



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo Fin de Grado

Grado en Administración y Dirección de Empresas

**El impacto del Covid-19 en la
economía chilena y el papel del Banco
Central de Chile**

Presentado por:

Belén Bermejo Lanchas

Tutelado por :

Elena Escudero Puebla

Valladolid, 18 de Julio de 2025

Me gustaría dedicar unas palabras de agradecimiento a todas aquellas personas que me han acompañado y apoyado durante mi trayectoria universitaria y que han hecho posible que pudiera disfrutar de este camino.

A mi tutora Elena, por su dedicación, apoyo incondicional y ayuda constante para guiar este Trabajo Fin de Grado. Agradezco profundamente su orientación académica, pero también su trato humano, siempre atento y alentador.

A mi familia, por su paciencia, comprensión y apoyo en todo momento, tanto fuera como dentro de mi vida académica. Gracias por estar siempre ahí, por enseñarme el valor del esfuerzo.

A Clara, por estar siempre a mi lado con amor, paciencia, comprensión y por celebrar cada pequeño logro conmigo.

A mis amigos, por acompañarme a lo largo de estos años, por compartir momentos inolvidables y por ser una parte esencial de esta etapa.

Y, finalmente, a los profesores Andrés y Jesús María Alonso, cuyas enseñanzas, exigencia y compromiso académico han dejado una huella muy valiosa en mi formación y para este Trabajo.

RESUMEN

El presente trabajo realiza un análisis sobre el impacto del Covid-19 en la economía chilena y el papel del Banco Central de Chile y sus políticas en el periodo comprendido entre 2018 y 2023. A través de la combinación de investigación teórica y análisis empírico, se estudian variables macroeconómicas para evaluar la efectividad de estas medidas. Las conclusiones extraídas reflejan el éxito de las políticas monetarias del Banco Central de Chile en el corto plazo y los desafíos surgidos en el L/p tras su implementación.

PALABRAS CLAVE

Chile, macroeconomía, política monetaria, Covid-19, objetivos de inflación.

ABSTRACT

The current paper conducts an analysis over the impact of the Covid-19 pandemic in the Chilean economy and the role of the Central Bank of Chile and its policies in the period between 2018 and 2023. Through the blend of theoretical research and empirical analysis, some macroeconomic variables are studied to evaluate the effectivity of these measures. The conclusions deducted from this paper reflect the success of the monetary policies of the Central Bank of Chile in the short-term and the challenges that arose in the long-term after its implementation.

KEYWORDS

Chile, macroeconomy, monetary policy, Covid-19, inflation targets

ÍNDICE

1. LISTADO DE ABREVIATURAS.....	6
2. INTRODUCCIÓN.....	7
3. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA SITUACIÓN PRE-PANDÉMICA EN CHILE.....	8
3.1. Crecimiento económico.....	8
3.1.1. PIB y actividad.....	8
3.1.2. Sector externo.....	9
3.2. Inflación y evolución de los precios.....	9
3.3. Mercado laboral.....	11
3.4. Condiciones financieras.....	11
3.4.1. Exteriores.....	11
3.4.2. Interiores.....	12
3.5. Mercado de divisas y tipo de cambio.....	13
3.6. Instrumentos y medidas de Política Monetaria.....	14
3.6.1. Externas.....	14
3.6.2. Internas.....	15
4. ANÁLISIS DEL IMPACTO DEL COVID-19 EN LA ECONOMÍA CHILENA.....	16
4.1. Crecimiento económico.....	16
4.1.1. PIB y actividad.....	16
4.1.2. Sector externo.....	18
4.2. Inflación y evolución de los precios.....	18
4.3. Mercado laboral.....	21
4.3.1. Exterior.....	21
4.3.2. Interior.....	22
4.4. Condiciones financieras.....	23
4.4.1. Exteriores.....	23
4.4.2. Interiores.....	25
4.4.2.1. Mercado del crédito.....	27
4.5. Mercado de divisas y tipo de cambio.....	28
4.6. Instrumentos y medidas de Política Monetaria.....	29
4.6.1. Externas.....	29
4.6.2. Internas.....	30
5. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA SITUACIÓN POST-PANDÉMICA EN CHILE.....	31
5.1. Crecimiento económico.....	31
5.1.1. PIB y actividad.....	31
5.1.2. Sector externo.....	31
5.2. Inflación y evolución de los precios.....	32
5.2.1. Externa.....	32
5.2.2. Interna.....	32
5.3. Mercado laboral.....	33
5.4. Condiciones financieras.....	33

5.4.1. Exteriores.....	33
5.4.2. Interiores.....	34
5.4.2.1. Mercado del crédito.....	34
5.5. Mercado de divisas y tipo de cambio.....	35
5.6. Instrumentos y medidas de política monetaria.....	35
5.6.1. Externas.....	35
5.6.2. Internas.....	36
6. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS EFECTOS DEL COVID-19 EN LA ECONOMÍA CHILENA.	
37	
6.1. Cambio de enfoque del BCCh.....	37
6.2. Comparación entre las proyecciones y los resultados reales.....	37
6.3. Eficacia e importancia de las Políticas Monetarias.....	38
7. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS FUTUROS.....	39
8. BIBLIOGRAFÍA.....	44
9. ANEXO I - GRÁFICOS.....	47

1. LISTADO DE ABREVIATURAS

ARS	Peso argentino	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCCh	Banco Central de Chile	IPN	Informe de Percepción de Negocios del BCCh
BCE	Banco Central Europeo	IPC	Índice de Precios al Consumo
BoC	Banco Central de Canadá	IPCSAE	Índice de Precios al Consumo Subyacente
BoE	Banco de Inglaterra	IPoMs	Informes de Política Monetaria
CEP	Centro de Estudios Públicos	IPSA	Índice de Precio Selectivo de Acciones
CHF	Franco suizo	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CLP	Peso chileno	JPY	Yen japonés
c/p	Corto plazo	L/p	Largo plazo
EE.UU.	Estados Unidos de América	LATAM	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú
FAO	Organización de la ONU para la alimentación y la agricultura	m/p	Mediano plazo
FBCF	Formación Bruta de Capital Fijo	OIT	Organización Internacional del Trabajo
FCIC	Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
Fed	Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos	PIB	Producto Interior Bruto
FFR	Federal Funds Rate	TPM	Tasa de Política Monetaria

2. INTRODUCCIÓN

Chile y su economía se enfrentaron a grandes desafíos en un corto periodo de tiempo: en octubre de 2019 estalló una crisis social¹, sin precedentes desde la instauración de la democracia, que condujo a un cambio de gobierno y a la aprobación de una nueva Constitución; en 2020 tuvo lugar la pandemia mundial provocada por el Covid-19; y en años posteriores, 2022 y 2023, la recuperación económica fue muy compleja, con grandes desajustes en las variables macroeconómicas y altos niveles de incertidumbre. Este contexto hizo que el país experimentara profundas transformaciones en el lustro comprendido entre 2018 y 2023, donde el Banco Central de Chile (BCCh) jugó un papel clave en la implementación de políticas monetarias para hacer frente a los efectos macroeconómicos de los anteriores sucesos y conseguir así que la economía chilena permaneciera estable, pudiera controlar la inflación y estimulara el crecimiento alcanzando la meta de inflación del 3% en el horizonte de proyección.

Mediante el análisis de las variables macroeconómicas del país latinoamericano, se pueden comprender los mecanismos a través de los cuales transmiten sus efectos las herramientas de política monetaria en economías abiertas y dependientes de las exportaciones de materias primas como es la de Chile. Además, la inclusión de un estudio minucioso de la evolución de dichas variables facilita la comprensión y la conclusión de los factores que se encuentran detrás de las alteraciones en variables claves como el PIB, la inflación, el tipo de cambio o el empleo, la interacción de estas con las medidas de política monetaria y la necesidad de su implementación en situaciones excepcionales como la Crisis del Covid-19.

Los objetivos de la presente investigación son: reflejar el impacto macroeconómico que provocó la pandemia del Covid-19 sobre la economía chilena, medir la eficacia de las actuaciones del BCCh y el efecto de sus políticas en la lucha contra las consecuencias inmediatas del Virus y en el proceso de recuperación económica. Para dar respuesta a estos objetivos se ha planteado la hipótesis de que las herramientas convencionales y no convencionales del BCCh fueron claves a la hora de amortiguar el impacto de la pandemia en la evolución de la economía chilena y para potenciar el crecimiento económico estable en el proceso de recuperación. Esta investigación se ha llevado a cabo con una metodología mixta combinando el análisis empírico y teórico.

¹ El sistema político chileno operaba sobre la base de una democracia formal, pero con importantes limitaciones heredadas de la dictadura militar (1973–1990) debido a que la Constitución de 1980, aprobada en el Régimen de Pinochet, aún seguía vigente y dificultaba enormemente las reformas, a causa de mecanismos como *cuórum supra* mayoritarios, el sistema binominal y un Tribunal Constitucional con amplio poder de veto. Desde 2018 a 2022 el gobierno en funciones, liderado por el presidente Sebastián Piñera, representaba a la coalición de centroderecha “Chile Vamos”. No obstante, su administración sufrió un drástico deterioro de legitimidad a raíz del estallido de la crisis social en octubre de 2019, que expuso la desconexión entre la clase política y la ciudadanía. En diciembre de ese año, la aprobación presidencial cayó a un histórico 6%, según el Centro de Estudios Públicos (CEP), reflejo del amplio rechazo social a la gestión gubernamental y al modelo político-económico. Las protestas se iniciaron por el aumento del precio de los billetes del metro, pero rápidamente se transformaron en un movimiento que tuvo como objetivo la aprobación de una nueva Constitución y una mayor justicia social en la política del país.

