



Política monetaria en el Chile, con estallido social y crisis por pandemia

Víctor Salas Opazo
Sebastián Cuéllar Pedreros y
Equipo Conversatorio Política Económica
Departamento de Economía, USACH

En este período, pareciera que la crítica situación que se ha vivido desde fines de 2019, todo el año 2020 y, que sigue presente en este primer trimestre de 2021, ha sido enfrentada solo con política fiscal. Sin embargo, la política monetaria ha estado presente, como se muestra y analiza en esta NOTA PEC.

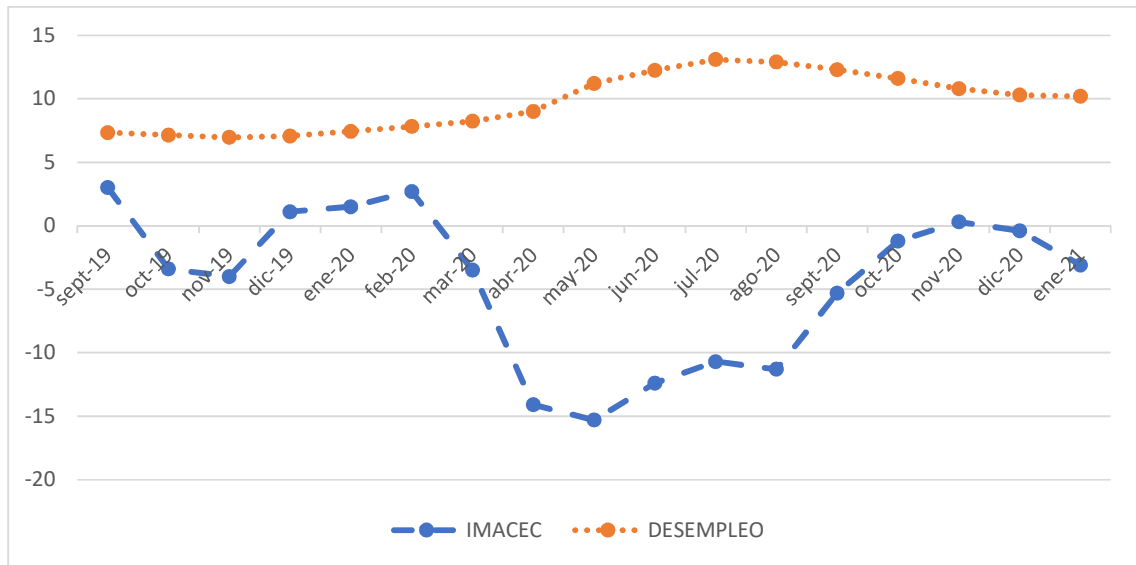
La política monetaria aplicada en Chile en los últimos 16 meses ha logrado mantener, dentro los márgenes de crisis en que ha estado la economía chilena y mundial, los equilibrios necesarios para un funcionamiento económico estable en precios, tasa de interés, tipo de cambio, manteniendo la cadena de pagos y facilitando el flujo de crédito hacia empresas y personas que requieren de financiamiento en una situación de caída de sus ventas e ingresos. Mostrando así que, en estas condiciones, si se puede aplicar política monetaria para cautelar, fortalecer y mantener la estabilidad macroeconómica del país.

Comportamiento en la economía entre 2019 y 2020 y medidas de política económica

Los datos disponibles de la economía chilena a enero de 2021 muestran una profunda recesión en los últimos 16 meses. Nuestra economía ha debido enfrentar dos contingencias casi en simultáneo, esto es, el conflicto social iniciado en octubre de 2019 y la pandemia del Covid-19, que ha generado un shock sin precedentes en la economía mundial a lo largo de 2020 y que se tradujo en una caída del PIB anual para nuestro país del 5,8%, y aún, en marzo 2021, mantiene los grados de incertidumbre por sobre lo normal en distintos mercados, ya que persisten los riesgos de rebrotes (2os y 3eros) de los contagios y la consecuente vuelta a los confinamientos, lo cual ralentizaría la recuperación económica que se viene vislumbrando desde el tercer trimestre del año pasado.

La reactivación se refleja en un IMACEC que si bien en enero tuvo una variación interanual negativa de -3,1%, ha aumentado significativamente respecto del -15,5% alcanzado en mayo del año pasado. En enero de este año, también se observa una caída del 22% de la tasa de desempleo, respecto del punto más alto que alcanzó en julio de 2020 (13,09%), pero aún sigue alta la tasa (10,2% en enero) y con tendencia de alejarse de la actividad económica, ver gráfico 1.

