meses conforme a la operación del Mecanismo de Estabilización de Precios de los Combustibles

<sup>3/</sup> Para mayores detalles, ver INE: Índice de Precios al Consumidor: Contingencia COVID-19 - julio 2020.

**Gráfico IV.6**

IMCE: Expectativas de costos y salarios (1) (2) (3)  
(índice de difusión)

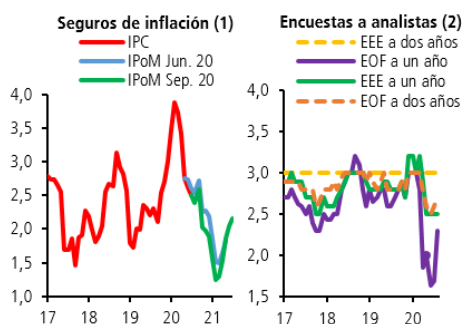


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (2) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta julio del 2020 para cada serie. (3) Las expectativas de costos son a 3 meses plazo y las de salarios a 6 meses plazo.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

**Gráfico IV.7**

Expectativas de inflación  
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el IPoM de junio y septiembre del 2020, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 10/06/2020 y al 26/08/2020, 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 27/08/2020. 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.

(MEPCO). Así, la tasa de variación anual del IPC de combustibles fue de -2,5% en julio (-1,3% en mayo) (gráfico IV.5).

Las presiones de costos no muestran mayores cambios respecto del IPoM de junio. El tipo de cambio ha presentado vaivenes en los últimos meses y se ubica en un nivel algo por sobre el de junio (+0,6% respecto al cierre estadístico del último IPoM), acotando las presiones derivadas de este frente. A tres meses plazo, las expectativas empresariales (IMCE) de julio para la evolución de costos no presentan mayores cambios en los últimos meses y se mantienen bajo sus promedios históricos (gráfico IV.6).

Los costos laborales siguieron bajando, en medio del mayor deterioro del mercado laboral. En el IPN de agosto, la mayoría de las empresas consultadas indicó haber realizado recortes de sueldos, por la vía de menores comisiones y bonos, o de reducción de horas extra trabajadas y de sueldos base, entre otros. Los indicadores de salarios publicados por el INE —IREM y CMO— dan cuenta de un crecimiento acotado en junio, luego de retrocesos sucesivos en abril y mayo. Esto ha implicado que, en términos nominales, sus tasas de crecimiento anuales se mantengan en torno a sus mínimos históricos. El INE publicó una nota técnica indicando que los datos siguen afectados por la pandemia, aunque a junio ha mejorado la tasa de respuesta de la encuesta en comparación con abril y mayo<sup>4/</sup>. Las expectativas del IMCE sobre la evolución de los salarios en los próximos seis meses han tenido algún incremento, pero persisten en zona contractiva y en niveles que siguen siendo mínimos históricos.

## Perspectivas de inflación

Las expectativas de inflación del mercado continúan recogiendo bajas perspectivas y a dos años plazo se mantienen en valores similares a los del cierre del IPoM de junio. Las expectativas contenidas en los seguros de inflación la ubican en 2,2% a un año plazo (1,8% en junio). A diciembre del 2020, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) disminuyó a 2,1% en su medición de agosto (2,4% en junio). En tanto, para un año plazo, la EEE se mantuvo en 2,5% y la mediana de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de agosto subió a 2,3% (1,9% en junio). A dos años plazo, las expectativas medidas en la EEE y EOF no han cambiado mayormente, y se sitúan en 3,0 y 2,7%, respectivamente (gráfico IV.7).

En el escenario de proyección, la inflación convergerá a 3% hacia el 2022, con un nivel que, en el corto plazo, no bajará de 2% anual. La trayectoria de los próximos meses está algo por sobre la prevista en junio, lo que se debe, en gran parte, al mayor consumo privado que

<sup>4/</sup> Para mayores detalles, ver INE: Nota Técnica N°2: Encuesta mensual de remuneraciones y costo de la mano de obra: Contingencia COVID-19, agosto de 2020.

se proyecta. Así, la inflación esperada para este año se revisa al alza, ubicándose en 2,4% a diciembre de este año (2,0% en el IPoM de junio). Sin embargo, a mediano plazo, un cierre de holguras que tardará tiempo en completarse seguirá dominando las perspectivas para la inflación en el horizonte de política, permitiendo que recién en el 2022 se culmine la convergencia de la inflación a la meta. La medida subyacente se mantendrá sobre 2,5% en el corto plazo, para converger gradualmente a 3%, también en el 2022.

## V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

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

En el escenario macroeconómico más probable, el cumplimiento de la meta de inflación requiere que la política monetaria siga siendo altamente expansiva. Esto contempla que el cierre de las holguras de capacidad y la convergencia de la inflación a 3% se concretarán recién hacia el 2022, considerando una economía que en el segundo semestre de este año comenzará a repuntar, coherente con el retiro gradual de las medidas de control sanitario, el impulso derivado de las iniciativas que se han adoptado para mitigar el impacto sobre los ingresos de empresas y hogares y un crédito que continuará fluyendo para solventar las necesidades de financiamiento de capital de trabajo e inversión. De todos modos, los niveles de incertidumbre siguen siendo elevados y el Consejo se mantiene atento a cambios en el escenario macroeconómico que puedan requerir ajustes en sus políticas.

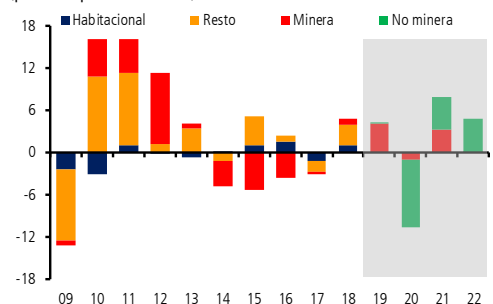
### **PROYECCIONES PARA LA ACTIVIDAD Y LA DEMANDA INTERNA**

Las proyecciones de este IPoM anticipan que en el tercer trimestre la economía está iniciando un proceso gradual de recuperación, con velocidades de expansión trimestrales positivas a partir de este período. Con todo, este año la actividad tendrá una contracción entre 4,5 y 5,5% anual. En esta proyección se asume que el desconfinamiento seguirá avanzando gradualmente a nivel nacional y que las diversas medidas de apoyo a los ingresos tendrán un efecto relevante en el consumo de la segunda mitad del año. De todos modos, la incertidumbre en torno al impacto de corto plazo de la pandemia, sus medidas de contención y el efecto de los programas de apoyo al ingreso de los hogares, lleva a que



**Gráfico V.1**

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



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

el rango proyectado del PIB para este año tenga una amplitud mayor que la habitual<sup>1/</sup>.

La evolución de la actividad estará determinada por el avance en el control de la pandemia y la capacidad de empresas y hogares para superar sus efectos adversos. La proyección asume que los sectores donde la interacción social tiene mayor relevancia seguirán viéndose afectados mientras no exista una vacuna, por lo que su actividad tardará varios trimestres en retomar sus niveles pre-pandemia. Al mismo tiempo, se considera que tanto empresas como personas podrán recuperar sus niveles de ingreso, en la medida que la actividad se recupere, proceso en el que será fundamental el apoyo de la política monetaria. El mayor control de la pandemia a nivel global también permitirá que el impulso externo mejore el próximo año respecto del 2020. Para el 2021 y 2022 se proyecta que el PIB crecerá entre 4,0 y 5,0% y entre 3,0 y 4,0%, respectivamente.

Respecto lo proyectado en junio, la menor contracción estimada para el 2020 proviene de una economía que tuvo una debilidad menor que lo esperado en el segundo trimestre y que, además, tendrá un comportamiento del gasto más favorable en el segundo semestre. En esto último, incide la acumulación de estímulos que se han añadido en los últimos meses, entre ellos el retiro de parte de los ahorros previsionales, un fuerte aumento del déficit fiscal, y las medidas de política monetaria no convencionales. Estos efectos son parcialmente contrarrestados por la mayor extensión de las cuarentenas respecto de lo previsto en junio en algunos lugares del país, en particular en la Región Metropolitana.

En cuanto al gasto, tras contraerse 4,2% este año, el consumo total retomará tasas de expansión positivas en el 2021 y 2022, coherentes con una recuperación del empleo y los ingresos de los hogares. En el corto plazo la proyección mejora debido al retiro de parte de los ahorros previsionales y al mayor despliegue de las transferencias fiscales. La proyección prevé que la recuperación del crecimiento económico traerá aparejado un aumento de los niveles de empleo. En lo inmediato, al tiempo que las medidas sanitarias más estrictas se vayan levantando, se espera que el empleo de sectores como la construcción y el comercio muestren un repunte importante, lo mismo que el empleo por cuenta propia. Sin embargo, la ocupación como un todo tardará más que la actividad en igualar los niveles previos a la pandemia, por el ya mencionado efecto del distanciamiento social en la operación de ciertos sectores más intensivos en mano de obra. Además, en el corto plazo, la recuperación prevista para el consumo estaría más sesgada hacia bienes importados—cuya producción y comercialización tiene menor intensidad relativa de empleo—que hacia servicios. La proyección considera que

<sup>1/</sup> En el IPoM de septiembre de cada año el rango de proyección habitual para el año en curso es de una amplitud de 0,5 puntos porcentuales.

tras aumentar 6,8% en el 2021, en el 2022 el consumo total reducirá su expansión a 1,7%, considerando que ya se habrá disipado el estímulo transitorio en el gasto de los hogares otorgado por las diversas medidas de apoyo a los ingresos y que el 2021 dejará una mayor base de comparación.

De todos modos, la trayectoria para el consumo considera dos efectos que operarán en dirección contraria. Por un lado, el grupo de personas que ha visto afectado sus ingresos en la pandemia —y que ha debido endeudarse y/o gastar sus ahorros para sobrellevar estos meses— probablemente demorará más en recuperar sus patrones de consumo habituales. Por otro, quienes no han visto afectado sus ingresos, pero sí han contenido sus decisiones de consumo por las medidas sanitarias, podrían retomar sus patrones de gasto habitual más rápidamente en la medida que estas se levanten.

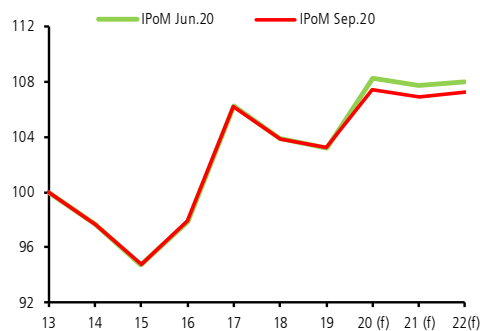
La formación bruta de capital fijo, en particular su componente de construcción y otras obras, se irá recuperando en la medida que se levanten las cuarentenas y se retomen los proyectos de inversión aplazados este año, tal como se deriva del Catastro de la CBC del segundo trimestre de este año. La elevada expansividad de la política monetaria, el aumento de la inversión pública y las medidas de reactivación anunciados por el Gobierno también apoyarán su recuperación. La inversión no minera aumentará el próximo año, pero tendrá un dinamismo menor que el previsto antes de la pandemia, dado el endeudamiento corporativo que ha sido necesario para cubrir los déficits de caja de los últimos trimestres (gráfico V.1). Considerando todo lo anterior, este IPoM contempla que la formación bruta de capital fijo (FBCF) se contraerá 10,6% anual el 2020, para luego crecer 8 y 4,9% anual el 2021 y 2022, respectivamente.

Las proyecciones de este IPoM consideran que este año y el próximo el Fisco aportará un significativo impulso a la economía, coherente con las distintas medidas adoptadas. Con todo, contemplan que este impulso se irá reduciendo en la medida en que la economía converja a sus tasas de crecimiento tendencial y se dé inicio al proceso de consolidación fiscal anunciado por el Gobierno.

A diferencia de lo proyectado en el IPoM de junio, para este año y el próximo, se espera que la cuenta corriente sea deficitaria. Ello considera que las diversas medidas de apoyo a los ingresos de los hogares acotarán los problemas de liquidez identificados en junio. Se agrega un deterioro de la inversión algo inferior que lo anticipado, así como perspectivas de recuperación algo mejores. Todo lo anterior, reduce el ahorro interno de manera relevante respecto de lo considerado en junio. Así, para este año se proyecta que la cuenta corriente tendrá un déficit de 1,4% del PIB (superávit de 0,8% en junio), cifra que aumentará a 2,5% en el 2021 (-0,7% en junio). Por su parte, y coherente con un ajuste de la cuenta corriente que responde más a cantidades que a precios, la estimación del

### Gráfico V.2

Términos de intercambio  
(índice 2013=100)

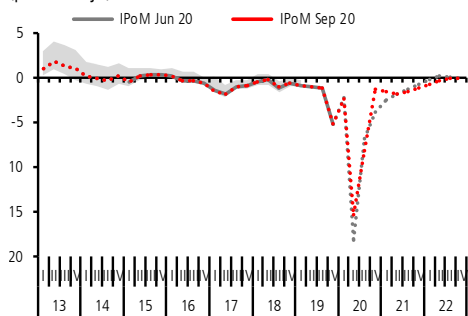


(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico V.3

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



(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Fornero y Zúñiga (2017). (2) Líneas punteadas corresponden a proyecciones. (3) El cálculo de la brecha en el IPoM de junio, derivado del modelo MSEP, consideró un crecimiento anual para el PIB no minero potencial de -1,7%, -0,2% y 1,9% para el 2020, 2021 y 2022, respectivamente. Para este IPoM se utiliza la inferencia de productividad del modelo XMAS, por lo que contempla una proyección para el crecimiento del PIB potencial de -1,2%, 0,2% y 2,1%, respectivamente. Para más detalles ver Banco Central de Chile (2020), Uso de Modelos Macroeconómicos.  
Fuente: Banco Central de Chile.

déficit de la cuenta corriente a precios de tendencia<sup>2/</sup> también tiene una corrección importante, aumentando a 3,5 y 4,6% del PIB en el 2020 y 2021, respectivamente (-1 y -2,4% del PIB, respectivamente en junio).