Desde el punto de vista empírico se ha realizado una revisión exhaustiva de los Informes de Política Monetaria (IPoMs) del Banco Central de Chile desde el año 2018 hasta el año 2023, además de la revisión de otros documentos oficiales de distinto origen: documento del BCCh como comunicados y actas de reuniones del Consejo; del Ministerio de Hacienda del Gobierno de Chile; publicaciones del Instituto Nacional de Estadística (INE) de Chile; y otros documentos de diferentes bancos centrales como la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE). A raíz de los datos y estadísticas recopiladas se ha llevado a cabo un análisis descriptivo y comparativo de series temporales de diferentes variables macroeconómicas y su evolución. Posteriormente, se ha estudiado la diferencia y la evolución de las proyecciones del BCCh a lo largo de los IPoMs y los resultados realmente observados, con especial atención en la franja de tiempo entre el año 2020 y 2023.

Desde una perspectiva teórica, la investigación se ha fundamentado en los principios de la macroeconomía aplicada y la teoría de la política monetaria en economías abiertas. Se ha considerado el marco de referencia la meta de inflación adoptada por el BCCh del 3% de inflación en el horizonte de proyección de dos años, así como la literatura sobre la efectividad de las políticas monetarias convencionales y no convencionales en contextos de crisis.

Este enfoque mixto ha permitido realizar un análisis del impacto del Covid-19 en la economía chilena y en sus variables macroeconómicas, y medir la eficacia y el efecto de las políticas del BCCh en la lucha contra dicho impacto. Además, se ha podido evaluar, valorar y concluir el impacto de los *shocks* acontecidos durante la pandemia en las economías emergentes y en las exportadoras de materias primas, en especial, en Chile.

3. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA SITUACIÓN PRE-PANDÉMICA EN CHILE

3.1. Crecimiento económico

3.1.1. PIB y actividad

En el año 2018 la economía chilena mostró un crecimiento por encima de su potencial estimado (3-3,5% variación anual), alcanzando en sus mejores momentos, a inicios de año, tasas cercanas al 4,5%. Sin embargo, a finales de este año la economía mostró una desaceleración, situándose en un nivel de crecimiento alrededor del 4% en variación anual debido principalmente a la debilidad del sector minero -especialmente del cobre-, la moderación del consumo, el limitado dinamismo de la inversión, la caída del turismo argentino² y la depreciación del peso chileno (CLP) frente al dólar estadounidense (USD).

Durante 2019, la actividad económica mantuvo una tendencia positiva, aunque con un crecimiento menor al inicialmente proyectado en los IPoM anteriores, registrando un crecimiento para el año 2019 del 1,1%. El primer trimestre mostró cierta recuperación, especialmente gracias al impulso de los sectores industriales no mineros y al aumento de la industria manufacturera, pero ya en este primer período del año las

² El turismo argentino tiene un gran impacto en la economía chilena y en su PIB ya que se trata de un turismo de compras. Anteriormente a este periodo comprendido entre 2018 y 2019, el turismo argentino se veía siempre favorecido por la depreciación del CLP respecto al peso argentino (ARS) y a la política arancelaria argentina. Sin embargo, en este período se dio una importante reducción de este turismo debido a la depreciación del ARS respecto al CLP y a la eliminación de la política arancelaria favorable.

proyecciones se ajustaron a la baja debido a resultados más débiles de los esperados en el resto de las áreas. Entre los factores que influyeron negativamente se incluyen:

- Inestabilidad del sector minero, afectado tanto por factores temporales (condiciones climáticas adversas) como por factores estructurales (cambios en la ley del cobre).
- Reducción de las exportaciones por el deterioro del comercio internacional y desaceleración de los socios comerciales clave como Argentina y Brasil.
- Aumento de la incertidumbre interna debido a las huelgas en sectores clave como la minería y la educación, que llevaron a la persistencia de la desaceleración del consumo.

La mejora de las expectativas y de su desarrollo hacia el segundo semestre de 2019 no compensaron la ralentización del primero, manteniéndose un crecimiento positivo; además, en el último trimestre de 2019 el país enfrentó una crisis social sin precedentes, que comenzó el 18 de octubre y tuvo un fuerte impacto en la actividad productiva -registrando una caída del 2,5% anual- y el empleo, reduciendo la proyección de crecimiento para el año al 1%. Esta contracción se debió a interrupciones operativas, daños en las infraestructuras, menor confianza empresarial y una caída significativa del consumo y la inversión.

3.1.2. Sector externo

Durante el período previo al inicio de la pandemia, las exportaciones e importaciones se vieron afectadas por una serie de factores adversos y tuvieron un comportamiento volátil:

- Exportaciones: Reducción sostenida, más intensa en 2019, por la menor demanda externa, particularmente por parte de las economías latinoamericanas, y el impacto de la guerra comercial global. A pesar de las caídas, algunos productos como el salmón mantuvieron cifras récord de exportación.
- Importaciones: Reducción acotada, manteniéndose en niveles relativamente altos; destacando la caída en bienes de consumo en el último trimestre de 2019.

El déficit de cuenta corriente aumentó en algunos períodos debido a la expansión de las importaciones y la inversión extranjera, especialmente en la minería. La depreciación del CLP no generó el repunte esperado en las exportaciones, y la cuenta corriente proyectaba un ajuste hacia el equilibrio a medida que se moderaba la demanda interna.

3.2. Inflación y evolución de los precios

Durante el año 2018 la inflación aumentó, favorecida en gran parte por la política monetaria expansiva del momento. Además, el aumento de los precios de los productos más volátiles -sobre todo de los servicios-, de los no transables y de la gasolina potenció aún más esta subida. A pesar de los continuos aumentos en los índices de los precios, las proyecciones no situaban la inflación por encima de la meta del 3%, ya que había diversos factores externos que amortiguarían estas subidas, como la reducción de la presión inflacionaria a nivel global; del petróleo, por motivos de oferta; y de las importaciones por la apreciación del dólar de forma generalizada.

A comienzos del año 2019 se redujo la inflación de forma inesperada, alterando así todas las proyecciones; las causas de esta reducción fueron principalmente la depreciación del CLP respecto al USD, debido a los movimientos globales de este último; a factores de oferta tanto externos -menor consumo de importaciones y del precio de los combustibles locales³- como internos -reducción de los precios en los sectores de las aerolíneas *low-cost*, la industria automovilística y de la telefonía y la nueva canasta y metodología del IPC-. No obstante, las proyecciones continuaban indicando que se daría un aumento de los precios a raíz de los efectos de la evolución del mercado laboral⁴ y del fin de los *shocks* sectoriales.

A pesar de lo mencionado anteriormente, hasta el principio de la crisis, es decir, durante los tres primeros trimestres del año, la inflación se mantuvo en niveles bajos y no respondió a las proyecciones y a la evolución esperada de estas. La principal causa derivó del impacto migratorio en el mercado laboral y en la economía chilena en general de forma que ni la recuperación económica fue suficiente para cerrar las brechas de actividad ni las políticas monetarias consiguieron impulsar la inflación como se esperaba. Durante este período, anterior a la crisis social, los principales riesgos para la inflación se posicionaron en torno a los efectos macroeconómicos del *shock* migratorio y los efectos cambiarios.

Tras el inicio de la crisis social se registraron subidas en los índices de precios, tanto en el IPC como en el subyacente (IPCSAE), a causa del aumento de los costes derivado de la necesidad de implementar medidas contra las disrupciones -sobre todo en los sectores de la minería, la industria, transportes y construcción-. Los precios de los productos sufrieron variaciones mixtas, pero fueron leves, por lo que las variaciones no fueron causadas por escasez productiva o por la disrupción de las cadenas de producción, sino que más bien fueron directamente imputables a los costes.

De cara al año 2020, los grandes riesgos en torno a la evolución de la inflación se continuaban situando en las menores presiones inflacionarias debido al continuo aumento de las holguras de capacidad y a los efectos sobre la presión de los costes por el carácter idiosincrático de la depreciación del CLP⁵.

Durante este año a nivel internacional la evolución de los precios se vio fuertemente marcada por el aumento global de las materias primas -sobre todo de los metales como el cobre, y del petróleo- y las proyecciones se mantuvieron al alza por las sanciones impuestas a Irán y Venezuela y los conflictos geopolíticos de Medio Oriente.

³ La variación de los precios de los combustibles locales fue en sentido contrario, contrastando con el aumento del precio del combustible a nivel internacional.

⁴ Los *shocks* migratorios pueden tener diferentes efectos macroeconómicos: por un lado, el aumento de la población conlleva un aumento en la demanda agregada sobre todo en el consumo (efecto demanda). Por otro lado, el aumento de la oferta laboral lleva a la contención de los salarios con menores costes marginales para las empresas, aumentando la inversión y el gasto agregado y provocando así reducciones en la inflación (efecto oferta).

⁵ La magnitud de los efectos inflacionarios de los movimientos cambiarios depende de que estos se deban a factores idiosincráticos o globales. En el primer caso, el coeficiente de traspaso es mayor ante movimientos en la paridad idiosincráticos y tiene un mayor efecto sobre los bienes transables. En el segundo caso, el coeficiente de traspaso es menor ante movimientos de la paridad por la marcha global del USD, a lo que se le suman los efectos compensatorios y la disminución de los costes.