Gráfico 1 tasa de IMACEC y tasa de desempleo, setiembre 2019 a enero 2021



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central y del INE.

En este contexto, de pandemia y latencias del estallido social, las autoridades tanto monetarias como fiscales han intervenido en la economía con diversas medidas con el objetivo de evitar una recesión mas profunda y con mayores efectos negativos sobre las empresas y los hogares.

Analizando el periodo que comprende los 16 meses (octubre 2019 a enero 2021), los datos muestran que la actividad productiva en Chile venía creciendo lentamente, entre enero y septiembre de 2019, a 2,26% promedio mensual y cayó a tasas negativas en octubre y noviembre (-3,4% y -4,0%, respectivamente) con las manifestaciones sociales iniciadas con fuerza el 18 de octubre de 2019, en donde, los manifestantes interrumpieron el transporte público, dañaron la infraestructura privada y pública y, mermaron la actividad normal del sistema productivo (en especial se vieron afectados los sectores de comercio y servicios). En conjunto, los efectos de las movilizaciones sociales repercutieron en los indicadores económicos, elevando la percepción de riesgo país, aumentando las tasas de interés de largo plazo y depreciando el peso frente al dólar, y manteniendo una alta volatilidad del mercado cambiario.

El banco central, entonces (noviembre 2019) decide intervenir el mercado cambiario, generando un programa de intervención (venta de USD) para mejorar la liquidez en pesos y en dólares y mitigar la alta volatilidad cambiaria junto con las percepciones negativas que se estaban formando. Al mismo tiempo el consejo del banco central decidió mantener la TPM de aquel periodo en 1,75% (valor fijo entre octubre 2019 y marzo 2020), lo cual se consideró coherente con la meta de inflación y la estabilidad del sistema financiero.

La intervención del banco central permitió mejorar las expectativas del mercado junto con lograr un mejor ajuste de la economía ante el shock producido por el estallido social. En los datos disponibles, se aprecia que el IMACEC toma una senda de crecimiento progresivo en los meses de diciembre de 2019 y enero y febrero de 2020 (con posterioridad a la intervención cambiaria), luego de la caída de octubre y noviembre, ver gráfico 1.

A pesar de la recuperación que mostraba nuestra economía a principios de 2020, la llegada de la pandemia en marzo volvería a golpear con fuerza la economía, lo que se vio reflejado en los valores que tomó el IMACEC a partir de marzo de 2020, en donde el indicador del PIB mensual mostró variaciones interanuales negativas hasta el mes de noviembre, alcanzando sus peores registros en los meses que comprenden el segundo trimestre de 2020, esto es, abril, mayo, junio (ver gráfico1).

El banco central de Chile, en el IPOM de marzo de 2020 ya anticipaba la alta incertidumbre que generaría el Covid-19 en los mercados y la profunda recesión de la economía mundial y local para 2020, anticipaba caídas del PIB de Chile para 2020, entre 6,25-5,25%.

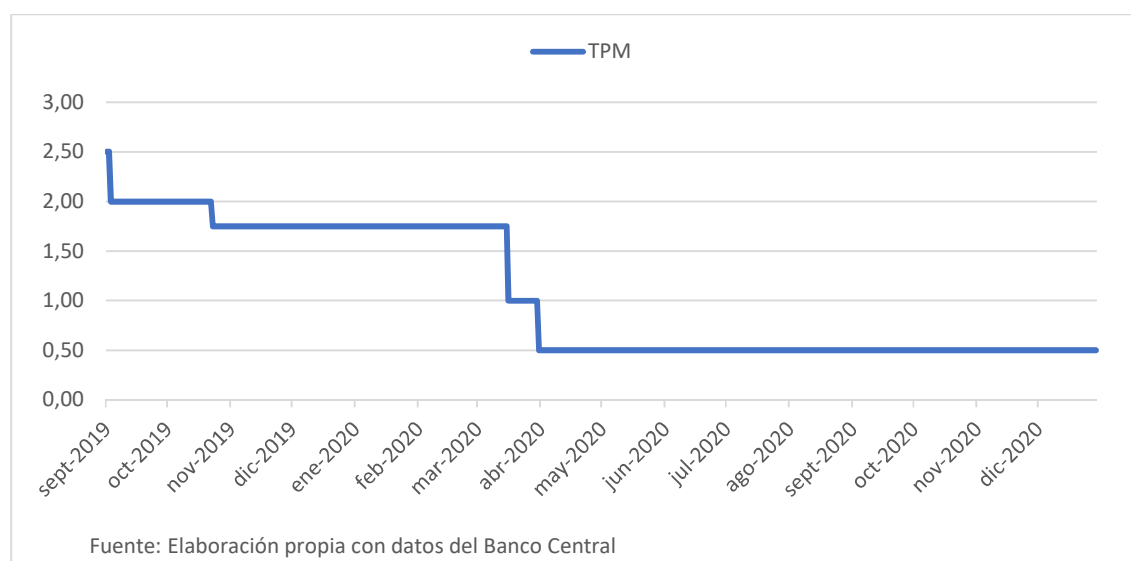
A diferencia del estallido social (shock interno), la pandemia era un shock mundial por lo que había menos riesgos de fuga de capitales, entre otros.