## PROYECCIONES DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

Las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a que, tras una aguda contracción de la actividad este año, en el 2021 y 2022 se retomarán tasas de expansión por sobre los promedios de los últimos diez años. Este panorama es levemente más favorable que lo previsto hace unos meses, en lo principal por el mejor comportamiento esperado para la Eurozona y China. Ello, principalmente por los mayores estímulos que han dispuesto sus autoridades, agregándose el éxito relativo en el control de la pandemia en el bloque europeo —aun considerando la aceleración de los contagios en las últimas semanas— y el desempeño mejor que lo anticipado de China en el segundo trimestre. Esto contrasta con América Latina, donde la situación sanitaria se mantiene especialmente compleja, a pesar de que buena parte de estos países ha mantenido restricciones estrictas de movilidad por largo tiempo. Para los socios comerciales de Chile se anticipa una contracción del PIB de 3,5% el 2020 y una expansión de 4,7% el 2021 (-3,6 y 4,2% en junio, respectivamente). Para el 2022, se sigue esperando un crecimiento de 4,5%. Las condiciones financieras externas seguirán favorables, coherente con una política monetaria global que se mantendrá expansiva, de acuerdo con los anuncios de las distintas autoridades, y la recuperación de la economía mundial.

Los términos de intercambio serán mejores que en años anteriores (gráfico V.2). Ello considera que en el período 2020-2022, el precio del cobre y del petróleo promediarán US\$2,8 la libra y US\$46 el barril (promedio Brent-WTI), respectivamente. Las proyecciones de ambos precios superan lo previsto en junio (US\$2,65 y 43, respectivamente), atendiendo las alzas efectivas de los últimos meses y perspectivas de una recuperación de la economía mundial que será algo más rápida.

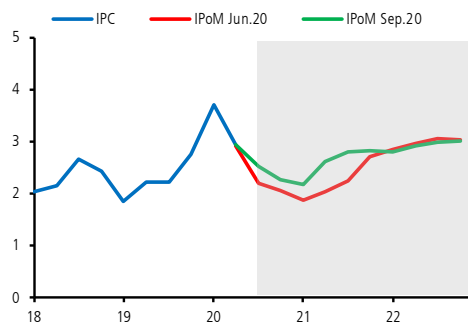
## HOLGURAS DE CAPACIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

Habitualmente, una vez al año se recalculan los parámetros estructurales que se ocupan para evaluar el estado de la economía. En esta ocasión, la importante magnitud del *shock* que ha significado la pandemia y la

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

#### Gráfico V.4

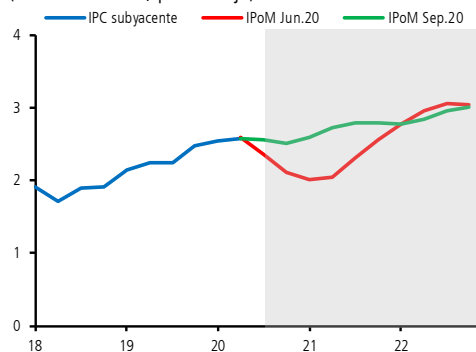
Proyección de inflación IPC (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)



(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 tercer trimestre del 2020, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

#### Gráfico V.5

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



(1) Medida por el IPC sin volátiles. Para el 2018, se grafica la variación anual 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 tercer trimestre del 2020, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

elevada incertidumbre en torno a sus impactos obligan a postergar esa actualización, a la espera de acumular más información que permita hacer una evaluación integral de ellos, incluyendo el crecimiento tendencial de mediano/largo plazo, así como el nivel neutral para la Tasa de Política Monetaria (TPM). En cuanto al mínimo técnico de la TPM, considerando la información disponible, se sigue estimando que está en 0,5%.

Respecto del crecimiento potencial de corto plazo, sin perjuicio de la mencionada incertidumbre, se puede anticipar que se ha reducido, resultado en el que han cooperado el conjunto de *shocks* que han afectado a la economía a partir del cuarto trimestre del 2019. Si bien las interrupciones de oferta generadas tras la crisis social fueron transitorias, la mayor incertidumbre en torno a su evolución y a la discusión constitucional provocó una caída significativa de la inversión prevista para el 2020 y 2021. Ello llevó a reducir la estimación del crecimiento del PIB potencial para ambos años a 1,4 y 1,9% en el IPoM de diciembre del 2019, respectivamente (alrededor de 3,4% para ambos años en el IPoM de septiembre 2019).

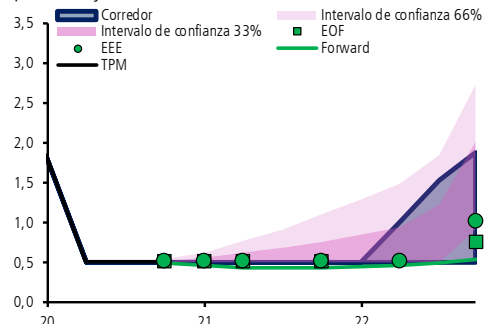
Este año, la productividad se ha visto nuevamente afectada por las restricciones de oferta generadas por las medidas de contención de la pandemia. Así, ya para junio, el crecimiento potencial estimado para este año se ubicaba en cifras negativas. Ello, considerando los efectos más persistentes de la crisis económica, como la quiebra de algunas empresas y la reasignación gradual de empleo e inversión entre sectores, además de los ajustes necesarios para cumplir con los protocolos sanitarios en labores presenciales y que las medidas de distanciamiento seguirán vigentes mientras no exista alguna vacuna, afectando más intensamente la actividad de los sectores donde la interacción social es más relevante. En este IPoM, se estima que la variación anual del PIB potencial se ubica en torno a -1,2 y 0,2% en el 2020 y 2021, respectivamente.

La revisión del PIB potencial redonda en una brecha de actividad algo menor que la considerada hasta junio, aunque muy amplia en comparación con cualquier episodio reciente, debido a la fuerte caída de la actividad en el segundo trimestre. Hacia adelante, se espera un cierre relevante de la brecha en la segunda parte del 2020, de la mano del avance del desconfiamiento y el impulso transitorio del consumo producto de parte del retiro de los ahorros previsionales, así como de las mayores transferencias fiscales. Con todo, se espera que la brecha de actividad continúe abierta hasta principios del 2022 (gráfico V.3).

Las holguras en el mercado laboral han aumentado de forma relevante. Las cifras muestran una pérdida de empleos que alcanza a 1,8 millones comparando las cifras a junio de este año y del año anterior, combinando tanto empleo asalariado como cuenta propia. Todo ello se ha traducido en un aumento de la inactividad— personas que no estaban buscando un empleo, pero estaban disponibles para trabajar—de 5,7 hasta 7,5

### Gráfico V.6

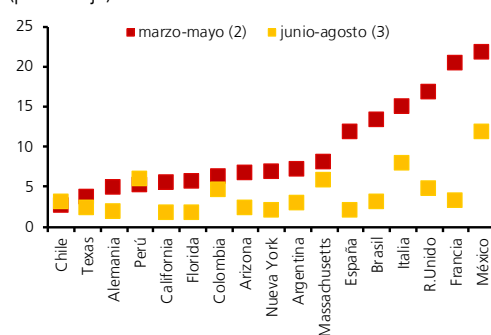
Corredor de TPM (\*)  
(porcentaje)



(\*) El corredor se construye siguiendo la metodología del Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020. Incluye la EOF del 27 de agosto, la EEE de agosto y la curva *forward* que se deriva del promedio a 10 días de los activos financieros al cierre. Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico V.7

Tasa de letalidad (1)  
(porcentaje)

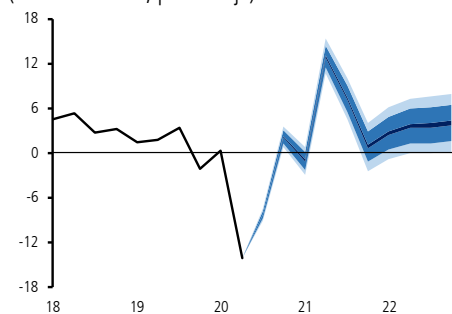


(1) La letalidad se calcula sobre casos y muertes detectadas por exámenes. (2) División entre las muertes acumuladas desde la primera muerte registrada al 31 de mayo y desde el primer caso registrado al 16 de mayo. (3) División entre las muertes acumuladas entre el 31 de mayo y 25 de agosto y los casos entre el 16 de mayo y el 10 de agosto.

Fuente: Banco Central en base a información de Our World in Data, The Covid Tracking Project y Ministerio de Ciencia, Tecnología, Conocimiento e Innovación.

### Gráfico V.8

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

millones de personas entre enero y junio (algo más de 30% anual). A ello se suman caídas de los ingresos laborales, por la reducción de las jornadas de trabajo o el ajuste en distintos componentes de las remuneraciones.

La evolución de la inflación ha estado fuertemente influenciada por las presiones a la baja derivadas de la desaceleración de la demanda interna. Estas han sido amortiguadas en parte por presiones al alza dada la disminución del crecimiento potencial. En el corto plazo, se anticipa una convergencia algo más rápida hacia la meta por el mencionado impulso al consumo (gráfico V.4 y V.5). Posterior a eso, la caída de los ingresos de hogares y empresas, sumado a perspectivas que apuntan a una recuperación de la economía y a un cierre de holguras que tardará largo tiempo en completarse, siguen dominando las perspectivas para la inflación en el horizonte de política.

## ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

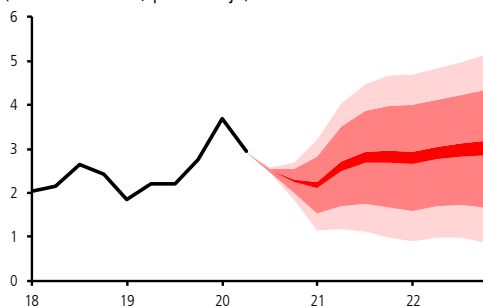
El Consejo ha mantenido la TPM en 0,5% desde marzo y ha seguido implementando diversas medidas no convencionales de apoyo al crédito y la liquidez, en un contexto en que el proceso de cierre de las holguras de capacidad y la convergencia de la inflación a la meta se concretarán recién hacia el 2022. Además, ha señalado que seguirá manteniendo una política monetaria altamente expansiva y continuará atento para prevenir riesgos para la estabilidad financiera

Como siempre, existen escenarios de sensibilidad, donde la evolución de la situación macroeconómica podría significar ajustes al impulso monetario, tal como se deriva del corredor de la TPM<sup>3/</sup> (gráfico V.6). Por un lado, las cicatrices que dejará la pandemia condicionarán la recuperación de la actividad hacia adelante. Las proyecciones reconocen que el distanciamiento social alterará de manera más prolongada la forma de operar en áreas donde la interacción social es clave. No obstante, no puede descartarse que los impactos de la pandemia en estos sectores superen lo estimado. Además, los efectos de esta en la operación de los distintos sectores económicos podrían fomentar una reasignación intra e intersectorial de recursos. En el ámbito laboral, este proceso podría tardar algún tiempo, dada la mayor incertidumbre, una configuración diferente de las modalidades y organización del trabajo, y desajustes entre competencias requeridas y ofrecidas. Otro factor es el costo del capital humano de una alta inactividad y cierres de empresa. Una recuperación del mercado laboral más lenta podría llevar a una debilidad más prolongada de la demanda, afectando negativamente al crecimiento y la convergencia inflacionaria, requiriendo de un mayor impulso monetario que el previsto.

<sup>3/</sup>Para detalle, ver Recuadro V.1, IPoM marzo 2020.