3.3. Mercado laboral

El punto de partida del mercado laboral de Chile en 2018 se caracterizaba por encontrarse retrasado respecto al crecimiento económico a causa de los flujos migratorios del año 2016 y 2017. La población inmigrante en Chile evolucionó, pasando de ser el 1% del total de la población en 2002 a llegar al 7% en el 2017. Entre 2015 y 2017 llegaron a Chile alrededor de 700.000 inmigrantes y su participación en el mercado laboral fue en aumento desde entonces, progresando desde el 2,3% al 5,9%, y aumentando la oferta laboral en el país. En este caso, los efectos macroeconómicos sobre la economía chilena del *shock* migratorio, al predominar el efecto demanda, llevaron a un aumento del PIB, del consumo, y de la inflación con efectos acotados al alza.

En 2019 se registró un mayor flujo migratorio del estimado en 2018, aumentando la cifra a más de 865.000 inmigrantes lo que implicó un mayor grado en las holguras de capacidad y la pérdida de dinamismo del mercado laboral. Hasta el tercer trimestre aumentó la masa salarial, no debido a una subida salarial sino por el aumento de las tasas de empleo, ya que las dotaciones no sufrieron variaciones por el aumento de la oferta laboral; además, se redujeron las tasas de rotación por la preocupación de la población por conservar los trabajos. En el cuarto trimestre y con el inicio de la crisis social, el mercado laboral, que ya venía perdiendo poco a poco dinamismo, sufrió un gran deterioro aumentando un 13% (variación anual) los finiquitos por las necesidades de las empresas.

Las proyecciones para el año 2020 indicaban que la tasa de desempleo aumentaría al 10% desde el 7% registrado en 2018 y que disminuirían los salarios por la reducción de horas extras, las comisiones, el número de turnos, el número de no asalariados y la quiebra de empresas.

3.4. Condiciones financieras

3.4.1. Exteriores

A finales de 2018, debido en gran parte al conflicto comercial entre EE.UU. y China y a la normalización de la política monetaria de la Fed, se dieron varias situaciones: un mal desempeño de las plazas bursátiles -sobre todo por parte de EE. UU.-; el aumento de las tasas de interés y de los premios por riesgo; y la reducción de los precios de los bonos. Estas condiciones condujeron a que aumentara la aversión al riesgo dándose un menor flujo de capitales hacia las economías emergentes, aunque este estuvo focalizado en economías como la argentina, la mexicana, la brasileña y la turca, y no afectó a la economía de Chile. Debido al aumento de los tipos de interés a nivel internacional, los bancos centrales alrededor del mundo -a excepción de algunos, como la Fed- respondieron para bajarlos, aunque con gran cautela de no llegar a las tasas mínimas de política monetaria, ya que de ocurrir esto tendrían que empezar a poner en marcha políticas monetarias no convencionales al agotarse las vías ordinarias.

Durante el año 2019, los mercados financieros estuvieron muy susceptibles y las condiciones financieras fueron muy sensibles debido al escenario político y económico global, donde el foco principal se mantuvo en la guerra comercial entre EE.UU. y sus socios comerciales, y en las tensiones provocadas por las medidas tomadas por la Fed.

Las características generales de los mercados financieros a nivel mundial fueron las siguientes: aumento de la volatilidad y la incertidumbre, caídas en las plazas bursátiles, aumento de la aversión al riesgo con la consecuente salida de capitales desde economías emergentes, reducción del precio de la materias primas, disminución de las tasas de interés de renta fija, aumento de los activos de rentabilidad negativa -llegando a representar el 30% de los bonos a nivel mundial- y de los bonos del tesoro de países con bajas probabilidades de impago -afectando enormemente a la economía argentina por los efectos de riesgo-. En cuanto a la salida de capitales, nuevamente, no se trató de un *shock* generalizado, sino enfocado en determinadas economías -principalmente la argentina y la turca-, por lo que no se registraron grandes variaciones en el resto de economías. A pesar de esto, la pérdida de apetito por el riesgo, la reducción de los bonos -excepto los bonos más riesgosos que registraron importantes aumentos- y de las materias primas supuso grandes desafíos para la inversión, en especial en las economías emergentes.

En el último trimestre del año, las condiciones financieras a nivel global anotaron mejoras gracias al aumento de las tasas de interés -aunque se mantuvieron históricamente bajas- y de los *spreads*; la mejora en el rendimiento de las bolsas, sobre todo en EE. UU, donde se dieron nuevos máximos históricos en algunos resultados corporativos; y a la descomposición de los premios por riesgo. Pero existía durante todo el período un gran miedo en las proyecciones ante la posibilidad de que se diera un deterioro abrupto de las condiciones financieras de las economías emergentes, ante las cuales los bancos centrales tendrían que aumentar sus políticas expansivas pudiendo llegar a ser estas insuficientes.

3.4.2. Interiores

En 2018 las condiciones financieras internas eran favorables con tasas de interés y de riesgo local estables -e incluso con aumentos de las tasas de interés a c/p- y con grandes facilidades en el mercado del crédito por un importante incremento de la demanda en favor del consumo y de la inversión. Estas circunstancias fueron de gran ayuda ante el inicio de la retirada de estímulos monetarios. A pesar de esta situación beneficiosa para la economía chilena, se seguía viendo una preocupación ante la importante influencia y evolución de los activos y riesgos de EE. UU. sobre la economía local.

Durante gran parte del año 2019, las condiciones financieras internas se mantuvieron favorables gracias a que las tasas de interés permanecieron bajas, y también a causa de la buena marcha del mercado del crédito con grandes facilidades que propiciaron y fortalecieron la demanda. A pesar de los bajos costes y de las buenas condiciones financieras, existió mayor reticencia al endeudamiento de la que se podía esperar. Aunque las condiciones internas fueron favorables, no se vieron acompañadas por la situación financiera exterior, que llevó a la bolsa local a registrar bajadas del orden del 7% a causa de los conflictos comerciales a nivel global y de la decadencia de las economías argentina y brasileña, que tuvieron un gran efecto en las empresas chilenas. Las variaciones del efecto riesgo sobre Argentina tuvieron también efectos directos en los valores de la bolsa chilena en el Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA). Al contrario que otras economías emergentes, los indicadores de premio por

riesgo se mantuvieron bajos debido en gran parte a la alta liquidez de la economía chilena y a la evolución de su política monetaria.

En el último trimestre de 2019, en el período previo a la crisis, se dió una mejora aún mayor de las condiciones financieras internas causada por el aumento de la rentabilidad de la bolsa y a la mejora de las condiciones financieras exteriores, y al efecto que esto tuvo en los movimientos de los fondos de pensiones con mayor participación en activos extranjeros. Cuando dio comienzo la crisis social, no se registraron grandes variaciones en las condiciones financieras con movimientos acotados en los fondos de pensiones, en la bolsa de valores y en el tipo de cambio. Sin embargo, en la segunda mitad de noviembre ascendió enormemente la incertidumbre y, con ella, la preferencia por la liquidez y los activos extranjeros, además del deterioro de las condiciones financieras que se mostró con: el aumento de los instrumentos de renta fija, tasas corporativas y premios por plazo y riesgo; la disminución de las tasas de renta fija y de los mercados monetarios; la depreciación del CLP respecto al USD de hasta el 13%; y el incremento de las prima por riesgo soberano y de los *spreads* corporativos. Esta situación llevó a que la reducción de las expectativas de los agentes económicos anotara cifras récord, las bajadas de la bolsa se encontraron entre las cuatro mayores de la economía chilena y el aumento de la tasa de interés a L/p fuera el tercero más alto desde 2004. En aquel momento, por el contrario, otras economías comparables estaban reduciendo los premios por riesgo -sobre todo en las economías desarrolladas-, a la vez que mejoraban los resultados de sus bolsas, y la evolución de las divisas era contraria. Por tanto, se concluyó que el deterioro de las condiciones financieras se debió a causas particulares:

- La evolución del peso chileno y su fuerte depreciación respecto al dólar estadounidense.
- La evolución de los activos financieros, de tal forma que el IPSA se apartó del resto de bolsas de latinoamérica y de otros países exportadores de materias primas, y las tasas de interés a L/p donde se registraron aumentos tanto a nivel externo como local; sin embargo, estas últimas se debieron al ascenso de los premios por riesgo y a la reducción de las expectativas de los agentes económicos, a diferencia de las primeras.

Ante esta coyuntura, se dió un contexto más negativo para la economía chilena con aumentos de la percepción del riesgo-país y de la volatilidad en los precios de los activos, registrando movimientos de portfolio de mayor magnitud.

3.5. Mercado de divisas y tipo de cambio.

En el año 2018, a diferencia del año 2017, donde la apreciación del CLP por un *shock* propio presionó positivamente y en mayor medida a la reducción de la inflación⁶, el peso se depreció respecto al USD debido a factores globales -aunque esta depreciación fue menor de lo esperado- y mantuvo su paridad respecto a otras divisas.

⁶ Es importante recordar que ante los *shocks* externos el tipo de cambio tiene un rol estabilizador ya que absorbe los efectos de las condiciones financieras externas y además, en este ámbito en el caso del CLP tiene una gran incidencia las variaciones del precio del cobre.