La política monetaria aplicada en la crisis

En reunión extraordinaria del consejo del banco Central el día 16 de marzo de 2020, dada la evolución que tomaba la pandemia en nuestro país y en los principales socios comerciales, se decidió paliar el shock a través del uso de política monetaria convencional y no convencional, por otro lado, el gobierno también impulsó la economía a través de la política fiscal.

Utilizando la política monetaria convencional, a partir del 02 de abril, el banco central redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM), a su mínimo técnico, esto es 0,5% con el objetivo de otorgar el impulso monetario necesario para la correcta transmisión de la política monetaria hacia la economía y alcanzar la meta de la inflación junto con el resguardo de la estabilidad del sistema financiero. En paralelo, se acordó una política de *forward guidance*, cuyo objetivo es otorgar anticipos informativos de las decisiones de política monetaria a mediano plazo para influir en las expectativas de las condiciones financieras.

Gráfico 2: Tasa de Política Monetaria, septiembre 2019 hasta marzo 2021



No obstante, al estar la TPM en su mínimo técnico, se acabó el espacio para la política monetaria expansiva convencional, por lo que, el banco central complementó su intervención en la economía a través de política monetaria no convencional, la que ya estaba siendo aplicada en gran parte de los países (emergentes y desarrollados) para mantener la cadena de pagos, preservar la correcta transmisión de la política monetaria y facilitar el flujo de crédito hacia empresas y personas que requieren de financiamiento en una situación de caída de sus ingresos.

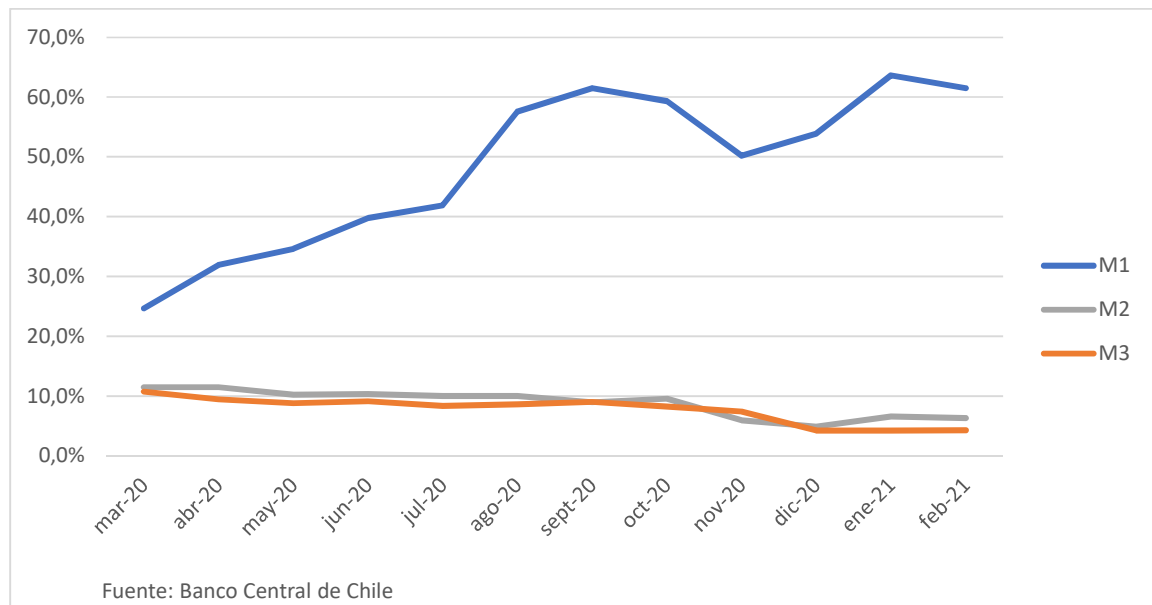
En nuestro país la crisis social ya había obligado a muchas empresas -en especial de comercio y servicios- a utilizar sus holguras, acumuladas durante años, para hacer frente a necesidades de caja producto de la imposibilidad de operar normalmente, por lo que, una de las principales misiones de la política monetaria era que, el sector productivo empresarial dispusiera de créditos para su subsistencia.