**Gráfico V.9**

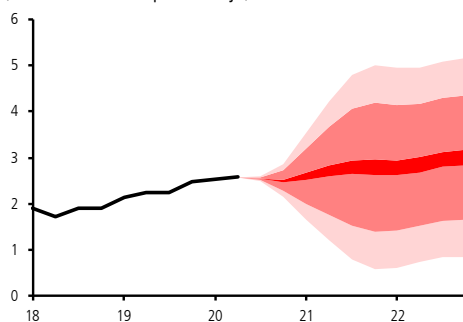
Proyección de inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)



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

**Gráfico V.10**

Proyección de IPC subyacente (\*)  
(variación anual, porcentaje)



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

Por otro lado, la experiencia acumulada, las medidas de prevención y el refuerzo de los sistemas de salud reducen la probabilidad de que ante rebrotes del virus se repitan los episodios más álgidos de la pandemia. De hecho, la letalidad del virus se ha reducido para la mayoría de los países (gráfico V.7). Ello podría llevar a que el desconfiamiento en curso avance a una velocidad algo mayor, permitiendo que la actividad y el empleo se recuperen más rápidamente, y acotando las necesidades de adecuación y reconversión de productos. Ello podría estar potenciado por un pronto hallazgo de una vacuna, ante la serie de investigaciones en curso. En este contexto, se requeriría de un impulso monetario algo menor para la convergencia inflacionaria. Considerando estos escenarios, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad y la inflación está equilibrado (gráficos V.8, V.9 y V.10).

La posibilidad de escenarios de riesgo más negativos, especialmente asociados a las cicatrices económicas que la pandemia está dejando, sigue presente. Estos alejarían el crecimiento del PIB de los rangos de proyección, induciendo a decisiones de política materialmente distintas a las señaladas, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta y apoyar la estabilidad financiera. Las medidas implementadas por la autoridad monetaria y fiscal han permitido mantener un flujo de crédito acorde con las necesidades de capital de trabajo e inversión, rompiendo la relación procíclica del crédito (Recuadros I.1 y II.2). Sin embargo, el crecimiento de las colocaciones bancarias ha perdido algo de fuerza en las últimas semanas. No es evidente si ello responde a factores de demanda o de oferta, por ejemplo, porque la reapertura de algunos negocios les ha permitido retomar sus ingresos o por una mayor percepción de riesgo, respectivamente. Hacia adelante, la materialización de inversiones, las adecuaciones productivas en algunos sectores en que la emergencia sanitaria ha obligado a cambios profundos en su funcionamiento, y aumentos en los niveles de actividad, requerirá de financiamiento. Por esto, es esencial asegurar un flujo sostenido de crédito, procurando que el sistema financiero no vea deteriorados sus niveles de capitalización y liquidez, ya sea por cambios regulatorios y/o por un deterioro más marcado de la capacidad de repago de hogares y empresas. Si se diera una situación como esta, el sector financiero podría no ser capaz de sostener el crecimiento del crédito agregado, transformándose en un amplificador de la recesión como ha sido en otras ocasiones.

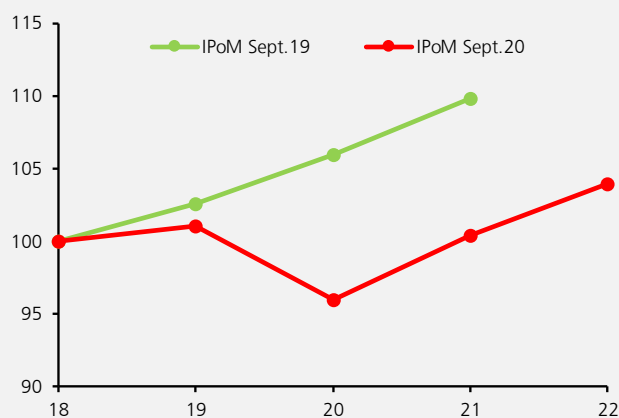
El Consejo se compromete a mantener un elevado impulso monetario por un largo tiempo e incrementarlo si ello es necesario para el logro de los objetivos de control inflacionario, así como tomar las medidas necesarias para preservar la estabilidad financiera.

## Recuadro V.1: Cambios al escenario base de proyección en el último año

En el último año, el escenario macroeconómico cambió drásticamente. En septiembre del 2019, se proyectaba que entre el 2020 y 2021 la economía chilena acumularía un crecimiento del orden de 6,4 puntos porcentuales (pp), actualmente se estima que solo hacia el 2022 logrará recuperar el nivel del tercer trimestre del 2019 (gráfico V.11). Este Recuadro describe los factores tras este drástico cambio, sus efectos en la convergencia inflacionaria y la reacción de la política monetaria.

### Gráfico V.11

Proyecciones del PIB en cada IPoM  
(índice 2018=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

El primer impacto significativo para el desempeño de la economía se dio tras los eventos del 18 de octubre de 2019. La crisis social trajo aparejado importantes hechos de violencia que afectaron el normal funcionamiento del país y que implicaron caídas relevantes de la actividad en octubre y noviembre. Esto llevó a que el año cerrara con un crecimiento anual del PIB de 1,1%, muy por debajo de lo esperado en septiembre del 2019 (entre 2,25 y 2,75%). Más importante, el aumento de la incertidumbre provocó una caída significativa de la inversión proyectada. Así, se pasó de esperar que la FBCF subiera 4% anual el 2020 en el IPoM de septiembre, a prever una contracción de igual magnitud en el de diciembre. El crecimiento del PIB se recortó a un rango entre 0,5 y 1,5% (tabla V.1).

**Tabla V.1**

Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2020

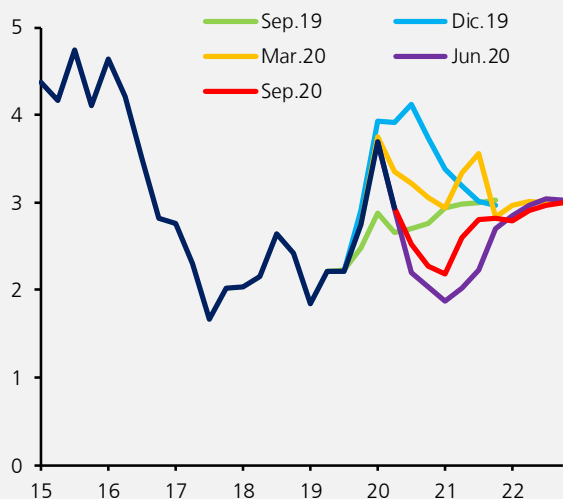
	Sep. 19	Dic. 19	Mar. 20	Jun. 20	Sep. 20
	(variación anual, porcentaje)				
PIB	2,75 - 3,75	0,5 - 1,5	-2,5 / -1,5	-7,5 / -5,5	-5,5/-4,5
Demanda interna	3,5	-1,6	-5,8	-10,4	-7,1
Demanda interna (s/var. existencias)	3,3	0,0	-3,3	-6,8	-5,6
Consumo total	3,1	1,1	-1,9	-4,2	-4,2
Formación bruta de capital fijo	4,0	-4,0	-8,2	-15,9	-10,6
	(porcentaje del PIB)				
Cuenta corriente	-3,1	-0,2	0,3	0,8	-1,4

Fuente: Banco Central de Chile.

Si bien la economía mostraba una clara debilidad a fines del 2019, las implicancias para la inflación no eran evidentes. Por un lado, había una ampliación de la brecha de actividad, por otro, la significativa depreciación del peso posterior al 18 de octubre tenía un efecto relevante en la inflación. Considerando ambos factores, se proyectaba que la variación anual del IPC se acercaría a 4% a mediados del 2020, para luego descender gradualmente a la meta (gráfico V.12). Esto era coherente con que el carácter idiosincrático de la depreciación del peso anticipaba un mayor grado de traspaso a los precios. Además, no se podían descartar efectos más persistentes, pues la incertidumbre seguía alta y los mercados financieros habían estado tensionados por fuertes movimientos de los precios. El peso había tenido un alza que había ido más allá de lo justificable por el riesgo país. Frente a esto, el Consejo adoptó diversas medidas para mejorar la liquidez en pesos y en dólares, y decidió intervenir el mercado cambiario para reducir la alta volatilidad del tipo de cambio y ayudar a que los ajustes ocurrieran de manera adecuada. Así, considerando las fuerzas opuestas que se observaban sobre la inflación y la necesidad de mantener coherencia entre la intervención cambiaria y el grado de expansividad monetaria, el Consejo mantuvo la TPM en 1,75% tras los eventos de octubre.

**Gráfico V.12**

Proyecciones de inflación en cada IPoM  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Entre diciembre del 2019 y febrero del 2020, la actividad recuperó sus niveles más rápido que lo previsto, en un contexto en que los episodios de violencia bajaron significativamente en intensidad. Sin embargo, en los últimos días del 2019 y las primeras dos semanas del 2020, surgió en la discusión la aparición del Covid-19 en China. En un comienzo, las preocupaciones se concentraron en su impacto sobre el comercio mundial. Sin embargo, los temores se incrementaron a medida que el virus se fue expandiendo a otros continentes y se constató que la capacidad hospitalaria llegaba a sus límites en algunos países europeos. Los mercados financieros reaccionaron con fuerza y la volatilidad subió a niveles históricos. Muchos países comenzaron a decretar el cierre de actividades y el confinamiento de sus ciudades para detener el contagio del Covid-19. Las autoridades a nivel global comenzaron a incrementar los impulsos fiscales y monetarios fuertemente, adoptando además una serie de medidas inéditas tendientes a proteger a empresas solventes de una crisis que no tenía comparación en la historia reciente. Si bien al cabo de algunas semanas este conjunto de medidas logró calmar a los mercados, las proyecciones económicas comenzaron a anticipar la mayor recesión en décadas.

En Chile, el primer contagio del virus se localizó a comienzos de marzo, y ya para mediados de ese mes el país entró a la fase 4 de la pandemia y se decretaron una serie de medidas sanitarias que limitaron el desarrollo habitual de las actividades económicas. Entre las principales, el cierre de

fronteras, la suspensión de clases y de todas las actividades intensivas en interacción personal. Hacia fines de marzo se decretó el comienzo de las cuarentenas en varias comunas. El IPoM de marzo recogió estos deterioros, reduciendo en torno a 3pp el rango de crecimiento del PIB para el 2020. Con el paso de las semanas, el crecimiento de los contagios se fue extendiendo temporal y territorialmente, lo mismo que las medidas más estrictas. El momento más álgido de la pandemia se registró durante la primera quincena de junio, cuando la tasa de positividad de los exámenes superó 33%. En junio y julio, más de 50% de la población estuvo sujeta a cuarentenas. La mayor duración de estas cuarentenas y la evidencia preliminar de sus efectos en la actividad, llevaron a que el IPoM de junio se diera una nueva rebaja significativa de la proyección de actividad y demanda para el 2020. El escenario de proyección de este IPoM prevé una contracción del PIB de Chile de entre 4,5 y 5,5%. Ello, en un contexto en que el grueso de las economías del mundo tendrá una recesión este año, previéndose una contracción global del orden de 4,6% (tablas V.1 y V.2).

Por el lado del gasto, en el IPoM de marzo, las proyecciones incorporaron una contracción del consumo para el 2020, estimación que se amplió en junio. En este IPoM, las previsiones se mantienen en -4,2%. Ello considera efectos que se contrarrestan. Por un lado, la extensión de las cuarentenas fue mayor respecto de lo contemplado en junio, pero por otro lado, está el efecto de las medidas de apoyo a los ingresos, incluyendo el retiro de parte de los ahorros previsionales.

**Tabla V.2**

Escenario internacional 2020

	Sep. 19	Dic. 19	Mar. 20	Jun. 20	Sep. 20
	(variación anual, porcentaje)				
PIB socios comerciales (*)	2,9	2,8	-0,1	-3,6	-3,5
PIB mundial PPC (*)	2,9	2,8	-0,2	-4,5	-4,6
	(nivel)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	260	270	215	250	270
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	53	56	32	38	40
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	57	60	35	41	43

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Este drástico cambio del panorama de actividad y demanda redujo las presiones inflacionarias de manera relevante. El Consejo decidió, en una reunión extraordinaria el 16 de marzo, reducir la TPM a 1% y adoptar medidas adicionales orientadas al buen funcionamiento del mercado financiero. A fines de ese mes volvió a recortar la TPM, ubicándola en 0,5%, su mínimo técnico, y comunicó que la política monetaria se mantendría expansiva durante gran parte del horizonte de



política monetaria. Dentro de las medidas de política monetaria no convencionales destacan las dos etapas de una Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento del Crédito (FCIC1 y 2), la Línea de Crédito de Liquidez (LCL) y un programa de compra de bonos bancarios. Estas medidas, en su conjunto, podrían inyectar recursos por cerca de US\$50 mil millones, 17,7% del PIB<sup>1/</sup>.

La suma de la liquidez provista por el Banco, las garantías estatales, diversos ajustes regulatorios y la adecuada solvencia de la banca, ha contribuido a que las colocaciones comerciales hayan roto su habitual relación con el ciclo económico. Entre febrero y julio del 2020, el crecimiento del crédito pasó de 6,5% real anual a cerca de 12%. Los antecedentes disponibles muestran que un gran número de empresas, cuyas ventas han sido más afectadas por la pandemia, han accedido a estos recursos, apoyando su continuidad operacional y ayudando a mitigar la caída de la inversión (Recuadro II.2). El conjunto de medidas también ha permitido una reducción importante de las tasas de largo plazo y mejores condiciones de financiamiento en el mercado de bonos corporativos y bancarios.