En el primer trimestre del año 2019, el CLP se apreció respecto al USD (0,7%) al igual que el resto de monedas emergentes y ante las situaciones e incertidumbre que ha provocado la guerra comercial y sus efectos en el crecimiento global. A partir del primer trimestre y hasta el comienzo de la crisis social, el peso se depreció -un 4,7% en el segundo trimestre y un 1,7% en el tercer trimestre- debido a tres factores:

- Apreciación global del USD y de las monedas refugio como el yen japonés (JPY) y el franco suizo (CHF).
- Expectativas y evolución de la política monetaria del BCCh y de otras economías.
- Reducción del precio del cobre y de otras materias primas.

En este período, el comportamiento del CLP estuvo alineado al de otras economías emergentes y de latinoamérica -3,3% en el segundo trimestre y 2,4% en el tercer trimestre-, y al de otras economías exportadoras de materias primas-1,7% en el segundo trimestre y 1,3% en el tercer trimestre-, pero fue más volátil que estas.

Tras el comienzo de la crisis social en octubre de 2019, a los factores externos que impulsaban la depreciación del CLP se le sumaron factores internos, apartando la evolución de esta divisa de la del resto de economías. Este desajuste se explica principalmente por la variación de la percepción del riesgo-país y de las expectativas a futuro de los agentes económicos, pero no fue debido a los deterioros habitualmente relacionados con el precio del cobre ni a las diferencias con las tasas de interés de EE. UU y Chile. Estos factores que condujeron a la depreciación del CLP, además de los movimientos en los fondos de pensiones y en las carteras exteriores, causaron que la depreciación del CLP alcanzara su máximo valor histórico -12,3% en el cuarto trimestre y 11,6% desde la crisis social-. Cabe destacar que en veinte años, el país solo se había acercado a estos niveles en la crisis financiera global de 2008 y en la crisis del euro del 2011.

3.6. Instrumentos y medidas de Política Monetaria

3.6.1. Externas

En el año 2018, a diferencia del resto de bancos centrales -el BCE continuó su política expansiva mediante la compra de activos- la Fed comenzó a retirar los estímulos monetarios adoptando una política monetaria restrictiva a través del aumento de la *Federal Fund Rate* (FFR) y de los tipos de interés, impulsando aún más la apreciación del USD a nivel global.

Durante el año 2019, la Fed fue progresando de manera paulatina desde la retirada de estímulos -continuando así con el proceso al que había dado inicio en el año anterior- hasta dar un giro total en su política monetaria implementando medidas de carácter expansivo, principalmente combinando la reducción de la FFR (Gráfico 1) con la orientación del *forward guidance* para aumentar la oferta monetaria. En su mayoría, las políticas monetarias del resto de bancos centrales alrededor del mundo, desde el inicio del año 2019, estuvieron orientadas hacia el terreno expansivo y continuaron tomando medidas en esta dirección: recortes en las tasas de política monetaria, aumento de la liquidez para estimular el crédito, instrumentos de política monetaria no convencional como el *forward guidance* para causar impacto en las expectativas de los agentes, compras de activos... Estas fueron las medidas adoptadas por bancos centrales como el

BCE, el BCP, RBNZ (Banco Central de Nueva Zelanda, bancos centrales asiáticos y latinoamericanos).

Ante la necesidad de ampliar las políticas monetarias expansivas, algunas economías se enfrentaron al problema de que sus tipos de interés ya eran muy bajos y se generaron enormes dudas sobre si se podrían llegar a bajar aún más o si podrían alcanzar valores negativos⁷ teniendo en cuenta la posible ineficiencia de esta maniobra (Gráfico 2).

3.6.2. Internas

Durante gran parte del año 2018, la política monetaria del BCCh fue altamente expansiva, manteniendo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en el 2,5% -desde mayo del año anterior-. No fue hasta el último mes del tercer trimestre cuando el Consejo empezó a plantear la posibilidad de dar inicio al retiro del estímulo -al igual que estaba haciendo la Fed en aquel momento- algo que, finalmente, comenzaría tan solo un mes después -octubre de 2018- aumentando la TPM hasta el 2,75% para hacer frente a la situación de la inflación en una economía que se encontraba creciendo por sobre su potencial.

Siguiendo la línea iniciada a finales del 2018, en enero de 2019 el Consejo decidió aumentar la TPM hasta el 3%; sin embargo, en ese momento también anunció que el ritmo de normalización de las tasas sería más pausado debido a la reducción de la inflación. Durante el primer y segundo trimestre se decide, en las reuniones mensuales del Consejo, mantener la TPM al 3% debido a que, por un lado, se descartó la posibilidad de seguir aumentándola por el poco efecto que había tenido y, por otro lado, se giraron las miradas a una posible reducción por los riesgos que suponía el incremento de las brechas de actividad y la disminución de la inflación. La primera reducción llegaría, finalmente, en junio de 2019 fijando la TPM en 2,25% -junto con el establecimiento de una nueva TPM neutral⁸- hasta reducirla progresivamente hasta el 1,75% a finales de año siendo una de las políticas monetarias más expansivas del mundo en aquel momento. Estas disminuciones se dieron a consecuencia de la debilidad de la actividad y de la demanda, y al empeoramiento de las condiciones externas; y con el objetivo de estimular la inversión, los precios, el empleo y la producción.

Los objetivos no se alcanzaron por la continua reducción de la inflación, causado en gran medida por el impacto de los salarios y del *shock* migratorio y sus efectos sobre el IPCSAE de servicios. Además, a lo anterior se le sumó la situación interna vivida en Chile por el estallido de la crisis social que llevó a varias situaciones: la paralización del

⁷ Existen grandes interrogantes sobre la eficiencia de las tasas de política monetaria y/o tasas de interés negativas debido a que complican el funcionamiento de los sistemas bancarios llegando a no tener efectos expansivos, ya que además provocan aumentos en el endeudamiento y la apreciación de los activos financieros riesgosos.

⁸ La TPM neutral (TPMn) es la tasa coherente con un PIB en su nivel de equilibrio y una inflación que se ubica en la meta del 3%. Todo, una vez que los efectos de los shocks transitorios en la economía se han disipado. La TPMn es inherentemente una tasa asociada con el L/p , a la cual se espera que la TPM efectiva converja gradualmente, en ausencia de más perturbaciones que alejen a la economía a su nivel tendencial. Por ello, es una tasa neutral tendencial y de este modo, si la TPM se sitúa en valores menores que la neutral se estará ejecutando una política monetaria expansiva, mientras que si se sitúa en valores mayores se tratará de una política monetaria contractiva.

país; la destrucción de un gran número de infraestructuras; y una gran sensibilidad en los sectores más relevantes para la economía chilena, como la minería.

Además de las variaciones de la TPM (Gráfico 3) el BCCh tomó otra serie de medidas para incidir en el panorama económico del país. Por un lado, para la liquidez en CLP y USD que tendrían efectos directos en las tasas a L/p y en los *spreads* bancarios y corporativos. Y, por otro lado, para la volatilidad del tipo de cambio con el objetivo de reducirla mediante la intervención en el mercado cambiario.

4. ANÁLISIS DEL IMPACTO DEL COVID-19 EN LA ECONOMÍA CHILENA

4.1. Crecimiento económico

4.1.1. PIB y actividad

Como ha quedado expuesto en el apartado anterior, Chile atravesó un periodo muy convulso a nivel social y político tras el estallido de la crisis social a finales del año 2019. Aunque durante los primeros meses de 2020 -enero y febrero- la recuperación económica fue mayor a lo que estimaban las proyecciones; la crisis social hizo que el país se enfrentara a la llegada del Covid-19 desde un punto de partida social y económico muy débil con grandes caídas en la actividad y en la demanda interna y un gran deterioro del mercado laboral. A partir de la segunda quincena de marzo, se inició una súbita contracción de la actividad y de la economía debido a la entrada en la fase 4 de la pandemia y la reducción drástica de la movilidad -tanto en las regiones confinadas como en las que no-, afectando en mayor medida a los sectores que más habían sufrido los efectos de la anterior crisis social. El mes de abril fue el primer mes completo con medidas de restricción y anotó una caída de la actividad del 14% (15% en la actividad no minera). Durante los meses de mayo y junio la población en cuarentena pasó de suponer el 28% al 42% de la población total, y con ello el declive del crecimiento económico alcanzó valores cercanos al 15,5% cuando las proyecciones iniciales señalaban una disminución del 7%.

Tras el desplome en el primer semestre del año, a partir del mes de agosto la economía empezó a mostrar signos de estabilización gracias en gran parte a: el incremento del consumo por las medidas de apoyo a los ingresos implementadas; el levantamiento de las restricciones; el aumento de la movilidad -supuso una recuperación en el PIB del tercer trimestre del 5,2%-; y la relajación de las cuarentenas -en agosto más del 50% de la población total chilena estaba en cuarentena, disminuyendo hasta el 6% en el mes de diciembre-. Sin embargo, la recuperación se estaba dando a un ritmo más lento de lo anticipado y existían grandes diferencias entre los sectores económicos⁹.

El último mes del año 2020, la actividad anotó un crecimiento del 6,8% del PIB respecto al trimestre anterior, recuperando parte de la gran caída sufrida en el primer trimestre del año gracias al alza del consumo privado y de la demanda de bienes (Gráfico

⁹ El proceso de estabilización se caracterizó por las grandes diferencias entre sectores económicos. Algunos sectores como el comercio -donde se registraron máximos históricos gracias al aumento de las ventas- o la industria lograban alcanzar los niveles previos a la pandemia -incluso superiores en el caso del primero- gracias a una adaptación rápida y acudiendo a instrumentos como los canales de venta *online* o el teletrabajo y a que la producción de bienes básicos no se vió afectada. Sin embargo otros sectores más rezagados -aquellos que suponían un mayor contacto como servicios personales, construcción, transporte y hostelería- se encontraban muy lejos de los niveles previos a la crisis social.