Las medidas no convencionales de política monetaria aplicadas durante el estallido social y con mayor fuerza a lo largo de la pandemia (en vigencia actualmente) abarcan políticas principales como el Flujo Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC), que luego se extendería a FCIC 2, este último dispuso recursos para la banca por hasta US\$3.900 millones a mediados de 2020 y contiene cambios en los parámetros de acceso respecto a su antecesor, en la actualidad se acordó ejecutar el FCIC 3. En general, el FCIC se crea con el objetivo principal de dar acceso a las entidades bancarias locales a líneas de crédito con el banco central en condiciones ventajosas (dada una TPM fija en 0,5%), con el fin de que éstas continúen financiando y refinanciando créditos y así permitir un adecuado traspaso del impulso monetario. Otras medidas fueron la aplicación de un programa de compra de activos y la ampliación de los colaterales elegibles para la emisión de activos (se incluyeron títulos corporativos).

La crisis sanitaria obligó a la aplicación de medidas no convencionales, dado que la incertidumbre generó un fuerte aumento de la preferencia por activos de corta duración y alta liquidez, lo cual dificulta la venta de los activos de menor liquidez y ponía en riesgo la solvencia financiera de esos emisores y la capacidad de hacer frente a sus pasivos, representando un riesgo para la actividad y la solvencia del sistema financiero.

La misión de las medidas de política monetaria no convencional, en particular, el programa de compra de activos (inyección de liquidez) estaba enfocada en reducir el aumento de la aversión al riesgo que se estaba presentando en el mercado, en un primer momento y de forma más leve producto del estallido social. En ese lapso (noviembre 2019) se anunció un programa de compra de activos que tendría duración hasta el 29 de mayo de 2020, pero ante el inicio de la pandemia en marzo de 2020, el banco central aplicó un mayor impulso monetario a través de política no convencional, entre los que destacan, la extensión de los programa REPO y Swap de tipo de cambio, la inclusión de títulos corporativos en los colaterales elegibles, un programa de compra de bonos bancarios y una extensión del plazo del programa de venta de divisas, entre otras medidas.

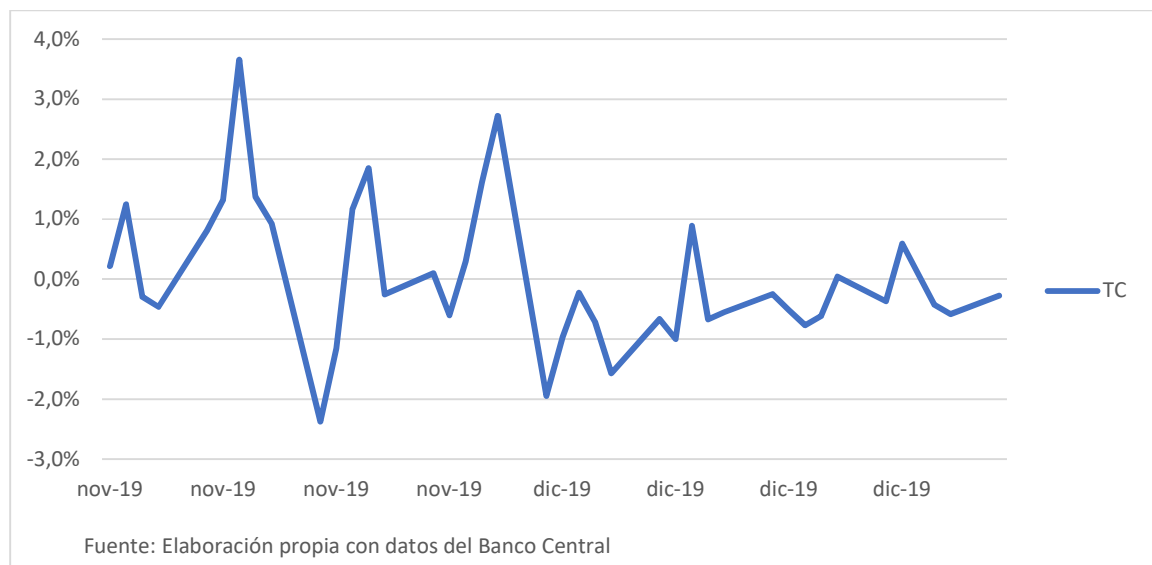
Gráfico 3: Variación porcentual anual de los agregados monetarios M1, M2, M3



Las intervenciones en el mercado cambiario

El rango de variabilidad del precio del dólar en pesos disminuye después de la aplicación de la intervención del banco Central, mostrando mínimos y máximos menores a los registrados en el comienzo del estallido social, ver gráfico 4.