El escenario de proyección de este IPoM considera que la economía tardará varios trimestres más en recuperarse de los impactos negativos de la pandemia y los episodios de violencia de fines del 2019. De hecho, solo en el curso del 2022 la actividad volverá a los niveles que mostraba en septiembre del 2019. Los *shocks* que han afectado a la economía también redundan en una reducción de la proyección del crecimiento del PIB potencial a -1,2 y 0,2% en el 2020 y 2021, respectivamente (en torno a 3,4% para ambos años en septiembre del 2019). Ello considera que al recorte de las perspectivas de inversión tras los eventos a fines de 2019, se suma la caída de la productividad y sub-utilización de recursos debido a las restricciones de oferta de las medidas de contención sanitaria. Sin embargo, el tamaño de las brechas de actividad sigue siendo amplio y se espera seguirá abierta hasta el 2022. El Consejo se compromete a mantener un elevado impulso monetario por un largo tiempo e incrementarlo si ello es necesario para el logro de los objetivos de control inflacionario, así como tomar las medidas necesarias para preservar la estabilidad financiera.

---

<sup>1/</sup> Más antecedentes sobre las medidas adoptadas en el Anexo C del IPoM y en <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/medidas-excepcionales>

# ANEXO A: BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Este anexo presenta y analiza la situación y las proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile. Primero, se revisa la evolución del balance en el primer semestre del 2020. En segundo lugar, se analizan las medidas especiales, la nueva composición del balance y se analizan los efectos financieros de dichas medidas. Por último, se presentan las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2020 y del 2021, además de las proyecciones de largo plazo.

## EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2020

Como consecuencia de las medidas implementadas desde fines del 2019, el tamaño y composición del balance ha cambiado significativamente. En efecto, la hoja de balance creció 60% durante el primer semestre del año medido en pesos. En cuanto a su composición, al cierre del primer semestre el 43% de los pasivos correspondían a pagarés e instrumentos de política (deuda), lo que se compara con el 41% al cierre del año pasado; mientras que el 57% de los activos correspondía a reservas internacionales, comparado con el 93% que representaban a diciembre de 2019. Esto último se explica por un incremento de las inversiones en moneda local, las que representan el 43% de los activos. Cabe destacar que el 35% de los activos tienen una rentabilidad igual a la TPM y el 40% de los pasivos tienen un costo muy cercano a la TPM, lo que reduce los descalces que tiene el balance. Sin embargo, las reservas internacionales siguen representando una proporción relevante de los activos con incidencia importante en el resultado, ya que este dependerá, entre otros motivos, de la variación del peso frente a las monedas extranjeras en las que se invierte. Actualmente, el comparador referencial de las reservas internacionales está compuesto por dólares de EE.UU. (52%), euros (11%), dólar australiano (9%), dólar canadiense (9%), libra esterlina (8%), renminbi chino (8%) y el won de Corea del Sur (3%).

En comparación con el cierre del 2019, durante la primera mitad del año se observó un aumento de los activos, pasivos y un superávit patrimonial como porcentaje del PIB (tabla A.1).

Así, entre el 31 de diciembre de 2019 y el 30 de junio de 2020, el tamaño de los activos subió en \$19.439 mil millones, pasando de 16,4% a 26,2% del PIB. Por su parte, los pasivos aumentaron

en \$17.328 mil millones, desde 17,2% a 25,9% del PIB. Como resultado, el Banco Central pasó, en 6 meses, de tener un déficit patrimonial de \$1.563 mil millones (equivalente a -0,8% del PIB) a tener un superávit de \$548 mil millones (equivalente a 0,3% del PIB). Esto se explica, principalmente, por el mayor valor en pesos de los activos denominados en moneda extranjera, debido a la depreciación que tuvo la moneda local en el período.

**Tabla A.1**

Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados (porcentaje del PIB)

	2017	2018	2019	Jun.20	2020 (f)	2021 (f)
<b>ACTIVOS</b>	<b>13,9</b>	<b>14,9</b>	<b>16,4</b>	<b>26,2</b>	<b>37,8</b>	<b>35,0</b>
Reservas internacionales	13,3	14,5	15,3	15,0	15,5	14,3
Pagarés fiscales y otros créditos al gobierno	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Instrumentos de política monetaria	0,2	0,1	0,8	9,3	17,6	16,3
Bonos Bancarios				1,6	4,3	4,0
Otros activos	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>PASIVOS</b>	<b>17,1</b>	<b>16,9</b>	<b>17,2</b>	<b>25,9</b>	<b>37,7</b>	<b>35,0</b>
Pagarés con mercado secundario	8,3	7,3	7,0	11,1	18,8	17,4
Instrumento de política con bancos	1,8	1,8	1,6	6,3	5,9	5,5
Otros pasivos con bancos	0,2	0,9	2,0	0,9	2,1	2,0
Otros pasivos excepto base monetaria	0,6	0,9	0,4	0,0	0,4	0,4
Base monetaria	6,2	5,9	6,2	7,6	10,5	9,7
<b>PATRIMONIO (A+B+C)</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
A. Patrimonio inicial	-2,3	-3,0	-1,9	-0,8	-0,8	0,0
B. Resultado neto	-0,9	1,1	1,1	1,1	0,9	0,0
No financieros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses netos (1)	-0,3	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Por var. tipos de cambio y var. de UF	-0,5	1,2	0,8	1,0	0,8	0,0
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (2)	12,9	13,6	13,2	13,9	13,4	12,4

(1) Corresponde a la diferencia entre los intereses ganados por las inversiones de las reservas internacionales e instrumentos de política monetaria de los activos y los intereses pagados por los pagarés de deuda e instrumentos de política monetaria de los pasivos.

(2) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

## COMPOSICIÓN DEL BALANCE Y MEDIDAS ESPECIALES

Frente al incremento de las tensiones financieras generadas por la expansión del Covid-19, durante el primer semestre de 2020, el Banco Central anunció una serie de medidas para entregar liquidez a la economía, apoyar el flujo de crédito, contener la

volatilidad de los mercados financieros y asegurar la correcta transmisión de la política monetaria. En su conjunto, las medidas anunciadas podrían inyectar a la economía recursos por una cantidad cercana a los US\$ 50.000 millones. Esto, a través de los programas de Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones y la Línea de Crédito de Liquidez (FCIC 1 y 2 – LCL) por US\$ 40.000 millones y los programas de compra de bonos bancarios por alrededor de US\$ 10.000 millones.

El aumento en el tamaño del balance, cercano al 10% del PIB durante el primer semestre de 2020 (tabla A.1), se explicó por la implementación de las medidas especiales que incrementaron los activos en moneda nacional de política monetaria en \$18.376 mil millones, pasando de 0,8% a 9,3% del PIB, donde la FCIC1 – LCL equivale a 9,0% del PIB. Además, se sumó la inversión en bonos bancarios en moneda nacional por \$3.190 mil millones, equivalentes a 1,6% del PIB. Con todo, los activos en moneda nacional pasaron desde un 1% del PIB (o 7% del balance) en diciembre de 2019 a un 11% del PIB (o 43% del balance) en junio de 2020.

Como contrapartida, los pasivos crecieron un 8,7% del PIB, donde los pagarés con mercado secundario subieron \$8.189 mil millones (los PDBC aumentaron \$11.352 mil millones y la deuda de largo plazo disminuyó \$3.163 mil millones), pasando del 7% al 11,1% del PIB. Además, los instrumentos de política con bancos (esencialmente la Facilidad Permanente de Depósitos, FPD) subieron en \$9.366 mil millones, desde 1,6% a 6,3% del PIB.

Las medidas especiales explican parte del resultado patrimonial para el primer semestre de 2020. La venta *forward* de divisas generó pérdidas por \$328 mil millones, debido a las variaciones del tipo de cambio (mayor valor del dólar al vencimiento de los contratos), mientras que la recompra de deuda generó pérdidas por \$165 mil millones<sup>1/</sup>, debido a la diferencia entre la tasa de emisión y tasa de recompra (más baja). Respecto de los activos denominados en moneda nacional, la cartera de bonos bancarios generó ingresos totales por \$124 mil millones, mientras que la FCIC1 – LCL generó intereses por \$14 mil millones. El resto de las medidas no llevaron a impactos relevantes en el balance durante el período. Otras partidas relevantes en el resultado han sido el pago de intereses de los pagarés de deuda por \$174 mil millones y los gastos de administración más los costos de emisión y distribución de

<sup>1/</sup> Este resultado es diferente al que se muestra en la tabla A3 porque solo considera el resultado del período enero junio 2020, mientras que en la tabla

billetes y monedas, los que sumaron \$43 mil millones adicionales.

Considerando lo anterior, el resultado patrimonial fue positivo de \$2.110 mil millones (equivalente a 1,06% del PIB), explicado principalmente por ganancias asociadas a las reservas internacionales. Esto como resultado de la depreciación del peso respecto de la canasta de divisas en las que se invierte, lo que generó un retorno de \$2.096 mil millones, y de las ganancias asociadas a tasas de interés por \$578 mil millones adicionales. Esto último considera las ganancias por devengo y por la caída en las tasas de interés en las economías donde se encuentran invertidas las Reservas.

En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explicaron un incremento de la base monetaria por \$2.732 mil millones (tabla A.2).

**Tabla A.2**

Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)  
(miles de millones de pesos)

	2017	2018	2019	Jun.20	2020 (f)	2021 (f)
1. Reservas Internacionales Netas	-2.155	1.000	-140	-1.917	-1.917	0
2. Instrumentos de política en moneda nacional (MN)	330	-770	1.862	1.976	6.700	-169
3. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	433	960	-823	795	888	214
4. Otras operaciones en moneda extranjera (ME) (3)	2.155	-1.000	-1.684	1.878	1.878	0
Base Monetaria (variación=1+2+3+4)	763	190	-785	2.732	7.550	45
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+4) (4)	0	0	-1.824	-39	-39	0

(1) Corresponden a flujos de intercambio. Los correspondientes saldos se ven afectados además, y si corresponde, por intereses, reajustes y cambios de precio.

(2) Servicio de pagarés fiscales en UF, servicio de deuda subordinada y otras operaciones en moneda nacional.

(3) Depósitos fiscales y bancarios, y otras operaciones en moneda extranjera.

(4) Incluye operaciones en el mercado cambiario por decisiones de política y operaciones de cambio con fines operativos del BCCh.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

## EFFECTOS FINANCIEROS DE MEDIDAS ESPECIALES

A las medidas especiales para enfrentar los efectos financieros del Covid-19 descritas en párrafos anteriores, se agregan las que el Banco Central comenzó a implementar en noviembre de 2019 ante las tensiones financieras producto de los eventos sociales, junto con los mayores requerimientos de liquidez habituales a fines de año. Estas medidas tenían como finalidad facilitar la gestión de liquidez en dólares y en pesos del mercado financiero.

Para la gestión de la liquidez en pesos se anunció operaciones REPO por ventanilla, a TPM flotante y para los plazos de 7, 30,

incluye el resultado desde que se implementaron las medidas (noviembre 2019).

90 y 180 días. Además, se anunció, como medida complementaria, un programa de recompra de títulos del Banco Central para así aumentar la efectividad de la gestión de liquidez del sistema financiero.

En tanto, la liquidez en dólares se gestionó con operaciones de compra *swap* ofreciendo un programa por US\$4.000 millones a plazos de 30, 90 y 180 días, y la intervención del mercado cambiario, mediante operaciones *spot* (diciembre de 2019) y *forward*, con la finalidad de mitigar la volatilidad del tipo de cambio y permitir una adecuada formación de precios. La medida se proyectó implementar desde el 2 de diciembre 2019 hasta el 2 de mayo 2020 por un total de hasta US\$20.000 millones en total, distribuyéndose igualmente los cupos para las operaciones *spot* y *forward*.

La venta de dólares *spot* tuvo un impacto directo en el balance, al reducir el monto de las reservas internacionales en US\$ 2.550 millones. La suma de las otras medidas y su impacto en el patrimonio del Banco Central se presentan en la tabla A.3.

**Tabla A.3**

Efectos patrimoniales de medidas especiales del Banco Central de Chile (1)  
(miles de millones de pesos)

	Monto realizado/stock vigente (4)	Ganancias/ Pérdidas
1. Recompra Instrumentos BCCh (2)	4.835	-663
2. Venta forward de dólares (NDF) (2)	2.816	-328
3. Venta de dólares spot (2)	1.969	
4. Swap (2)	1.915	-0,3
5. REPOs (2)	510	11
6. Bonos Bancarios (3)	3.155	124
7. Préstamos FCIC1- LCL (3)	17.866	14
<b>Total</b>		<b>-843</b>

(1) Corresponde a ganancias o pérdidas con impacto patrimonial de las medidas especiales implementadas por el BCCh entre el 13 de noviembre y 30 de junio de 2020.

(2) Medidas anunciadas en noviembre de 2019, por crisis social y tensiones financieras de fin de año.

(3) Medidas anunciadas en marzo de 2020, por tensiones financieras relacionadas al Covid-19

(4) Montos de REPOs y NDF corresponde a stocks vigentes al 30 de junio de 2020

Fuente: Banco Central de Chile.