4) potenciado por el retiro de ahorros previsionales¹⁰. De esta manera, el año 2021 comenzaba desde un punto de partida positivo -a pesar de que se mantenían las grandes diferencias entre los sectores económicos (Gráfico 5)-, con proyecciones optimistas y disminuyendo el pesimismo sobre los agentes económicos.

En el primer trimestre del año, el crecimiento económico fue mayor de lo proyectado. No obstante, durante los meses de marzo y abril, las mayores restricciones tras el anuncio de la implementación de nuevas medidas sanitarias focalizadas en cuarentenas -el 84% de la población del país, es decir, un 24% sobre el peor momento de 2020-, condujeron a una caída de la actividad económica -aunque esta fue menor de lo esperado-. Esta situación fue un indicativo de que los efectos económico eran menores que al principio de la pandemia gracias a factores sanitarios como el inicio del proceso de vacunación -como demuestra el caso de Israel¹¹ y Reino Unido- y factores económicos como la mayor adaptación de los sectores, el aumento de las ventas en línea o la mayor implementación del teletrabajo -antes de la pandemia solo el 1% de los trabajadores chilenos empleaba esta herramienta, en los *peaks* de la pandemia se alcanzaron cifras superiores al 20%- (Gráfico 6).

En el tercer trimestre del 2021 ya se habían superado los niveles de actividad previos al inicio de la crisis social -en el segundo trimestre la actividad creció un 18,1%-. Sin embargo, seguía habiendo enormes discrepancias que se estaban dando en el nivel de actividad de los diferentes sectores económicos¹². De esta forma en el año 2021 la economía chilena exhibió un gran dinamismo gracias al impulso de todas las líneas ligadas al consumo privado y al comercio, que sostuvo una fuerte expansión -con niveles que superaron un 25% sus valores a mediados del año 2019-, a diferencia de la inversión que estaba gravemente deteriorada por la detención temporal y/o total de los proyectos y de la producción (Gráfico 7). A pesar de esto, los datos parciales del último trimestre y las proyecciones para el año 2022 señalaban un dinamismo más acotado en el futuro.

¹⁰ Fue una de las medidas puestas en marcha por el BCCh para proveer la economía de liquidez y realizar ajustes de cartera, que consistió en habilitar a los afiliados al sistema de AFP a retirar una fracción de sus ahorros previsionales (fondos de pensiones). En el tercer trimestre del año 2020, el 93% del total de los afiliados ya lo había solicitado y se había admitido el 76% del saldo retirable equivalente al 6% del PIB de 2019. El uso de los ahorros previsionales tuvo un efecto directo sobre el consumo, ya que según las encuestas realizadas por el propio BCCh su destino sería: consumo habitual (50-60%), pago de servicios básicos (30-40%) y cancelación de deudas (20-25%). Además, repercutió en el aumento de las ventas minoristas y en el mayor aumento de las importaciones de bienes sobre las de servicios, que tienen mayor intensidad en fuerza de trabajo, por lo que el efecto de estos retiros sobre el empleo fue mínimo.

¹¹ El proceso de vacunación en Israel se dio casi a la par con un fuerte aumento de los contagios. Pasadas las semanas críticas los contagios fueron cediendo, y en ese momento ya se había podido avanzar en la apertura parcial de fronteras, así como retomar el servicio en hoteles, centros comerciales, atracciones, centros de culto e incluso algunos eventos para personas que acreditaran estar vacunadas. De esta forma, el escenario central contemplaba que, de continuar el proceso con la velocidad anunciada por la autoridad, en el segundo semestre del año 2021 se alcanzaría una apertura avanzada de la economía, algo antes que lo supuesto inicialmente, en diciembre.

¹² En el tercer trimestre del año 2021 las diferencias entre los sectores económicos seguían siendo notorias, de forma que el comercio se encontraba muy por encima de sus niveles previos a la pandemia -con un aumento del 43% en el segundo trimestre-, y el sector de los servicios -sector más afectado por la crisis del Covid-19 a nivel mundial- apenas iniciaba su reapertura.

4.1.2. Sector externo

Tras iniciarse el proceso de expansión del Covid-19 alrededor del mundo y sus consecuencias en el mercado a nivel global, las exportaciones e importaciones chilenas sufrieron una gran contracción -aunque las exportaciones de minerales como el cobre mejoraron rápidamente-, lo que provocó que en las primeras proyecciones del año se estimara que durante el año 2020 el saldo de la balanza comercial sería positivo debido a que el ajuste en el gasto de los agentes no sería compensado con el desahorro anunciado por el Gobierno.

En el tercer trimestre del año 2020, por un lado, las exportaciones de bienes lograron mantenerse y estabilizarse gracias al desempeño del hierro y el cobre y al repunte de las líneas industriales y de los alimentos favorecidas por la marcha de las exportaciones hacia Asia; y, por otro lado, las importaciones comenzaron a recuperarse después de haber registrado niveles mínimos en el anterior trimestre. Por ello, las proyecciones sobre la cuenta corriente cambiarían de dirección, estimando que sería deficitaria por la reducción del ahorro interno respecto al semestre anterior -a causa fundamentalmente de cantidades y no de precios-.

Finalmente, durante el año 2020 las exportaciones e importaciones de bienes se mantuvieron resilientes gracias a las dinámicas del comercio de bienes internacional, a diferencia de las de los servicios, que se vieron más afectadas por las mayores repercusiones que la situación sanitaria y sus medidas tienen sobre ellas -sobre todo en el sector del turismo y del transporte-. Las exportaciones tuvieron un mayor dinamismo del esperado gracias a la evolución del precio del cobre, llevando a que las importaciones.

En la primera mitad del año 2021, la tendencia de las exportaciones se vio favorecida gracias al aumento de los envíos agrícolas y de los precios de los productos mineros -en especial del cobre y del hierro- (Gráfico 8); y aumentaron las importaciones -registrando la primera cifra positiva desde el mes de marzo de 2019 y la de mayor magnitud en diez años- (Gráfico 9). En el segundo semestre del año 2021, el significativo aumento de la demanda de bienes importados redundó en un rápido deterioro del saldo de la cuenta corriente. En el tercer trimestre, el valor de las importaciones de bienes tuvo un incremento anual de 67,2%,. Además, resaltó la recuperación de la importación de servicios (60,2% anual) -por servicios de flete marítimo, empresariales y de mayor turismo en el exterior-. Estos aumentos superaron ampliamente el incremento del valor de las exportaciones, con lo que el saldo acumulado de la cuenta corriente presentó un déficit de 3,5% del PIB en el último año. Esto era un reflejo inequívoco del exceso de demanda interna -a causa de la gran magnitud del aumento del consumo privado.

4.2. Inflación y evolución de los precios

En el primer trimestre del año 2020, el IPC aumentó, registrando un valor cercano al 4% en marzo (3% en diciembre de 2019) gracias a los incrementos del precio de los alimentos -por el aumento del precio de la carne a nivel mundial- y de los combustibles -por las tensiones existentes entre Irán y EE.UU-, que provocaron un ascenso de gran magnitud en la parte no subyacente del IPC alcanzando en febrero el 6,3% (3,3% en noviembre de 2019). Además, la depreciación del CLP -debido a factores globales, teniendo un menor traspaso en los índices de precios- condujo al aumento del precio de la energía y de los alimentos -fue compensado por la menor presión de las

holguras de capacidad-, y de los bienes por subidas en el precio de las importaciones -algunos bienes sufrieron los efectos de la volatilidad cambiaria-.

En este primer periodo del año, a nivel mundial la inflación estuvo afectada por: la depreciación de las monedas emergentes respecto del USD; la reducción de los precios del petróleo -debido a la quiebra de las negociaciones de la OPEP y el aumento de la oferta por parte de Arabia Saudí-; y el descenso de los precios de las materias primas como el cobre -los efectos negativos de esta reducciones fueron compensados por la bajada del precio del petróleo-.

En el segundo trimestre, a nivel interno, se alivian las presiones inflacionarias debido a la caída de la actividad y al retroceso de la apreciación del tipo de cambio, afectando a las proyecciones a la baja debido en gran parte al componente subyacente. En mayo el IPCSAE aumentó marginalmente al 2,6% (2,5% desde diciembre de 2019) aunque, por un lado, el IPCSAE de servicios se redujo hasta el 2,1% (2,6% en febrero de 2020) ya que guarda una estrecha relación con el aumento de las holguras de capacidad y, por otro lado, el IPCSAE de bienes aumentó hasta el 3,2% (2,7% en febrero) en línea con la depreciación del CLP y los ajustes en los precios de los bienes importados.

Los precios de las energías y de los combustibles volátiles -a excepción del gas- tuvieron un descenso de gran magnitud, pasando de registrar un 8,6% en el mes de febrero al -1,3% en mayo. Al contrario, el precio de los alimentos aumentó -a diferencia del desarrollo de los precios de los alimentos a nivel mundial- gracias a los incrementos de los precios de las frutas y verduras -11,1 % en mayo (8,1% en febrero)- y del resto de alimentos volátiles debido a las restricciones de oferta y los problemas logístico. Con todo esto, el IPC registró caídas desde el mes de marzo llegando al 2,8% en mayo (4% en marzo).