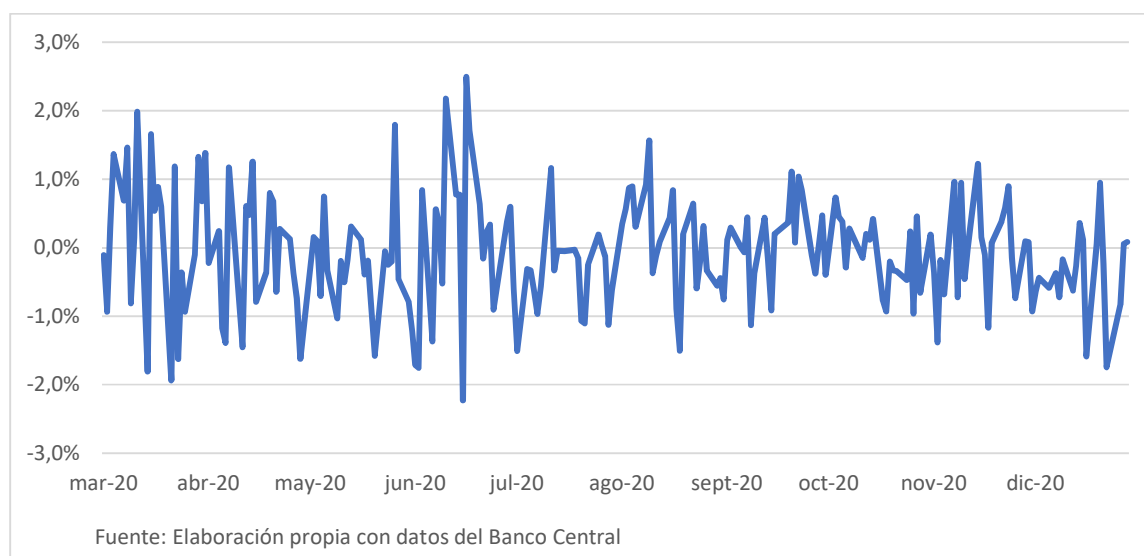
Gráfico 4: Variación porcentual diaria, tipo de cambio (TC) USD/CLP, intervención nov-2019 (Estallido Social)



El programa de compra de activos anunciado a mediados de noviembre de 2019 por el banco central de Chile logró reducir las altas variaciones (entre -2,4% y 2,7%) que se estaban produciendo en el mercado cambiario, en este caso, en el precio del dólar en pesos. En el gráfico 4 se observa cómo después del programa de inyección de liquidez anunciado a mediados de noviembre, las variaciones se volvieron más estables en diciembre, vale decir, con una volatilidad dentro de un rango más acotado.

En junio 2020 el banco central volvió anunciar que el impulso monetario convencional (TPM en su mínimo técnico) y no convencional seguirían actuando sobre la economía y anunció una inyección de liquidez de hasta US\$8.000 millones con duración de hasta seis meses. En paralelo, a las medidas de política monetaria, el gobierno a esa fecha había entregado recursos por US\$17.000 millones, equivalente a 7% del PIB, orientados a proteger al empleo, apoyar el ingreso e inyectar liquidez. El efecto de las medidas de las autoridades monetarias y fiscales se vio reflejado en una caída del rango de variabilidad del precio del dólar durante el segundo semestre de 2020. Entre marzo y junio de 2020 los valores diarios del dólar en pesos oscilaron entre tasas del -2,2% y 2,5% (peor periodo de la crisis sanitaria), mientras que entre julio y diciembre el dólar tuvo variaciones entre -1,7 y 1,6%.