## PROYECCIONES DE LOS BALANCES 2020 Y 2021

La proyección de mediano plazo considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) no habrá operaciones de cambio

durante el período de proyección; (ii) se implementa el total de los programas especiales sobre activos anunciados hasta junio de 2020 (FCIC1 – LCL, compra bonos bancarios, compra activos financieros y FCIC2); (iii) se recompra el total de la deuda de largo plazo; y iv) el crecimiento de los activos en moneda nacional se absorbe en los pasivos con los PDBC, base monetaria y FPD. En relación a los supuestos macroeconómicos, en el escenario central se proyecta que, en lo que resta de 2020 la brecha entre los resultados asociados a las tasas de interés local y externa se mantenga respecto al cierre del primer semestre de este año y que aumente durante el 2021. A su vez, se asumen paridades que se moverán de acuerdo con lo que indican sus valores *forward* al cierre de junio de 2020 y proyección del PIB para 2020 y 2021 de acuerdo a valores promedio de crecimiento nominal del PIB del IPOM de junio de 2020.

Con estos supuestos, se proyecta, por concepto de intereses netos, ganancias patrimoniales de aproximadamente 0,05% del PIB para el 2020 y pérdidas de 0,02% del PIB para el 2021. Por su parte, por concepto de cambios de valoración, se proyectan ganancias patrimoniales por 0,85% del PIB en el 2020 y 0,02% del PIB en el 2021.

Por último, para fines del 2020 se prevé un tamaño del balance de 37,8% del PIB; en tanto que para el 2021, este se reducirá a 35,0% del PIB. A su vez, el patrimonio alcanzará un superávit de 0,03% y un déficit de 0,02% del PIB en el 2020 y 2021, respectivamente.

## PROYECCIÓN DEL BALANCE EN EL LARGO PLAZO

En el escenario central, la rentabilidad de las Reservas y el menor costo de la deuda permiten disminuir gradualmente el déficit patrimonial del Banco a través del tiempo. Así, el patrimonio se torna positivo en marzo del 2025. Esta proyección considera diversos supuestos, entre los que destacan: (i) el crecimiento del PIB en línea con las proyecciones del PIB tendencial del Banco Central; (ii) una evolución de la inflación local de 3%; (iii) el tipo de cambio real converge hacia fines de 2023 a su promedio de los últimos 10 años, permaneciendo en ese nivel en el horizonte de proyección; (iv) una mantención de la liquidez inyectada en la economía a través de la implementación del 100% del monto de los programas especiales sobre activos anunciados hasta junio de 2020 (FCIC1 – LCL, compra bonos bancarios, compra activos financieros y FCIC2); (v) el crecimiento de los activos en moneda nacional se absorbe en los pasivos con los PDBC, base monetaria y FPD; y (vi) el retiro parcial de los fondos

previsionales se convierte en base monetaria (circulante, encaje y reserva técnica).

Los programas adoptados durante 2019 tienen efectos de largo plazo sobre la recuperación del patrimonio. En particular, se estima que el retiro parcial de los fondos previsionales adelantaría la recuperación en tres trimestres. Por otro lado, la implementación de los programas de compra de bonos bancarios y de activos financieros permitiría adelantar la recuperación en dos años, en tanto que los programas FCIC1 – LCL y FCIC2 la adelantaría en dos trimestres.

# ANEXO B: ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile y constituyen una herramienta de política para la consecución de sus principales objetivos: velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Su gestión busca proveer, en forma eficiente, un acceso seguro a la liquidez internacional conforme al marco legal definido en el artículo 38, del Título III, de su Ley Orgánica Constitucional.

Para que las reservas internacionales sean una herramienta efectiva que permita dar cumplimiento a los objetivos del Banco Central de Chile, éstas deben contar con un nivel y una liquidez adecuada. Cuando esto se cumple, las reservas internacionales podrán variar por movimientos de precios y paridades, pero estos cambios no alterarán la capacidad del Banco Central para cumplir con sus compromisos. En este contexto, los objetivos de liquidez y de preservación de capital se constituyen como dos ejes centrales para la gestión de las reservas, ya que permiten asegurar que el Banco Central, con cierto nivel de confianza, podrá disponer en cualquier momento de la cantidad de recursos necesarios para la consecución de sus políticas en un plazo acotado y a un costo razonable.

Para la gestión de las reservas internacionales, el Banco Central cuenta con una separación de responsabilidades en distintos niveles jerárquicos, en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia. Asimismo, en forma periódica, se realizan ejercicios de auditoría internos y externos donde se revisan los distintos procesos. De esta manera, se garantiza que los procesos de toma de decisiones y de evaluación de la gestión al interior del Banco Central estén bien definidos y con riesgos controlados.

Para la administración de las reservas internacionales se aplican los principios de segregación de funciones. La Gerencia de Operaciones de Mercado gestiona las reservas internacionales tomando en consideración los lineamientos establecidos en la Política de Inversión que aprueba el Consejo del Banco Central. La Gerencia de Análisis de Mercados Financieros participa en el diseño de la política de inversión que se propone al Consejo y es responsable de realizar el análisis de desempeño y riesgo de las inversiones. La Gerencia de Operaciones y Sistemas de Pago es

responsable del perfeccionamiento de las operaciones de inversión, entendiéndose por esto su registro, contabilización y generación de todas las instrucciones de pago y/o movimientos de fondos que aseguren el cumplimiento de las obligaciones que se contraen. Estas tres unidades dependen funcionalmente de la Gerencia de División de Mercados Financieros.

**Tabla B.1**

Estructura referencial del portafolio de inversiones de las reservas internacionales (1) (2)

Estructura	Riesgo de crédito	Participación	Comparador Referencial
Portafolio de Liquidez	Soberano	45%	Índice Bloomberg Barclays: Global Aggregate Treasuries. (100%) (USD)
Portafolio de Diversificación	Soberano	55%	Índice Bloomberg Barclays: Global Inflation-Linked. (12.73% USD), (7.27% EUR)
Cartera total	Soberano	100%	Índice Bloomberg Barclays: Global Aggregate Treasuries. (16.36% AUD), (16.36% CAD), (14.55% CNY), (12.73% EUR), (5.45% KRW), (14.55% GBP)

(1) Índice Global Treasury EUR: se excluyen países con poca profundidad de mercado y/o con rating promedio inferior a A-.

(2) Índice Global Treasury KRW solo incluye las emisiones del Tesoro de Corea del Sur.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por su parte, la Gerencia de Riesgo Corporativo tiene la función de evaluar y gestionar los riesgos corporativos, financieros y estratégicos del Banco Central de Chile. Conforme a ello, ejerce las funciones de *compliance* financiero, medición de riesgo aplicables a la administración de las reservas internacionales y validación de las metodologías utilizadas por la Gerencia de División de Mercados Financieros para la valorización de activos, pasivos y medición de riesgos. A su vez, esta Gerencia actúa también como contraparte técnica de la Gerencia de División de Mercados Financieros en los procesos de gestión de riesgos de

las operaciones financieras del Banco Central, reportando directamente al Gerente General y al Consejo.

La Contraloría, por otra parte, reporta directamente al Consejo y se encarga de evaluar periódicamente la eficiencia y la eficacia del control interno, la administración de riesgos operacionales y el gobierno del proceso integrado de administración de reservas.

La asignación estratégica de activos, que sirve de guía para la gestión de las reservas, es revisada periódicamente para asegurar que el perfil de retorno y riesgo sea coherente con el marco de política y los objetivos estratégicos que establece el Consejo. En el diseño de la política de inversiones se consideran, entre otras variables, las potenciales necesidades de liquidez del Banco Central y los efectos financieros en el balance de éste.

De acuerdo a la Política de Inversión, el Portafolio de Inversiones (tabla B.1) está constituido por dos portafolios: el de Liquidez (45%) y el de Diversificación (55%). El objetivo del primero es garantizar la liquidez necesaria para el cumplimiento de los mandatos de política, por lo cual, dicho portafolio se encuentra invertido únicamente en bonos del Tesoro de EE.UU., uno de los mercados de renta fija más líquidos del mundo. Por su parte, el Portafolio de Diversificación tiene como objetivo diversificar los riesgos y contribuir a la obtención de retornos en el mediano y largo plazo, que sean coherentes con la evolución esperada de la hoja de balance del Banco Central, aunque también tiene elevados niveles de liquidez.

El Portafolio de Inversiones de las reservas internacionales, sumado al de Caja (saldos mantenidos en cuenta corriente por el Fisco, empresas públicas y bancos comerciales) y al de Otros activos (Derechos Especiales de Giro del FMI, oro certificado y otros), conforman el Portafolio de reservas internacionales.

La composición referencial del Portafolio de Inversiones contempla un total de siete monedas: dólar de EE.UU. (52,00%), euro (11,00%), dólar de Canadá (9,00%), dólar de Australia (9,00%), libra esterlina (8,00%), renminbi de China (8,00%) y won de la República de Corea del Sur (3,00%). El Portafolio de Liquidez se encuentra íntegramente invertido en bonos nominales del tesoro de EE.UU.; mientras que, el Portafolio de Diversificación considera bonos nominales soberanos (80,0%) denominados en: dólar de Australia (16,36%), dólar de Canadá (16,36%), renminbi de China (14,55%), euro (12,73%), won de la República de Corea del Sur (5,45%) y libra esterlina (14,55%); y bonos indizados a la inflación (20,0%) denominados en dólar de EE.UU. (12,73%) y euro (7,27%).

En cuanto a riesgo de crédito, el comparador referencial contempla 100% de exposición al riesgo soberano. El riesgo de tasa de interés global del Portafolio de Inversiones, medido por duración, es de aproximadamente 21,8 meses. A su vez, el Portafolio de Liquidez presenta una duración de 22,4 meses y el Portafolio de Diversificación una duración de 21,4 meses (tabla B.2).

**Tabla B.2**

Estructura referencial de monedas, plazos y duración del portafolio de inversiones (1) (2) (3) (4)

		Portafolio de Liquidez (PL)		Portafolio de Diversificación (PD)		Cartera total
		Portafolio de Inversiones	Subtotal PL	Portafolio de Inversiones	Subtotal PD	Portafolio de Inversiones
USD	Participación	45,0%	100,0%	7,0%	12,7%	52,0%
	Duración (meses)	22,40		18,20		21,80
EUR	Participación			11,0%	20,0%	11,0%
	Duración (meses)			21,50		21,50
CAD	Participación			9,0%	16,4%	9,0%
	Duración (meses)			20,90		20,90
AUD	Participación			9,0%	16,4%	9,0%
	Duración (meses)			25,90		25,90
GBP	Participación			8,0%	14,5%	8,0%
	Duración (meses)			19,80		19,80
CNY	Participación			8,0%	14,5%	8,0%
	Duración (meses)			21,00		21,00
KRW	Participación			3,0%	5,5%	3,0%
	Duración (meses)			21,70		21,70
<b>Total</b>	<b>Participación</b>			<b>55,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
	<b>Duración (meses)</b>			<b>21,40</b>		<b>21,80</b>

(1) Portafolio de Liquidez en dólares de EE.UU. está compuesto solo por bonos nominales (100%). Portafolio de Diversificación en dólares de EE.UU. está compuesto por bonos indizados (12,7%).

(2) Portafolio de Diversificación en Euros (20%) está compuesto por bonos nominales (12,7%) e indizados (7,3%).

(3) Portafolio de Diversificación en Libras Esterlinas está compuesto por bonos nominales (16,36%)

(4) Duración de bonos indizados se encuentra ajustado por factor de 0.5.

Fuente: Banco Central de Chile al 30 de junio de 2020.

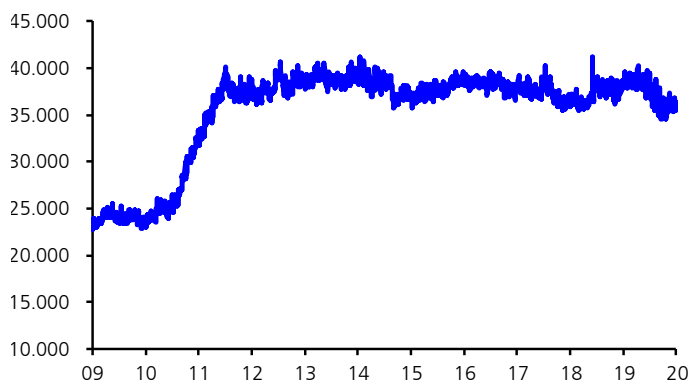
Para la administración del riesgo de crédito asociado a la inversión de las reservas internacionales, esto es, definición de elegibilidad y exposición máxima permitida a países, entidades supranacionales, bancos comerciales y agencias, se utilizan, entre otras, variables tales como clasificación de riesgo, nivel de patrimonio de estas instituciones, tamaño de mercado, razones de deuda y garantías explícitas. Por su parte, para la administración del riesgo de mercado se utiliza, principalmente, un presupuesto de riesgo (*tracking error ex ante*).

Al 30 de junio de 2020, las reservas internacionales alcanzaron US\$36.390,2 millones (gráfico B.1). Del total de estas reservas, US\$34.394,6 millones correspondían al Portafolio de Inversiones, US\$770,0 millones al Portafolio de Caja y

US\$1.225,6 millones a Otros activos. Del total de reservas internacionales, 51,3% estaban invertidas en dólares de EE.UU., 10,3% en euros y 38,4% en otras divisas.