En el panorama internacional, a finales del primer semestre del año lo más destacado fue: el aumento de los precios de las materias primas por factores de oferta -reducción de la oferta por la imposición de medidas sanitarias y recortes en la producción- y de demanda -recuperación de la actividad en Asia e inicio de la apertura económica en Europa-; la alta volatilidad del precio del petróleo ya que la OPEP redujo el suministro y a que las decisiones de Arabia Saudí decepcionaron al mercado; y el descenso del precio de los alimentos por un incremento de la demanda a nivel global -el índice de precios de los alimentos de la FAO pasó de un 7,5% en febrero a un -6,5% en mayo-.

En el tercer trimestre del año 2020 en Chile, las presiones inflacionarias a m/p seguían reducidas y la inflación continuaba mostrando bajos registros -en julio, el IPC y el IPCSAE disminuyeron al 2,5%- . Destacaron por un lado, los ascensos del precio de: los bienes por la estabilización de la demanda de forma que el IPCSAE de bienes en julio se elevó a 3,6%; y los alimentos, que siguieron aumentando de forma generalizada -registrando el 6,8% en julio- pese a que las frutas y las verduras acumularon una inflación levemente negativa. Y, por otro lado, destaca también el continuo descenso del precio de los servicios desde inicios de año, de forma que el IPCSAE de servicios fue decreciendo de forma paulatina desde el 2,6% de febrero hasta el 1,7% del mes de julio.

A nivel internacional, continuó el ascenso de los precios de las materias primas por factores de demanda, en concreto, por la buena marcha de la actividad y de la demanda a nivel global -el cobre (con un aumento del 18%) y los metales lideraron la

subida debido al repunte de la inversión China-; y por factores de oferta -especialmente afectó al petróleo por la reducción de producción por parte de la OPEP y extensión en el tiempo de los recortes, provocando el descenso del precio de los combustibles, en especial, de la gasolina que alcanzó valores mínimos a nivel internacional-.

A finales del año 2020, la inflación fue superior (3% en noviembre) a lo anteriormente proyectado por las sorpresas al alza que se dieron en los meses de septiembre y octubre (Gráfico 10). El incremento de la inflación se debió a una serie de factores: el aumento del consumo privado -gracias a las medidas de apoyo a los ingresos-, las restricciones de oferta y la disminución del aporte negativo de la energía por la recuperación del precio de la gasolina y su traspaso paulatino a los precios locales. En cuanto a los bienes, la gran magnitud del incremento del consumo privado provocó un shock de demanda y la sobre-reacción en los precios de los bienes, escalando el IPCSAE de bienes hasta el 4,4% en noviembre. A su vez, en el lado de los servicios se dieron repuntes acotados por el ascenso de los precios de la hostelería y de los arriendos, pero en el agregado se mantenían débiles debido a las restricciones y a las medidas de contención, aumentando el IPCSAE de servicios hasta el 2,3% en noviembre (Gráfico 10). Finalmente, en la última fase del año 2020 el 57% de los productos de la canasta del IPC habían experimentado variaciones positivas y la inflación en Chile de bienes durables mostraba gran diferencia en su variación en comparación con la del resto del mundo (Gráfico 11).

En el resto del mundo, a finales del año 2020 la inflación registraba grandes diferencias entre países con una mayor desaceleración en los países desarrollados debido a la reducción de los precios de las energías y a los bajos registros de inflación subyacente por una menor demanda de los servicios. En los países emergentes esta última permaneció estable debido al impulso de la depreciación de sus monedas. Los alimentos comenzaron su proceso de estabilización, aunque en algunas economías emergentes se estaban registrando importantes subidas.

Al comienzo del año 2021, el mayor impulso para la inflación en Chile continuaba siendo el precio de los bienes ya que se mantenía una alta demanda y permanecían los problemas o las limitaciones de oferta, a pesar de anotarse recuperaciones en las existencias y en los productos importados. Los servicios seguían acotados a causa de que su recuperación estaba siendo más lenta y a las restricciones de movilidad. Los alimentos tuvieron una reversión parcial -aunque continuaban teniendo una alta incidencia en la inflación anual-. Las frutas y las verduras mantuvieron su crecimiento sostenido alcanzando sus máximos históricos por factores transitorios -restricciones logísticas y aumento de la demanda- y estructurales -sequía-. Por primera vez desde el inicio de la pandemia, los alimentos a nivel internacional acumularon variaciones positivas y se alinearon con la evolución de los precios de los alimentos en Chile -en gran parte debido al mayor impulso de la demanda por la recuperación mundial y la buena marcha de la economía China-.

A pesar de la apreciación del CLP en el segundo trimestre del año, la inflación de bienes no mostraba la correlación habitual con las variaciones en el tipo de cambio, por lo que no se vió reflejado en el precio de venta de estos sino que fue absorbida por el aumento de los costes o la recuperación de los márgenes. Las presiones de costes comenzaron a tener incrementos significativos -sobre todo debido al alza de los fletes marítimos por la paralización de los puertos asiáticos (Gráfico 12)- que fueron más

notorios en las economías emergentes, elevando el precio de los transportes y acrecentando aún más el precio de las materias primas.

A nivel mundial en el primer semestre del año 2021 seguía destacando el continuo aumento de las materias primas en respuesta al crecimiento de la actividad global y a la alta liquidez. Así, destacó la subida de: el cobre por el incremento de la demanda desde China y de la producción industrial -en el primer trimestre de 2021 alcanzó niveles que no se veían desde 2011-; el petróleo por el mantenimiento de las restricciones por parte de la OPEP y las condiciones climáticas adversas; y los alimentos. Durante el segundo semestre del año, las presiones inflacionarias se intensificaron con fuerza de forma que el IPC alcanzó un 7,2% de variación anual en diciembre (3,6% en diciembre de 2020). El componente subyacente también mostró un alza sostenida debido al aumento de los precios de los bienes importados.

Chile destacó, durante el año 2021, por ser uno de los países donde la inflación mostró un incremento de mayor magnitud coincidiendo con que fue una de las economías con un mayor aumento del consumo privado y del crecimiento económico (Gráfico 13). Además, la depreciación del peso chileno -una de las más marcadas entre las economías emergentes y de origen mayormente idiosincrático- también jugó un rol crucial en el traspaso a precios, amplificando el efecto sobre productos transables.

En el segundo semestre del año creció la inflación global tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas (Gráfico 14), debido principalmente a disrupciones persistentes en las cadenas de suministros, cuellos de botella logísticos, escasez de insumos y una capacidad limitada de producción para hacer frente a una demanda global sostenida y elevada. Los precios de las materias primas continuaban manteniéndose elevados: el petróleo subió por la negativa de la OPEP a incrementar rápidamente la producción, a la vez que el gas registró fuertes alzas por escasez en Europa y Asia. El precio del cobre mostró cierta moderación debido a la liberación de reservas estratégicas en China y a una apreciación del dólar. En cuanto a los alimentos, si bien hubo una reducción hacia finales del año en productos como cereales y aceites, el Índice de Precios de Alimentos de la FAO mostró niveles de crecimiento no vistos desde 2011. La inflación sorprendió al alza en países como EE.UU -donde comenzó a ser un riesgo para las metas de política monetaria-, Alemania, España y Reino Unido, alcanzando niveles no registrados en más de una década. En América Latina, las principales economías superaron las metas de sus bancos centrales, destacando especialmente el caso de Brasil (Gráfico 14).

4.3. Mercado laboral

4.3.1. Exterior

Con la expansión del virus del Covid-19, el mercado laboral a nivel global en un inicio se caracterizó por un gran aumento de las solicitudes de desempleo debido al incremento de quiebras en las empresas y a las reducciones masivas de personal (Gráfico 15). Los indicadores mostraban variaciones que hacían ver el deterioro de los diferentes mercados laborales de las economías alrededor del mundo que se caracterizaron por: pérdidas de puestos de trabajo y aumentos de las tasas de desocupación, de los subsidios por desempleo y de las tasas de inactividad. Por ejemplo, en EE.UU la tasa de paro evolucionó desde un 3,5% en enero de 2020 hasta elevarse a un 13,3% en mayo de ese mismo año. Además, se vieron fuertemente afectadas las

horas efectivamente trabajadas con una reducción del 14% a nivel global y del 20,6% en Sudamérica según estableció la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

En el año 2021 los mercados laborales alrededor del mundo fueron anotando mejoras y recuperándose de forma progresiva. A finales de este año, las economías desarrolladas registraban grandes mejoras en especial de los empleos en el sector servicios aunque la oferta se mostraba contenida en algunos países -como sucedía en Chile-. En EE.UU gracias al levantamiento de las restricciones de oferta se estaba recuperando el empleo, sobre todo del sector de los servicios, lo que implicó la retirada de los beneficios por desempleo en una gran cantidad de Estados y el aumento de los sueldos. El Reino Unido estaba viviendo una situación particular donde la oferta era muy reducida por los cambios de las política migratoria tras el *Brexit* y las medidas de autoconfinamiento de la población. Las economías emergentes se encontraban rezagadas respecto a las desarrolladas, en latinoamérica la recuperación estaba siendo lenta por la persistencia de factores de tensión interna (Gráfico 15).