Gráfico 5: Variación diaria del tipo de cambio CLP/USD en 2020 (Covid-19)



Entre marzo y junio las bolsas se recuperaron, el IPSA mostró una variación interanual en febrero de 2021 del 11% y se acerca a niveles previos al estallido social, por otro lado, las tasas de interés de largo plazo y los premios por riesgo cayeron en junio respecto al inicio de la crisis sanitaria¹, las monedas de los países emergentes y local comenzaron a recuperar terreno frente al dólar (apreciación), ver gráfico 6, y el precio del cobre se recuperó a fines de junio en un 27% respecto de su mínimo alcanzado a fines de marzo, ubicándose por sobre los 2,5 dólares la libra, ver gráfico 7. En diciembre de 2020 el cobre ya alcanzaba los 3,52 dólares por libra y, actualmente a 17 de marzo de 2021 se encuentra

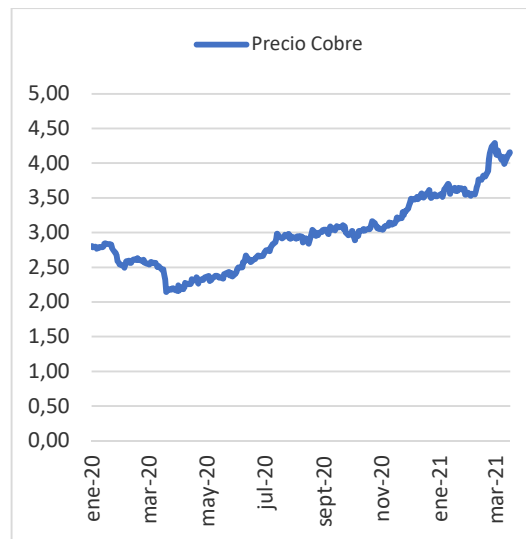
¹ Para mas información leer IPOM de junio de 2020

ubicado en 4,16 dólares la libra, lo cual representa un aumento de 98% en su valor respecto al punto más bajo alcanzado en marzo de 2020.

Gráfico 6: Tipo de cambio observado, pesos por dólar



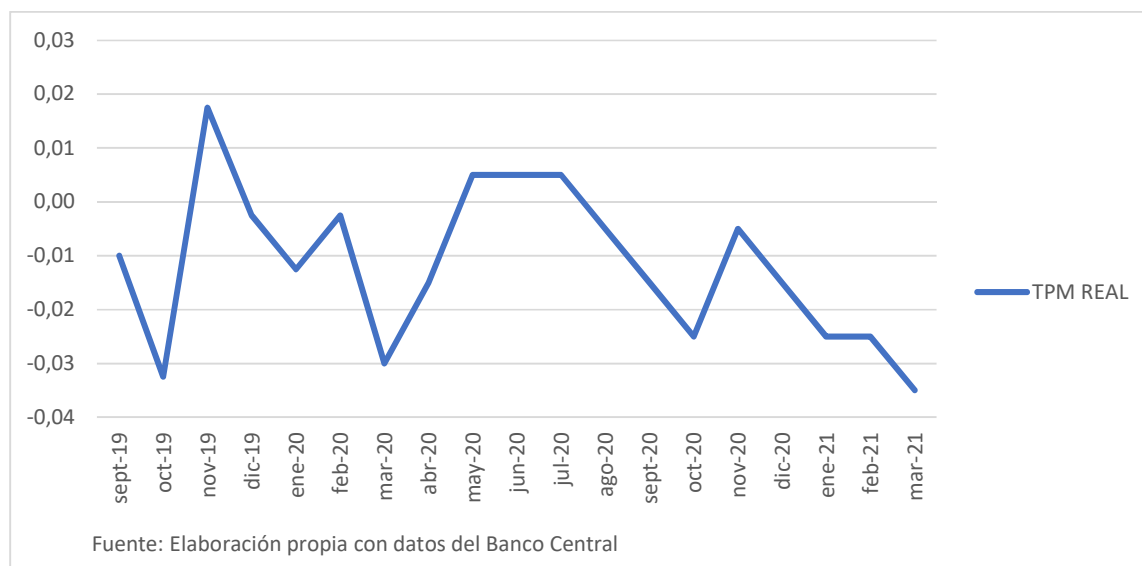
Gráfico 7: Precio del Cobre en 2020-2021, Dólar por libra de cobre



Tasa de Política Monetaria Real y recesión chilena

La TPM real se ha mantenido baja y negativa en el periodo que comprende este análisis, que se refleja en la serie del gráfico 8, esto es concordante con la teoría, dado que los tipos reales bajos y negativos se relacionan con una economía que atraviesa por un periodo de recesión, que necesita reactivación y que está utilizando una política monetaria expansiva.