### Gráfico B.1

Reservas internacionales (1)  
(stock, millones de US\$)



(1) Incluye portafolio de inversiones y portafolio de caja. Excluye otros activos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2020, las reservas internacionales totalizaron US\$ 4.266,8 millones menos que al cierre de 2019. Por una parte, se observó una disminución del Portafolio de Caja (US\$4.440,8 millones), cuya variación reflejó cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco Central<sup>1/</sup>. Por otro lado, el Portafolio de Inversiones aumentó en US\$126,5 millones respecto del cierre del año anterior, explicado principalmente por ganancias de capital asociadas al incremento en el valor de los activos de renta fija, compensado parcialmente por el efecto de la depreciación de las monedas que componen el portafolio respecto del dólar de EE.UU. Adicionalmente, durante el período se observó un aumento de US\$47,5 millones en otros activos, explicado en parte por operaciones realizadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI) (tabla B.3).

<sup>1/</sup> La disminución del Portafolio de Caja se debe al menor incentivo que tuvieron los bancos comerciales locales de cumplir sus requerimientos de Reserva Técnica con moneda extranjera.

### Tabla B.3

Composición de las reservas internacionales  
(millones de US\$)

Tipo de Portafolio	Moneda	2019		2020	
		Dic.	%	Jun	%
<b>Portafolio de Inversiones</b>		<b>34.268,1</b>	<b>84,3</b>	<b>34.394,6</b>	<b>94,5</b>
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	14,2	0,0	18,9	0,1
	Euro	3,2	0,0	0,3	0,0
	Dólar de Canadá	0,3	0,0	2,7	0,0
	Dólar de Australia	0,5	0,0	0,2	0,0
	Otras Divisas	205,2	0,5	11,9	0,0
Valores	Dólar de EE.UU.	17.551,1	43,2	17.895,5	49,2
	Euro	3.802,9	9,4	3.730,5	10,3
	Dólar de Canadá	3.094,0	7,6	3.050,5	8,4
	Dólar de Australia	3.055,0	7,5	3.042,8	8,4
	Otras Divisas	6.541,6	16,1	6.641,2	18,2
Totales	Dólar de EE.UU.	17.565,3	43,2	17.914,4	49,2
	Euro	3.806,1	9,4	3.730,9	10,3
	Dólar de Canadá	3.094,3	7,6	3.053,2	8,4
	Dólar de Australia	3.055,5	7,5	3.043,0	8,4
	Otras Divisas	6.746,9	16,6	6.653,1	18,3
<b>Portafolio Caja</b>		<b>5.210,8</b>	<b>12,8</b>	<b>770,0</b>	<b>2,1</b>
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	5.210,8	12,8	770,0	2,1
<b>Otros Activos</b>		<b>1.178,1</b>	<b>2,9</b>	<b>1.225,6</b>	<b>3,4</b>
Oro Monetario	Otras Divisas	12,0	0,0	14,0	0,0
DEG FMI	Otras Divisas	745,7	1,8	644,6	1,8
Posición Reservas FMI	Otras Divisas	419,0	1,0	565,6	1,6
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	1,4	0,0	1,3	0,0
<b>Total Reservas Internacionales</b>		<b>40.656,9</b>	<b>100,0</b>	<b>36.390,2</b>	<b>100,0</b>
	Dólar de EE.UU.	22.777,5	56,0	18.685,7	51,3
	Euro	3.806,1	9,4	3.730,9	10,3
	Dólar de Canadá	3.094,3	7,6	3.053,2	8,4
	Dólar de Australia	3.055,5	7,5	3.043,0	8,4
	Otras Divisas	7.923,5	19,5	7.877,4	21,6

Fuente: Banco Central de Chile

En el primer semestre de 2020, el retorno obtenido en la gestión de las reservas internacionales fue de 1,96% medido en moneda de origen, cifra que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio. Medido en dólares de EE.UU., la rentabilidad fue 0,84% (tabla B.4), cifra que además de incorporar los rendimientos de los activos en moneda de origen, considera la trayectoria que tuvieron las paridades en que se invierten los activos respecto del dólar. En términos generales, el desempeño positivo expresado en dólares se explica por la caída generalizada en las tasas de interés (gráfico B.2), lo que



implicó un incremento en el valor de mercado de los activos de renta fija. El efecto de la caída de las tasas fue compensado parcialmente por la depreciación respecto del dólar de las monedas que componen el portafolio. Cabe destacar que medida en pesos, la rentabilidad del primer semestre fue de 9,21%, lo que se explica, principalmente, por el fortalecimiento de la canasta de monedas en las que se invierte respecto de la moneda local. Por otra parte, el retorno diferencial del primer semestre atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue 2 puntos base bajo el comparador referencial.

**Tabla B.4**

Retornos absolutos y diferenciales, gestión reservas internacionales (1) (2) (3) (4) (porcentaje)

Periodo	En moneda de origen		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2020	1,96	1,95	0,84	0,86	-0,02
2019	5,67	6,25	5,39	6,09	-0,71
2018	1,70	1,66	-0,35	-0,32	-0,03
2017	0,77	0,62	4,17	4,06	0,11
2016	0,90	0,90	0,13	0,17	-0,04
2015	0,73	0,90	-3,74	-3,58	-0,16
2014	1,65	1,52	-2,94	-3,14	0,21
2013	0,26	0,21	-0,71	-0,77	0,06
2012	0,66	1,01	1,43	1,77	-0,35
2011	2,43	2,41	1,22	1,20	0,02
2010	2,10	2,19	-0,15	-0,06	-0,09

(1) Cifras del año 2020 corresponden al primer semestre.

(2) Excluye tenencias en oro monetario, derechos especiales de giro, posición de reserva en FMI, acuerdos de créditos recíprocos y otros activos de reservas.

(3) A contar de 2014 se considera el retorno medido en moneda de origen, el que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio, mientras que entre 2010 y 2013 se muestra el retorno expresado en divisas, como aproximación del retorno en moneda de origen. El retorno en divisas es el retorno expresado en la canasta de monedas del comparador referencial y es equivalente al retorno en moneda de origen en la medida que las inversiones se ciñan al benchmark.

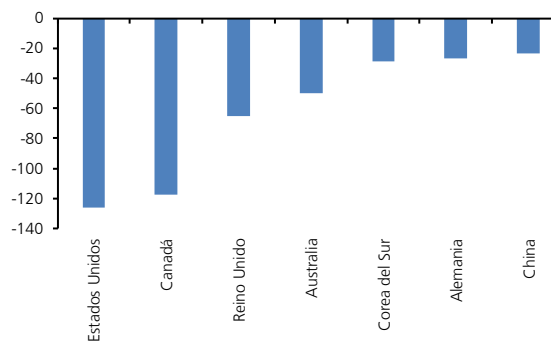
(4) Retorno diferencial del 2019 considera período de implementación de un nuevo comparador referencial. Retorno diferencial del 2012 considera período de implementación de un nuevo comparador referencial.

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a la exposición del portafolio de inversiones por tipo de riesgo y país, al cierre de este reporte existían grados de diversificación apropiados para los distintos tipos de riesgos en que se invierten las reservas internacionales. Al cierre de junio 2020, las inversiones en riesgo soberano representaban 98,6% del portafolio de inversiones y se encontraban, principalmente, en EE.UU. (51,0%), Canadá (8,7%), China (8,4%) y Australia (8,1%). Al cierre del período, las inversiones en riesgo supranacional representaban 1,4%, el riesgo de agencias 0,02% y el riesgo bancario un 0,01% (tablas B.5 y B.6)<sup>2/</sup>. Estas cifras contemplan la exposición mantenida en un *BIS Investment Pool (BISIP)* denominado en renminbi (equivalentes a US\$109,7 millones), gestionado directamente por el Banco de Pagos Internacionales (*Bank for International Settlement*). A través de este instrumento se diversifica la exposición en el mercado de renta fija en China *on-shore*.

**Gráfico B.2**

Variación de tasas de referencia de bonos de gobierno a 10 años plazo (1) (2) (puntos bases)



(1) Variación de tasas durante el primer semestre de 2020.

(2) Variación negativa en las tasas de interés implica un incremento en el valor de los instrumentos de renta fija.

Fuente: Bloomberg

Al 30 de junio de 2020, la composición de monedas del portafolio de inversiones era: 52,1% en dólares de EE.UU., 10,9% en euros, 8,9% en dólares de Canadá y 8,9% en dólares de Australia. El restante 19,3% estaba invertido en renminbi de China, libras esterlinas y won de la República de Corea del Sur (tabla B.7).

Como complemento a la administración interna de las reservas, desde 1995 el Banco mantiene programas de administración externa para una fracción de ellas. Esto ha tenido como

<sup>2/</sup> Las tablas B.5 y B.6 muestran el detalle del portafolio de inversiones desagregado por administración interna y externa.

propósito disponer de un comparador activo para evaluar la gestión interna, agregar valor económico y facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología.

Al cierre del primer semestre del 2020, una porción del Portafolio de Inversiones (3,0%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente: *BlackRock Institutional Trust Company N.A. (BlackRock)* y *Amundi Asset Management (Amundi)*. Estas firmas comenzaron su mandato durante febrero y octubre de 2016, respectivamente. Al cierre de junio, los administradores externos *Amundi* y *BlackRock* gestionaban un total de US\$1.125 millones.

**Tabla B.5**

Portafolio de administración interna. Inversiones por país y tipo de riesgo (1) (2) (3) (4)  
(millones de US\$)

País	Soberano	Bancario	Agencias	Supra-nacionales	TOTAL
Estados Unidos	16.999	0	0	0	16.999
Canadá	2.928	0	0	0	2.928
Australia	2.735	0	0	0	2.735
China	2.778	0	0	0	2.778
Reino Unido	2.545	0	0	0	2.545
Francia	1.608	0	0	0	1.608
Corea del Sur	1.008	0	0	0	1.008
España	650	0	0	0	650
Alemania	641	0	6	0	647
Supranacional	0	0	0	470	470
Finlandia	174	0	0	0	174
Holanda	156	0	0	0	156
Bélgica	154	0	0	0	154
Austria	112	0	0	0	112
Irlanda	87	0	0	0	87
Japón	84	0	0	0	84
Polonia	83	0	0	0	83
Republica Checa	35	0	0	0	35
Em. Arabes Unidos	12	0	0	0	12
Malasia	0	0	0	0	0
Varios	0	5	0	0	5
<b>TOTAL</b>	<b>32.788</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>470</b>	<b>33.269</b>

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - 249,0 millones), Japan Bank for International Cooperation (JBIC / Japón - 84,4 millones), Export Development Canada (EDC / Canadá - 72,7 millones), Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - 18,8 millones), Instituto de Crédito Oficial (ICO/España - USD 12,3 millones) . Se incluye en el riesgo soberano de China US\$109,7 millones del instrumento BISIP-CNY, el que es gestionado directamente por el BIS.

(2) La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (USD 6,2 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: European Investment Bank (EIB - USD 161,7 millones), Inter-American Development Bank (IADB - USD 128,2 millones), International Bank for Reconstruction and Development (IBRD - USD 78,6 millones), International Finance Corporation (IFC - USD 54,3 millones), Asian Development Bank (ADB - USD 19,7 millones), Council of Europe Development Bank (CEB - USD 10,8 millones), Eurofima (USD 8,5 millones) y African Development Bank (USD 8,5 millones)

(4) La categoría Varios corresponde a saldos mantenidos en cuentas corrientes y flujos por pagar/recibir.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla B.6**

Portafolio de administración externa. Inversiones por país y tipo de riesgo (1) (2) (3)  
(millones de US\$)

País	Soberano	Bancario	Agencias	Supra-nacionales	TOTAL
Estados Unidos	538	0	0	0	538
Canadá	68	0	0	0	68
Australia	51	0	0	0	51
China	96	0	0	0	96
Reino Unido	87	0	0	0	87
Francia	56	0	0	0	56
Corea del Sur	18	0	0	0	18
España	20	0	0	0	20
Alemania	52	0	0	0	52
Irlanda	4	0	0	0	4
Bélgica	3	0	0	0	3
Finlandia	1	0	0	0	1
Austria	42	0	0	0	42
Supranacional	0	0	0	15	15
Japón	52	0	0	0	52
Varios	22	0	0	0	22
<b>TOTAL</b>	<b>1.110</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>1.125</b>

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Japan Bank for International Cooperation (JBIC / Japón - 52,2 millones), Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - USD 46,5 millones) y Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - 41,8 millones).

(2) : La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: Nordic Investment Bank (NIB USD - 9,6 millones) y International Finance Corp (IFC - USD 5,6 millones) .

(3) La categoría Varios corresponde a saldos mantenidos en cuentas corrientes y flujos por pagar/recibir.

Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el primer semestre de 2020, se llevaron a cabo iniciativas para fortalecer la posición internacional del país, como complemento al stock de Reservas mantenido. El 29 de mayo se obtuvo por parte del FMI una línea de crédito flexible (*Flexible Credit Line*) por US\$ 23.930 millones, de carácter transitorio (2 años) y precautorio. Esta línea es otorgada a países con sólidos fundamentos económicos para ayudar a prevenir presiones sobre la balanza de pagos en episodios severos de stress. Adicionalmente, a fines de julio, se logró un acuerdo con el Banco Central de la República Popular de China (PBoC) para aumentar el monto de la línea *swap* RMB/CLP vigente desde 2015 a US\$ 7.100 millones equivalentes (aproximadamente el doble del monto original), y para ampliar el uso que se puede dar a los recursos. Ahora, además de poder ser utilizados para promover el comercio internacional entre ambos países, también podrán ser utilizados para mantener la estabilidad de los mercados financieros en caso que sea requerido. Como complemento a las dos medidas anteriores, el Banco Central de Chile se suscribió al programa de la Reserva Federal de Nueva

York denominado *Temporary Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility*. Esto permite celebrar acuerdos temporales de recompra de títulos del Tesoro (mantenidos en las Reservas) a cambio de dólares de los EE.UU., con el propósito de acceder a liquidez en esa moneda sin tener que vender activos. Esto otorga mayor flexibilidad a la gestión de la liquidez en moneda extranjera en caso de ser requerido. Ninguna de las facilidades descritas ha sido utilizada a la fecha.

**Tabla B.7**

Portafolio de inversiones por moneda (1) (2)  
(porcentaje)

Moneda	Participación
Dólar de Estados Unidos	52,1
Euro	10,9
Dólar de Canadá	8,9
Dólar de Australia	8,9
Renminbi de China	8,4
Libra esterlina	8,0
Won de Corea del Sur	3,0
Otras monedas	0,0
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>

(1) Incluye posiciones en *forwards* de monedas

(2) Incluye posición en BISIP de China

Fuente: Banco Central de Chile

# ANEXO C: PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2020

---

## ENERO

3. Ante una disminución de la volatilidad observada en los meses anteriores, el Consejo anunció la suspensión de las operaciones *spot*, las que alcanzaron un total de US\$2.550 millones, junto a la renovación de las operaciones *forward*, en las que se mantenía un *stock* vigente de US\$4.490 millones.

Lo anterior, en consideración a que el 13 de noviembre de 2019, ante las tensiones producto de los eventos sociales y los mayores requerimientos de liquidez habituales de fin de año, el Banco Central implementó medidas para facilitar la gestión de liquidez en dólares y en pesos en el mercado financiero. En dicha oportunidad, se determinó que las operaciones estarían vigentes desde el 14 de noviembre de 2019 hasta el 9 de enero de 2020. Para la inyección de liquidez en pesos, se utilizó un sistema de REPO por ventanilla a tasa de interés de política monetaria flotante, inicialmente a un plazo de 30 días y, posteriormente, también a plazos de 7, 90 y 180 días. Los instrumentos recibidos en garantía serían los bonos del Banco Central y de la Tesorería General de la República, incluyéndose posteriormente los bonos bancarios y los depósitos a plazo como colaterales válidos. Desde el anuncio al cierre del IPoM se inyectaron US\$6.304 millones y el *outstanding* alcanza de US\$661 millones. Por su parte, la liquidez en dólares se gestionó con operaciones de compra *swap*, ofreciéndose un programa por US\$4.000 millones a plazos de 30 y 90 días e incluyéndose posteriormente el plazo de 180 días. El premio mínimo de postulación para las operaciones se definió en Libor más 200 puntos base.

Además, el 14 de noviembre 2019 se anunció como medida complementaria un programa de recompra de títulos del Banco Central, con el objeto de aumentar la efectividad de las operaciones destinadas a facilitar la gestión de liquidez del sistema financiero. El programa estaría vigente desde el 15 de noviembre de 2019 hasta el 9 de enero de 2020. En la fecha del anuncio, el *outstanding* de títulos del Banco Central alcanzaba a US\$8.514 millones. Desde el anuncio al cierre del IPoM, se ha comprado un total de US\$6.455 millones, compuesto por BCP,

BCU y otros por montos de US\$968 millones, US\$5.412 y US\$75 millones, respectivamente.

El 28 de noviembre 2019, ante el alto nivel de incertidumbre, producto del efecto del conflicto social en el normal funcionamiento de la economía, y en el marco de metas de inflación y flexibilidad cambiaria vigentes, el Banco Central anunció la intervención del mercado cambiario mediante el Acuerdo N° 2265E-01-191128, con la finalidad de mitigar la volatilidad del tipo de cambio y permitir una adecuada formación de precios. La medida se implementaría desde el 2 de diciembre de 2019 hasta el 2 de mayo de 2020 y consiste en ventas de divisas por hasta US\$20.000 millones. Las modalidades de intervención serían ventas por hasta US\$10.000 millones en el mercado *spot* por medio de subastas en la plataforma transaccional Datatec y en instrumentos de cobertura cambiaria por hasta US\$10.000 millones, consistentes en ventas *forward* con subastas en el Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA). En ambos casos, el calendario de operaciones se anunciaría el viernes previo a cada semana.

29. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75%.

---

## MARZO

16. En su Sesión Especial de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 75 puntos base, hasta 1%, e implementar un conjunto de medidas adicionales para reforzar la entrega de liquidez a la economía, y apoyar el flujo de crédito y la transmisión de la política monetaria: abrir a los bancos una Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC); incluir bonos corporativos entre los colaterales elegibles para todas las operaciones de liquidez en pesos vigentes, incluyendo la FCIC; iniciar un programa de compra de bonos bancarios a los participantes del SOMA por un monto equivalente en Unidades de Fomento de hasta US\$4.000 millones; y extender el plazo del programa de venta de divisas hasta el 9 de enero de 2021.

20. Por Acuerdo N° 2294E-01-200318 se determinó modificar transitoriamente las normas contenidas en el Capítulo 3.1 del Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF), en lo referido al encaje monetario que deben mantener las empresas bancarias y cooperativas de ahorro y crédito, ampliando la posibilidad de constituir el encaje de las obligaciones en moneda extranjera no solo con dólares de Estados Unidos de América, sino también con euros, yenes y moneda nacional. La modificación, que rige desde el 18 de marzo de 2020 y hasta el 8 de septiembre de 2020, comenzó a aplicarse por el período de encaje iniciado el 9 de marzo de 2020.

19. Por Acuerdo N° 2295E-01-200319 se aprobaron las normas aplicables a la implementación del programa de compra de bonos bancarios, anunciado por el Consejo en su Sesión Especial de Política Monetaria celebrada el día lunes 16 de marzo de 2020, conforme al comunicado respectivo divulgado por el Instituto Emisor. El programa, por hasta US\$4.000 millones y ampliado posteriormente hasta US\$8.000 millones, tiene por objeto contener los efectos de la alta volatilidad en el mercado de renta fija. Esta medida entró en vigencia el 20 de marzo y contempla títulos de deuda emitidos por instituciones bancarias del país, que correspondan a bonos sin garantía especial previstos en el numeral 2 del artículo 69 de la Ley General de Bancos, excluidos los de propia emisión y los que puedan otorgar la opción de ser canjeados en acciones, así como los bonos subordinados y los bonos sin plazo fijo de vencimiento. Conforme a las condiciones financieras aplicables, las operaciones se realizan por ventanilla y los instrumentos de deuda elegibles pueden estar denominados en pesos o en UF, con un plazo residual de hasta 5 años. El monto máximo a comprar por emisor es de hasta un 20% del *stock* de bonos bancarios menor a 5 años. La tasa contemplada para las operaciones se basa en la tasa *swap* promedio de cámara del plazo correspondiente más un *spread* variable de acuerdo al *rating* de la emisión.

26. Por Acuerdo N° 2297E-01-200326 se aprobó la normativa aplicable a la FCIC y se modificaron transitoriamente los Capítulos 2.1 y 2.3 del CNMF y sus respectivos Reglamentos Operativos, a objeto de igualar los instrumentos elegibles conforme a esta normativa respecto de los títulos admisibles para acceder a la FCIC, en tanto esta se encuentre vigente.

La medida adoptada se enmarca en el ejercicio de las facultades conferidas al Banco Central de Chile para regular la cantidad de dinero y crédito en circulación, con la finalidad de resguardar el cumplimiento del objeto del Banco, contribuyendo por esta vía

a la estabilidad financiera y a mantener el canal del crédito bancario, como mecanismo de transmisión de la política monetaria, con énfasis en incentivar el financiamiento y refinanciamiento de créditos de hogares y empresas.

Asimismo, por Acuerdo 2297E-02-200326 se aprobó la utilización de la Línea de Crédito de Liquidez (LCL) en moneda nacional, cuyo acceso y uso está sujeto a las mismas condiciones asociadas al incremento de las colocaciones establecidas para la FCIC.

La FCIC y la LCL, vigentes desde el 30 de marzo de 2020, tienen por objeto incentivar que los recursos que obtengan las empresas bancarias a partir de ellas continúen financiando y refinanciamiento el crédito de hogares y empresas, en especial a aquellas sin acceso a los mercados de capitales. Las medidas consideran un total de US\$24.000 millones y tienen como referencia inicial la cartera de colocaciones de consumo y comerciales reportadas a la CMF a fines de febrero.

En la FCIC, los préstamos que se otorguen consideran aplicar la tasa de política monetaria que se encuentre vigente, por un plazo de 4 años, caucionándose con el otorgamiento de prenda de instrumentos de deuda a favor del Banco Central (bonos Banco Central, bonos de la Tesorería General de la República, bonos bancarios, bonos corporativos, depósitos a plazo). La LCL, en tanto, tiene como límite el monto del encaje promedio exigido en el período mensual anteprecedente en pesos. Desde el anuncio al cierre del IPoM, la medida totaliza un uso de US\$23.171 millones.

Por otra parte, por Acuerdo N° 2297E-03-200326 se modificó el Capítulo III.B.2.1 del Compendio de Normas Financieras (CNF), de manera de suspender en forma temporal el cumplimiento de los requerimientos de descalce de plazos previstos respecto de la gestión de liquidez de las empresas bancarias, en el numeral 8.2 del Capítulo antedicho, tanto a 30 días de una vez el capital básico, como de 90 días de dos veces el capital.

31. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó, en forma unánime, reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 0,50%.

En esa Reunión, el Consejo decidió ampliar el programa vigente de compra de bonos bancarios en US\$4.000 millones, hasta US\$8.000 millones, y eliminar la restricción de plazo de los instrumentos elegibles. Con ello, el saldo de compra remanente

de dicho programa pasó a ser de hasta US\$5.500 millones, dado que, a esa fecha, se habían comprado US\$3.500 millones.

---

## ABRIL

15. Por Acuerdo 2301E-01-200414, se aumentaron los límites de inversión de los Fondos de Pensiones en activos alternativos, establecidos en el Capítulo III.F.4 del CNF, dentro de los rangos establecidos en el artículo 45 del D.L. N° 3.500 de 1980, previo informe de la Superintendencia de Pensiones; y se otorgó a esta el informe previo favorable del Banco respecto de las modificaciones contempladas en los Regímenes de Inversión de los Fondos de Pensiones y Fondo de Cesantía, en lo referido al concepto de cobertura cambiaria previsto en ellos. Lo anterior, con el objetivo de promover la diversificación de los portafolios de los fondos de pensiones, permitiéndoles acceder a mejores combinaciones de riesgo y retorno, observando el criterio de gradualidad aplicado por el Consejo en relación con la fijación de los límites antedichos.

30. Por Acuerdo N° 2304-01-200430, se modificó la normativa aplicable a la FCIC. Entre otros aspectos, la modificación amplió los instrumentos elegibles para efectos de su constitución en prenda en operaciones cursadas con cargo a dicha Facilidad, correspondientes a otros documentos que den cuenta de créditos y/o derechos de la cartera de colocaciones de las empresas bancarias, que cumplan con los requisitos establecidos por el Reglamento Operativo de la FCIC. Se estableció que estos instrumentos no serán elegibles para operaciones previstas en los Capítulos 2.1 y 2.3 del CNMF.

---

## MAYO

6. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la TPM en 0,50%.

20. Por Acuerdo N° 2309-01-200520 el Consejo decidió modificar la política de inversión de reservas internacionales del Banco, aprobando la celebración de operaciones REPO con bancos centrales, autoridades monetarias y bancos custodios extranjeros, para obtener financiamiento en moneda extranjera mediante la venta de títulos correspondientes a las reservas internacionales, sujeta a la obligación de recomprarlos dentro del plazo estipulado con la respectiva contraparte. El Consejo aprobará previamente cada tipo de operación y las condiciones generales que apliquen en cada caso.

28. Por Acuerdo N° 2310-03-200528 se aprobaron nuevas modificaciones a la normativa aplicable a la FCIC. Lo anterior con el objeto de establecer el vencimiento y renovación automática y sucesiva, por períodos semanales, de los créditos solicitados por las empresas bancarias al Banco Central con cargo a la FCIC, con lo cual el devengo y pago de intereses correspondientes también tendrá lugar en forma semanal. En todo caso, se mantiene el plazo máximo de vencimiento de estas operaciones de 4 años, hasta el 24 de marzo de 2024.