4.3.2. Interior

En la primera parte del año 2021, el mercado laboral chileno experimentó mejoras gracias a un aumento acotado del empleo y de las subcontratación -aunque también se anotaron disminuciones en su calidad-. Tras la aparición del Covid-19 en el país, el mercado laboral sufrió un gran deterioro sobre todo por la vía de los ingresos, a consecuencia de la incertidumbre que generaba la situación y por la detención de las actividades productivas. Los efectos negativos en los ingresos se debieron a las dificultades por parte de las empresas de mantener los sueldos en plantilla, aunque desde un principio se intentaron tomar rápidamente medidas¹³ por parte de estas para amortiguar este descenso -las variaciones en el deterioro de los ingresos determinarían el impacto en el consumo y en la evolución del PIB- .

En el mes de abril habían perdido su empleo 680 mil personas más respecto al mismo mes en el año 2019, y además la mayor parte de estos empleos se correspondían con trabajos por cuenta propia -que suelen ser el contrapeso en otros períodos de contracción económica y tienen efectos amortiguadores (Gráfico 16)-. No solo se estaban deteriorando las cifras de desempleo, sino que la situación también afectó a: las horas efectivas de trabajo con un descenso anual del 8,4% -se situaron en su nivel mínimo en perspectiva histórica-, la desocupación que se elevó al 9% según el INE -11% según los datos de la Universidad Católica de Chile-, los despidos -300 mil personas en marzo y 238 mil personas en mayo-, y la tasa de ocupación. La disminución de la tasa de ocupación fue mayor al aumento de la tasa de desocupación, lo que implicó un aumento de la inactividad -el 95% de las personas que perdieron su empleo en el segundo trimestre se inactivaron, es decir, pese a estar sin empleo y querer uno no lo buscaban debido a los impedimentos de las medidas sanitarias, el desaliento o el cuidado de la familia y el hogar más propenso en el caso de las mujeres-. Tanto los salarios nominales

¹³ Las empresas tomaron medidas similares a las implementadas en la crisis social que consistieron en: reducción de las dotaciones de empleo, desvinculación de las personas sin contrato formal (*freelance*), contratados a plazos fijos o que llevaran menos tiempo en las empresas, uso de las vacaciones y medidas de trabajo a distancia -en un inicio gran parte de la población trabajadora chilena no tenía posibilidad de acceder a estas-.

como los reales registraron bajadas debido, en su mayoría, a la reducción de las horas trabajadas y del pago de horas extras.

En el tercer trimestre las cifras de desempleo habían ascendido al 12,2% en el mes de junio, las personas inactivas en Chile se situaban en 7,5 millones de personas comparado a las 5,7 que se registraban en el primer trimestre con el primer impacto del Virus y la ocupación había descendido en 1,8 millones de personas. A finales del año 2020 comenzó la recuperación del mercado laboral chileno, aumentando el empleo hasta recuperar un tercio de los puestos de trabajo que se habían perdido en los trimestres anteriores. Esta recuperación estaba siendo menor en el sector de los servicios, el cual tiene mayor intensidad en las necesidades de fuerza de trabajo. Las mejoras que se estaban dando en el mercado laboral ayudaron a que comenzara a disminuir el número de trabajadores acogidos a la LPE hasta el 7,6% cuando su máximo había alcanzado cerca del 10% en agosto. A pesar de estas mejoras el nivel de ocupación en octubre era un 40% menor en comparación con los niveles registrados antes de la pandemia.

En el primer semestre de 2021, aunque se estaban registrando avances tanto en la oferta como en la demanda del empleo, no conseguía recuperarse al mismo ritmo que la actividad situándose lejos de los niveles anteriores a la pandemia, en concreto, un millón de personas por debajo. Además, al igual que estaba sucediendo con la recuperación de la actividad, en el ámbito del empleo se estaban viviendo grandes diferencias entre los sectores económicos quedándose rezagados el sector de los servicios y del comercio donde más intensiva es la fuerza de trabajo. La tasa de participación laboral en abril (56,9%) se encontraba aún muy alejada del nivel promedio registrado entre 2010 y 2019 (61,9%) y además se había confirmado una menor voluntad de las personas a trabajar más horas situada en mínimos históricos las horas de trabajo promedio. En el segundo semestre del año, se estaba dando una generación paulatina de empleo con una gran recuperación del empleo asalariado -según el INE cercano a retomar el nivel promedio de 2019- y en el sector de la construcción totalmente recuperado. Esto contrastaba con el sector industrial, comercial y de los servicios los cuales se estaban quedando más rezagados al igual que los empleos menos formales. La recuperación económica llevó a un aumento de la demanda que para finales del año 2021 ya se encontraba recuperada -gracias en parte a la recuperación de las expectativas de los empresarios sobre la contratación y el empleo-, pero a diferencia de otros periodos de recuperación en otras crisis la oferta mostraba una contención poco habitual. Todo esto condujo a que se produjera un desajuste entre la oferta y la demanda de empleo, elevando las presiones salariales sobre todo de los sectores con los salarios más bajos.

4.4. Condiciones financieras

4.4.1. Exteriores

En el primer trimestre del año 2020 las condiciones financieras generales internacionales se deterioraron con el desplome de las bolsas mundiales¹⁴ y de sus variables más determinantes, impactando fuertemente en el precio de los activos. Estas registraron subsecuentes noticias negativas provocando episodios de *sell off* -venta

¹⁴ Las caídas de las bolsas en el primer trimestre del año 2020 registraron las siguientes cifras: 17% en las economías desarrolladas, 12% en las emergentes y 25% en LATAM.

masiva de acciones (Gráfico 17)- por los sucesos relacionados con el Covid-19 y el petróleo, e incluso se interrumpieron las operaciones de algunas plazas.

Se alcanzaron niveles de volatilidad superiores a los de la crisis financiera de 2008 -alcanzando sus máximos históricos- y aumentó la aversión al riesgo, favoreciendo la búsqueda de activos más seguros de menor duración y una mayor inclinación por el efectivo y el dinero líquido. Como consecuencia de estas tendencias, aumentaron los premios por riesgo y los *spreads* corporativos con el consecuente incremento de los costes financieros de las empresas. Las economías emergentes alcanzaron niveles soberanos -con la disminución de las tasas de interés de los instrumentos soberanos- iguales a los de la crisis del 2008 lo que, junto al resto del deterioro de las condiciones, provocó la salida de capitales desde estas a los países desarrollados. Ante esta situación, los bancos centrales y los gobiernos alrededor del mundo pusieron en marcha diferentes estímulos fiscales y monetarios -que en un primer momento no fueron suficientes para compensar las primeras caídas registradas-. Las medidas monetarias tuvieron como principal objetivo revertir parcialmente el deterioro de los mercados financieros.

En el segundo cuatrimestre, a pesar de que las condiciones financieras eran menos favorables que antes de la pandemia, se empezaron a revertir gracias a los estímulos anteriormente mencionados, aunque los mercados se encontraban altamente sensibles ante posibles variaciones del escenario internacional. Algunas de las mejoras que experimentaron las condiciones financieras fueron: descenso de la volatilidad, de los *spreads* y de las tasas de interés a L/p por los programas de recompra de bonos; y aumentos en los índices bursátiles de la mayoría de las bolsas -recuperando las pérdidas del trimestre anterior- y de los créditos bancarios sobre todo de los comerciales con destino a las grandes empresas en las economías desarrolladas -en algunos países como EE.UU y Reino Unido el aumento de estos créditos ha sido de gran ayuda para las Pymes-. Gracias a la reversión de las condiciones comenzó a retornar el éxodo de capitales que vivieron las economías emergentes por la reducción de los premios por riesgo soberano y corporativo.

En el tercer trimestre, el comienzo de la reapertura económica y el aumento de la actividad en China y otras economías desarrolladas, llevaron a los mercados financieros internacionales a conservar el tono positivo de finales del primer semestre con: reducciones en los premios por riesgo soberano, debilitamiento del USD a nivel global, aumento de los índices bursátiles -en algunas bolsas como la de EE.UU algunos índices alcanzaron sus máximos históricos-, tasas de interés a L/p bajas -las economías emergentes consiguieron revertir sus aumentos-, aumento del crédito con tasas de expansión que alcanzaban los dos dígitos y mayor desaceleración de las salidas de capitales de las economías emergentes.

Las condiciones financieras a finales del año continuaron siendo favorables y expansivas, sobre todo para las economías emergentes, facilitando que los gobiernos y los sectores corporativos recurrieran a un fuerte endeudamiento y manteniendo bajos los niveles de las tasas libres de riesgo y los *spreads*. Además, el flujo del crédito comenzó a ralentizarse por el incremento y la buena marcha de los flujos de ingresos. La situación se correspondía con abundantes niveles de liquidez, el repunte de la actividad y noticias positivas en torno a la vacuna a nivel global, por lo que aumentaron el apetito

por el riesgo y los buenos resultados de los mercados bursátiles -con nuevos máximos en alguno de los índices-.

Al inicio del año 2021 aumentaron las tasas de interés soberano aunque estaban acotados en perspectiva histórica -el incremento se vió amplificado por la aprobación de nuevos paquetes de ayuda fiscal en algunas economías como la japonesa o la inglesa-. Los mercados bursátiles y sus índices continuaban teniendo buenos resultados. Se mantenía la reducción sostenida de los premios por riesgo excepto en algunas economías latinoamericanas -Brasil y Perú- en las que aumentó la salida de capitales debido a las dificultades que estaban experimentando en el proceso de vacunación y al incremento de los niveles de deuda fiscal y corporativa.