Gráfico 8: Tasa Política Monetaria Real en Chile², en porcentaje



Control de posibles presiones inflacionarias

Los retiros de los ahorros previsionales han generado presión inflacionaria en el corto plazo, dado que la oferta disponible no estaba en condiciones normales, ya sea, por problemas de logística operacional (restricciones de movimiento), como también por ajustes de la inversión y en los correspondientes inventarios de las empresas que esperaban una fuerte contracción en sus ventas.

Si bien, los retiros de los ahorros previsionales causaron inflación en el corto plazo, es de esperar que a medida que se recupere la oferta, la presión inflacionaria se aleje, permitiendo la convergencia a la meta de inflación el año 2022. En paralelo, la amplia brecha de actividad (holguras de capacidad) aún vigente mantiene alejado el peligro de presiones inflacionarias severas.

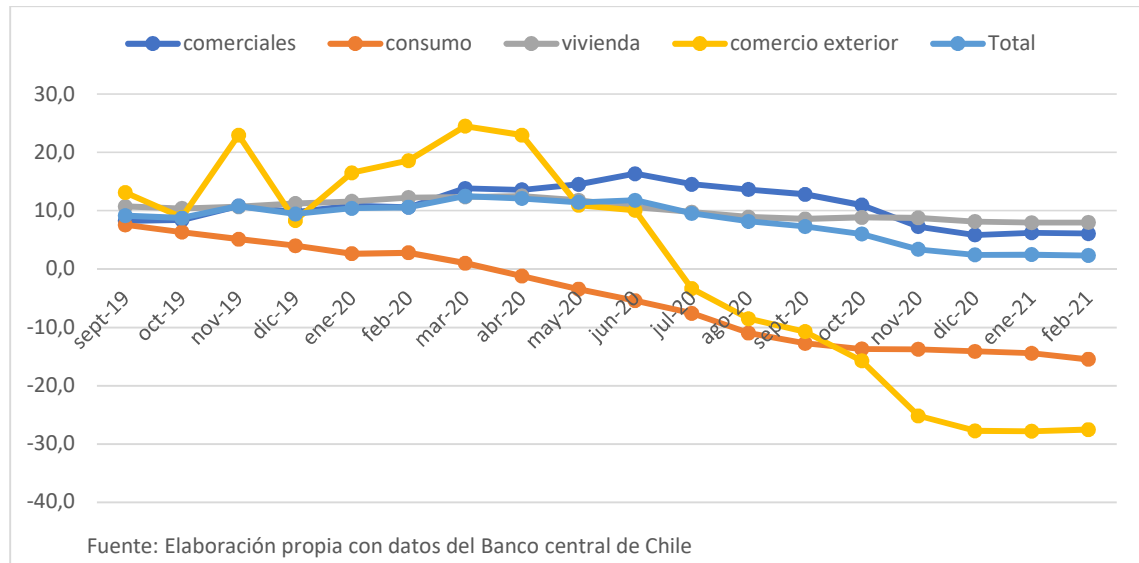
En la medida que el factor dominante en el escenario actual sea la recuperación de la oferta es posible que la trayectoria de la Política Monetaria no se vea mayormente afectada respecto del escenario central (objetivo de meta de inflación y estabilidad financiera que recae sobre el Banco Central). O bien, si se da un escenario en donde la inversión sea menor a la anticipada (por incertidumbre sobre el avance de la pandemia u otros) la menor demanda podría reducir las presiones inflacionarias.

Por otro lado, el consejo del banco Central confirmó en el último IPOM de 2020 que continuará el impulso monetario a través de la aplicación de medidas no convencionales, esto considera que el stock total de bonos bancarios adquiridos (US\$8.000 millones) se mantendrá hasta junio de 2021, reinvertiendo los cupones que vayan venciendo. También se acordó la extensión de FCIC a FCIC 3. FCIC es un programa que funciona en el ámbito de pymes y personas y los datos disponibles en el Informe de Estabilidad Financiera del

² Calculada como la TPM nominal al cierre de cada mes menos la expectativa de inflación a un año que se publica mensualmente en la Encuesta de Expectativas Económicas

segundo semestre de 2020 revelan que ha permitido mantener la cadena de crédito relativamente estable para la situación que se vive, a diferencia de otras recesiones. Incluso se observa un comportamiento anticíclico de las colocaciones, ya que, sus variaciones porcentuales anuales más altas (comerciales y vivienda) se registraron entre marzo y junio de 2020 (peor periodo de la crisis sanitaria, en términos de IMACEC) con un promedio de 12% (ver serie “total” del gráfico 9)