---

## JUNIO

4. Por Acuerdo N° 2313-02-200604, se renovaron las medidas transitorias y excepcionales adoptadas por Acuerdo N° 2297E-03-200326, que modificó el Capítulo III.B.2.1 del CNF, en materia de gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias.

16. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la TPM en 0,50%, por la unanimidad de sus miembros. Asimismo, acordó ampliar las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito.

18. Mediante el Acuerdo N° 2317-01-200618, el Consejo del Banco Central anunció el programa especial de compra de activos, con lo que amplió el uso de instrumentos no convencionales para intensificar el estímulo monetario. El programa estará vigente desde el 22 de junio 2020 hasta el 17 de diciembre de 2020, y contempla un total de US\$8.000 millones. De esta forma, se contempla la compra por ventanilla de títulos de deuda del Banco Central y bonos bancarios, de acuerdo a las condiciones definidas en el programa de compra de bonos bancarios. Desde el anuncio al cierre del IPoM, se han realizado compras por US\$1.877 millones.

19. Mediante Acuerdo N° 2318E-01-200619 se aprobó el programa Facilidad de Crédito Condicional al Incremento del Crédito Fase Dos (FCIC2) con la finalidad de profundizar y extender el crédito comercial para responder a la prolongación de la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19. El monto del programa es de US\$16.000 millones, con un límite por banco de US\$4.000 millones. La medida entró en vigencia el 1 de julio, por ocho meses. Las instituciones bancarias pueden acceder a la facilidad una vez que hayan ocupado la FCIC1 o renunciado a su remanente.

25. Por Acuerdo N° 2320E-01-200625 se aprobó el otorgamiento, por una sola vez, de una excepción consistente

en una extensión de plazo para que las empresas bancarias puedan, como condición para hacer uso de la FCIC2, optar por desembolsar totalmente la Línea Inicial y la Línea Adicional con cargo a la FCIC1 y/o la LCL, como máximo durante el mes de julio de 2020, o, alternativamente, renunciar irrevocablemente al saldo no desembolsado de esas Líneas hasta el 31 de julio de 2020.

26. Con fecha 24 de junio, la Reserva Federal de Nueva York (FED) aceptó la inscripción del Banco Central de Chile en el servicio de transacciones *overnight* denominado Temporary Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) REPO Facility. Esta facilidad permitirá al Banco disponer de mayor flexibilidad para conducir las operaciones de *swap* de divisas, mecanismo a través del cual dispone dólares semanalmente a la banca local. Para acceder a este financiamiento temporal, el Banco Central de Chile entrega en garantía bonos emitidos por el Tesoro de EE.UU., pagando una tasa de interés que se encuentra indexada a la tasa de política monetaria de ese país, la que actualmente es cercana a cero.

---

## JULIO

2. Por Acuerdo N° 2322-02-200702, se aprobó la publicación en consulta hasta el día 4 de septiembre de 2020, un conjunto de modificaciones al Anexo N°1 del Capítulo I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI), para efectos de autorizar nuevas operaciones de cambios internacionales transfronterizas que se podrán realizar en moneda nacional (pesos), caso en el cual dejarán de revestir carácter cambiario, sin perjuicio de sujetarse su realización a las exigencias de información correspondientes. Esta medida forma parte de la segunda etapa del plan de modernización de la regulación cambiaria, correspondiente al Plan Estratégico del Banco Central 2018-2022, con el propósito que el mercado financiero continúe su desarrollo e integración global, incluyendo la internacionalización del peso, velando por los objetivos institucionales de estabilidad de precios y normal funcionamiento de los pagos.

Los cambios propuestos son funcionales a la incorporación de Chile al sistema de pagos extranjero CLS system, lo que busca reducir los riesgos de contraparte en operaciones cambiarias y aumentar la eficiencia y competencia del mercado cambiario local. Por otra parte, esta ampliación profundiza la política de tipo de cambio flexible seguida desde 1999, lo que es coherente con la orientación general de la política económica del Gobierno en las últimas dos décadas sobre esta materia.

Conforme a la norma en consulta, a partir de enero de 2021, se agregarán las siguientes operaciones, las que actualmente solo se pueden realizar en moneda extranjera: 1) Contratación de productos derivados cuyas liquidaciones o pagos contemplen la entrega física de pesos. 2) La apertura y tenencia de cuentas corrientes bancarias en pesos por parte de personas no domiciliadas o residentes en Chile. 3) El otorgamiento de créditos denominados en pesos a personas no domiciliadas o residentes en Chile, sea en la forma de mutuos, líneas de crédito o bajo otras modalidades.

A partir de julio de 2021, se agregarán las siguientes operaciones:

- 1) Operaciones de crédito, depósito o inversión efectuadas por personas con domicilio o residencia en Chile, en el exterior (Capítulo XII del CNCI).
- 2) Otras operaciones efectuadas por personas no domiciliadas o residentes en Chile (Capítulo XIV del CNCI).

Tanto para las operaciones en pesos que se han autorizado en el pasado, como para las nuevas operaciones que se incluyen en esta propuesta, los intervinientes deberán informar al Banco las operaciones de este tipo que realicen y cuyas obligaciones sean pagaderas en pesos, tal como si fueran en divisas, para lo que se utilizarán los formularios y sistemas de reporte existentes. Esta obligación de informar constituye un elemento central en el monitoreo que el Banco realiza regularmente respecto del funcionamiento de los mercados para efectos de cumplir con sus objetivos legales.

15. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la TPM en 0,50%, por la unanimidad de sus miembros. Asimismo, acordó mantener las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez y el crédito.

24. El Banco informó con ocasión del término exitoso de la negociación con el Banco Central de la República Popular China (PBoC), para aumentar el monto de la línea considerada en el Acuerdo Bilateral sobre *Swap* de Monedas renminbi/ peso (RMB/CLP), vigente hasta 2021. En virtud de lo anterior, el Banco Central de Chile y el PBoC acordaron aumentar el monto de la línea desde RMB 22.000 millones a RMB 50.000 millones, equivalente a US\$ 7.100 millones, aproximadamente.

31. Ante la entrada en vigencia de la reforma constitucional que permite en forma excepcional y por única vez el retiro del 10% de los recursos mantenidos por los afiliados en sus cuentas de capitalización individual correspondientes a ahorro obligatorio

en los fondos de pensiones del sistema regulado por el D.L. 3.500 de 1980, el Banco Central implementó medidas para mitigar la posible volatilidad en los mercados financieros producto de potenciales cambios relevantes en la composición de los portafolios de los fondos de pensiones. Mediante Acuerdo N° 2327E-01-200730 aprobó el Programa Especial de Operaciones de Compra al Contado realizada conjunta y simultáneamente con una Venta a Plazo de instrumentos emitidos por empresas bancarias (Programa CC-VP), dirigido a las entidades del mercado abierto que sean participantes del SOMA a la fecha de publicación del referido Acuerdo en el Diario Oficial (Participantes). Cada operación CC-VP considera dos compraventas que se convienen en forma conjunta y simultánea y que constituyen una misma negociación o contrato para todos los efectos legales. El monto inicial total del Programa Especial es de hasta US\$10.000 millones, con plazos de venta de 1 y 3 meses, y podrá ser ampliado, restringido y/o parcelado, según se indique en las Condiciones Financieras, donde se podrá establecer límites individuales por Participante. El CC-VP acumula al cierre del IPoM un total de US\$3.260 millones. Asimismo, se decidió continuar con la ventanilla a participantes del SOMA de compra de bonos bancarios por el remanente de US\$4.100 millones del programa de marzo, con el objeto de contener escenarios de volatilidad.

31. Por Acuerdo N° 2329E-01-200731, como parte de las medidas anunciadas para mitigar la volatilidad de los mercados financieros, se aprobó la compra por ventanilla de depósitos a plazo por un total de hasta US\$8.000 millones, en el que podrán participar las entidades del SOMA. Estas operaciones y el Programa CC-VP entraron en vigencia el 3 de agosto de 2020 y se extenderán por seis meses. Al cierre del IPoM se acumularon US\$186 millones.

---

## AGOSTO

4. Por Acuerdo N° 2326-01-200730 se reemplazó la normativa sobre Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional, sustituyendo para ello el Capítulo III.H.1 del CNF. Esta modificación permitirá consolidar el canje, cobro y compensación en la nueva Cámara de Compensación de Cheques y Otros Documentos en Moneda Nacional y en Dólares en el País, incluyendo la liquidación de saldos deudores netos en dólares a través del Sistema LBTR en dólares, así como incorporar un protocolo especial aplicable a situaciones de contingencia operacional.

8. Por Acuerdo N° 2331E-01-200807, el Consejo resolvió, en forma excepcional y transitoria, flexibilizar la normativa que rige la Cámara de Compensación de Cheques y otros Documentos en Moneda Nacional y en Dólares, en el País, conforme al Capítulo III.H.1 del CNF. En virtud de lo anterior, se suspende la aplicación del límite individual de cincuenta millones de pesos para presentar a canje, compensación y liquidación a través de esta Cámara, los vales y otros documentos a la vista o cuyo pago sea exigible, emitidos en moneda nacional por una empresa bancaria establecida en el país. Conforme a lo resuelto, durante el plazo de tres meses las empresas bancarias podrán presentar en la Cámara estos documentos a la vista, sin que se aplique un límite de monto individual.



# 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 2020-2022 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio igual al que promedian las economías avanzadas y emergentes.

**Crecimiento mundial a TC de mercado:** Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI (WEO, Octubre 2019). Los países considerados representan aproximadamente el 91% del PIB mundial. Para el 9% restante se considera un crecimiento promedio igual al que promedian las economías avanzadas y emergentes en el período 2020-2022.

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

**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).

**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 período es de dos años a partir del momento en que se realizan proyecciones y donde la inflación debe converger a su meta. La TPM proyectada debe ser entonces consistente con este objetivo.

**Horizonte de proyección:** Período para el cual se realiza la proyección macroeconómica con los modelos empleados por el 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. El índice está compuesto por el IPCSAE de bienes e IPCSAE de servicios.

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

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

**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.

**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 2020 considera a Alemania, Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, EE.UU., Francia, India, Italia, Japón, México, Países Bajos, Paraguay, Perú, Reino Unido, Rep. Corea y Vietnam.

**TCM-X:** TCM que excluye al dólar estadounidense.

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

**TCN:** Tipo de cambio nominal.

**TCR:** 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%. Esta tasa es uno de los parámetros estructurales que el Consejo utiliza para la evaluación del estado actual de la economía, sus perspectivas y para la calibración de la política monetaria. La política monetaria se considera expansiva (contractiva) cuando la TPM es inferior (superior) a la TPM neutral.

**TPM mínimo técnico:** El *effective lower bound*, como normalmente se le conoce en la literatura especializada, es un parámetro estructural, tal como lo son la TPM neutral, y los crecimientos tendencial y potencial de la economía chilena. Este nivel de la tasa es la que el Consejo estima es el mínimo que permite mantener un funcionamiento adecuado de los mercados monetarios.

# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Albagli E., A. Fernández y F. Huneus. 2020. El *shock* de la pandemia y la respuesta económica: evidencia de las firmas en Chile. Mimeo.
- Autor D., D. Cho, L. Crane, M. Goldar, B. Lutz, J. Montes, W. Peterman, D. Ratner, D. Villar, A. Yildirmaz. 2020. "An Evaluation of the Paycheck Protection Program Using Administrative Payroll Microdata". Disponible en <https://economics.mit.edu/files/20094>
- Banco Central de Chile. 2020. La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación.
- Banco Central de Chile. 2020. Uso de Modelos Macroeconómicos en el Banco Central de Chile.
- Carlomagno, G. y A. Sansone. 2019. "Marco metodológico para el análisis de la inflación subyacente". Mimeo, Banco Central de Chile.
- CEPAL. 2020. Addressing the growing impact of COVID-19 with a view to reactivation with equality: new projections. Julio.
- De Gregorio, J. 2009. "La Política Monetaria Reciente y sus Efectos". Presentación. Octubre. Disponible en [https://www.bcentral.cl/documents/33528/133214/bcch\\_presentac\\_163666\\_es.pdf/78c9557a-0a98-f0cd-b1c7-83d32c0ba6b8?t=1573274456327](https://www.bcentral.cl/documents/33528/133214/bcch_presentac_163666_es.pdf/78c9557a-0a98-f0cd-b1c7-83d32c0ba6b8?t=1573274456327)
- Fondo Monetario Internacional. 2020. World Economic Outlook Update. Junio.
- Huneus F., M. Larraín, S. Schmukler y M. Vera. 2020. The Demand and Supply of Credit during COVID-19: The Role of Public Credit Guarantees. En preparación.
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2020. Separata Técnica: Índice de Precios al Consumidor: Contingencia Covid-19. Julio.
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2020. Separata Técnica: Encuesta mensual de remuneraciones y costo de la mano de obra: Contingencia COVID-19, agosto.
- Organización Internacional del Trabajo. 2020. ILO Monitor: COVID-19 and the world of work. 5<sup>th</sup> edition. Junio.

Alejandro Zurbuchen S.

---

## **REPRESENTANTE LEGAL**

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales

SEPTIEMBRE 2020

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

[bcch@bcentral.cl](mailto: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.