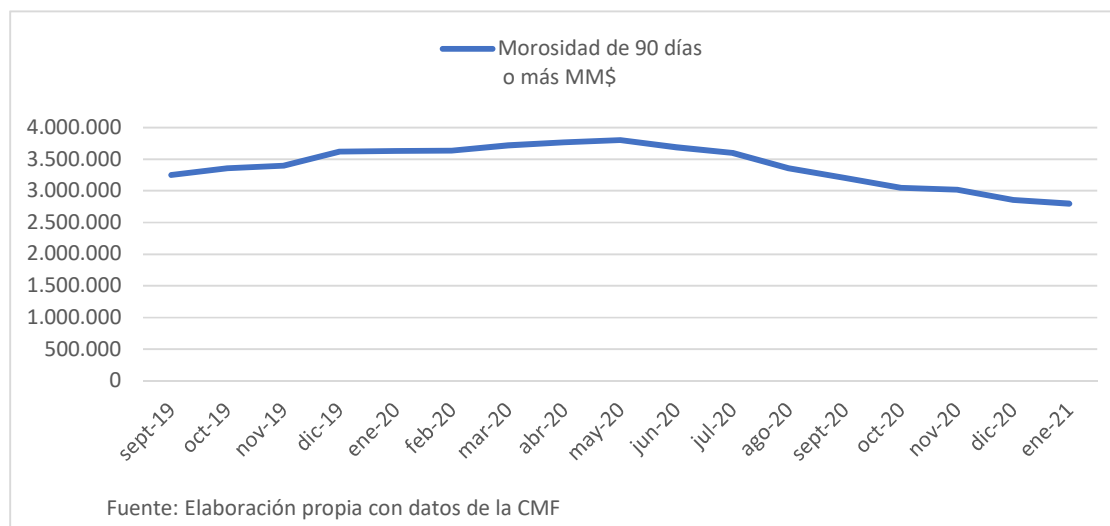
Gráfico 9: Colocaciones nominales por tipo de deudor (variación anual en porcentaje)



El comportamiento anticíclico de las colocaciones por tipo deudor (comerciales y vivienda) ayuda a observar el efecto positivo que tuvo para la estabilidad del sistema financiero la aplicación de políticas monetarias convencionales y no convencionales, la combinación de una TPM en su mínimo técnico y la fuerte inyección de liquidez permitió reducir el precio del dinero (tasas de interés) e incentivar la actividad económica en la medida necesaria.

Para observar la estabilidad del sistema de pagos en Chile durante este largo periodo de recesión, se obtuvo desde la página de la CMF la serie de morosidad de 90 días o más del total del sistema bancario en Chile, esta se puede apreciar en el gráfico 10. Los niveles de morosidad alcanzaron su máximo en mayo de 2020, con un aumento de 17% respecto a setiembre de 2019. A enero de 2021 los niveles de morosidad del sistema bancario en Chile cayeron respecto de mayo de 2020 en 26%, debido a la intensificación en el segundo semestre de medidas expansivas de política económica (monetaria y fiscal) y del retiro de fondos previsionales.

Gráfico 10: Morosidad de 90 días o más del Sistema bancario en Chile (Miles de Millones de pesos (MM\$))



Perspectivas económicas y política monetaria para 2021

En el último IPOM de diciembre de 2020 la economía chilena el banco central hacía un balance positivo de la economía, en el sentido, de que la economía se estaba ajustando a las medidas sanitarias y el IMACEC se estaba igualando a sus niveles pre-pandemia. A diciembre de 2020 la economía chilena había recuperado 1/3 del empleo perdido en pandemia con perspectivas positivas hacia el futuro, estimando que la inversión en 2021 aumente un 7,3%, tras caer 11% en 2020. Así, el Central prevé una recuperación de nuestros socios comerciales, en 4,9% en 2021 y que la economía chilena lo hará entre 5,5 y 6,5%, con un precio del cobre que promediará los US\$3,15.

Sin embargo, los problemas sanitarios aun fuertemente presente en la realidad nacional y mundial, debieran controlar las altas expectativas de recuperación económica del país. Este 2021, claramente tendremos un primer semestre con crecimiento negativo y, además, estamos manteniendo un desapego entre la variación de la actividad económica y la tendencia de la tasa de desempleo nacional, aún en enero 2021 por sobre 10%. Si la intensa y exitosa vacunación de la población no logra contener la propagación de los contagios, entonces se enfrentará un período largo de controles y cuarentenas de parte importante de la población, lo que significará claramente dificultades para recuperar la actividad productiva y lograr tasas de crecimiento del PIB sobre 4,5% para este año.

Santiago, marzo de 2021.