En el segundo y tercer trimestre del 2021 las condiciones financieras de las economías desarrolladas se mantuvieron favorables -acceso a la financiación muy atractivo, reducción de las tasas a L/p y alta valoración de algunos activos financieros- gracias a la expansividad de la política monetaria. Al contrario, en las economías emergentes estas comenzaron a deteriorarse, sobre todo en latinoamérica, debido a la evaluación más negativa de los mercados por los riesgos políticos y cambiarios idiosincráticos conduciendo a: un aumento de las tasas de interés, mayor riesgo soberano, caídas en las bolsas y menores flujos de capitales.

Finalmente, en el cuarto trimestre del año 2021 las condiciones financieras a nivel mundial se tornaron menos favorables debido a los cambios de la política monetaria de la Fed por la situación inflacionaria de EE.UU, mermando el apetito por el riesgo de forma global y con desempeños mixtos en las bolsas de valores. Esta situación, una vez más, afectó en mayor medida a las economías emergentes por: la depreciación de sus monedas respecto al USD, aumentos en las tasas de interés a L/p, estímulos monetarios menos expansivos -en gran parte por su elevado nivel de endeudamiento como en el caso de Brasil- y tensiones internas. Todo ello concluyó en el encarecimiento de la financiación, el aumento de los *spreads* y la reducción de los flujos de capitales.

4.4.2. Interiores

En el primer trimestre, tras la llegada del Covid-19 al país, se registraron movimientos a la par en el mercado financiero interno y externo. Al igual que en el resto de economías del mundo, la bolsa se desplomó, aunque con una magnitud mayor al promedio de las economías emergentes y de LATAM -el IPSA sufrió una caída del 32%, registrando en una jornada su peor sesión en treinta años con un descenso del 14,3%-. Como en el resto de economías emergentes, aumentó el riesgo soberano y la volatilidad, aunque en menor medida que en noviembre de 2019 tras el estallido de la crisis social. Se registraron vaivenes en las tasas de renta fija y se buscó refugio en los bonos y activos a c/p, viéndose afectada la liquidez tanto en USD como en CLP por el aumento de las exportaciones de *spreads on shore*.

Los efectos de la pandemia estaban teniendo grandes repercusiones sobre la liquidez, aunque el BCCh tempranamente implementó diversas medidas para hacer frente a esta situación y aumentar la provisión del crédito. A finales del segundo semestre, en Chile los mercados financieros habían evolucionado en línea con sus pares internacionales registrando el índice IPSA una subida del 22% desde marzo. Además, disminuyeron las tasas de interés a L/p -cayendo algunas hasta sus mínimos históricos-, los indicadores de riesgo soberano y cooperativo -aunque se seguían manteniendo altos-

y la emisión local de bonos -situándose en valores mínimos desde el año 2010-, tanto por la disminución de anuncios como del monto emitido.

En el tercer trimestre las condiciones financieras locales seguían a las de sus pares internacionales a excepción de la IPSA cuya trayectoria se situaba por debajo de sus similares (Gráfico 18). A partir de julio de 2020 se dio inicio al retiro de fondos previsionales¹⁵, como medida para aumentar la liquidez, disminuyendo la necesidad de internar recursos externos y las tasas de interés de L/p soberanos y bancarias.

A finales del año 2020 y principios del año 2021 las condiciones financieras de Chile se mantenían favorables y continuaban situándose en línea con las de sus pares en el exterior. En aquel momento la situación estaba determinada por las grandes diferencias que existían entre sectores de forma que: por un lado, en algunos sectores estaban aumentando los flujos de ingresos llevando a una menor necesidad de financiamiento; y, por otro lado, otros sectores enfrentaban mayores dificultades aumentando su necesidad de financiamiento. Sin embargo, los factores políticos y sociales del país condujeron a la rebaja de la calificación crediticia soberana que en el primer semestre del año no tuvo grandes efectos.

Durante la primera parte del año 2021, Chile emuló los movimientos internacionales pero debido a los factores idiosincráticos -cambios en las medidas sanitarias, proyecciones de mayor gasto fiscal, eventos políticos, legislativos e institucionales, aprobación del tercer retiro de ahorros previsionales...- después del segundo trimestre se desacopló de las principales economías. Los principales efectos de este desacople fueron el aumento de los índices de incertidumbre local -situándose elevados en términos históricos- y la divergencia del IPSA respecto a otras plazas, con bajadas del 14% desacelerando los beneficios cosechados en la primera parte del año.

En el tercer trimestre, la evolución de los mercados financieros a nivel local continuaba viéndose afectada por los factores idiosincráticos señalados anteriormente. El tercer retiro de los ahorros previsionales y el aumento del gasto fiscal provocaron un aumento en las tasas de interés de renta fija. La bolsa continuaba mostrándose débil, pese a que el aumento de la actividad económica estaba siendo mayor al proyectado, de forma que el IPSA en este trimestre ya había desecho todas las ganancias acumuladas a principios de año. Las tasas de interés tanto de L/p como de c/p sufrieron variaciones al alza, situándose muy por encima de sus similares exteriores y con una volatilidad mayor provocado por la aprobación del tercer y cuarto retiro de fondos previsionales y por las emisiones de deuda pública.

Finalmente, al final del año 2021, los factores internos habían provocado un deterioro de gran magnitud en el mercado de capitales nacional en gran parte debido a la débil posición fiscal del país y su gran repercusión sobre los ahorros nacionales. Esto tuvo efectos directos en la accesibilidad y el coste de financiamiento de los agentes

¹⁵ Los ahorros previsionales se podían invertir en instrumentos financieros locales y exteriores. Por ello, se planteaba que tuviera los siguientes efectos: por un lado, la disminución del precio de las acciones locales aumentando las tasas de renta fija y, por otro lado, la repatriación de los fondos liquidados en el exterior que conduciría a la apreciación del tipo de cambio. En la fase de discusión -sobre si finalmente se aprobaría el retiro o no- se observaron los siguientes efectos inmediatos en el mercado financiero: aumento de los bonos soberanos en 40 puntos base, caída del IPSA de un 4% y apreciación del CLP en torno al 7%. Pero también llevó al aumento de la incertidumbre y de la volatilidad de los precios de los activos traspasando a las tasas de interés en la bolsa y al tipo de cambio.

económicos y en los niveles de incertidumbre de forma que: aumentaron las tasas de interés de L/p -superando al del conjunto de países comparables- y se incrementaron los índices de volatilidad subiendo el rendimiento de los bonos a L/p -alcanzaron valores que no se veían desde la década de los años noventa-.

4.4.2.1. Mercado del crédito

Al inicio del año 2020 se estrechó el mercado del crédito debido a: la menor disposición de los agentes sobre créditos de consumo -los créditos comerciales y de vivienda se mantuvieron-, la evolución de los riesgos bancarios y los costes financieros y el aumento de las tasas de interés. La demanda para los créditos de consumo era más débil y la oferta era más restrictiva con los agentes económicos debido al aumento de los indicadores de riesgo -morosidad (6,8%) y debilitamiento de la capacidad de pago-.

Los efectos de la pandemia estaban teniendo grandes repercusiones sobre la liquidez, aunque el BCCh tempranamente implementó diversas medidas para hacer frente a esta situación y aumentar la provisión del crédito. De esta forma, en el segundo trimestre, aumentaron los créditos comerciales -con un comportamiento contracíclico a diferencia de lo sucedido en otras crisis como la del 2008 (Gráfico 19)- ya que la crisis se estaba prolongando por encima de lo estimado, incrementando así las necesidades de financiación. En ese momento el sistema bancario chileno había empleado el 83% (20 mil millones de dólares) de los recursos que habían puesto a su disposición con el objetivo de paliar los problemas de flujos de caja que estaban experimentando las empresas¹⁶.

En el tercer trimestre se dio una disminución del crédito debido en gran parte a la reducción en torno al 10% de los créditos de consumo, pese al aumento de los créditos de vivienda y comerciales -seguían una trayectoria contracíclica gracias al Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) y a las garantías fiscales para apoyar la continuidad operacional-. Las tasas de interés se mantuvieron bajas, sobre todo las de consumo y las de vivienda. Los indicadores de riesgo aumentaron debido a las continuas alzas en el índice de morosidad al principio de año (11,7% en el segundo trimestre) que habían conseguido estabilizarse gracias a la reprogramación de las colocaciones.

En el último trimestre del año 2020, como se ha explicado en el apartado anterior, en numerosos sectores había disminuido la necesidad de financiamiento -según el Informe de Percepción de Riesgos (IPN): la mitad de las empresas que habían obtenido un préstamo afirmaba no necesitar créditos adicionales- y las solicitudes que tenían como destino el capital de trabajo -la demanda destinada a inversiones se mantenía débil-.

A finales del año 2020 y principios del 2021 aparecieron ciertos riesgos asociados con el mercado del crédito que se debían tener en cuenta: aproximación del

¹⁶ Al final del primer semestre de 2020 las empresas calificaron sus problemas de flujos de caja como graves o muy graves, impidiendo el pago a los proveedores y de las deudas bancarias. Además, señalaron que en los próximos seis meses necesitarían créditos para financiar el capital y atender a sus necesidades de caja -un número muy reducido lo destinaría a la inversión-. Con todo esto, se calculó que para que pudieran atender estas necesidades entre abril y septiembre del 2020 se requería un incremento bancario cercano al 9% del PIB.

vencimiento de las prórrogas de los créditos otorgadas, aumento del endeudamiento general -la deuda corporativa paso del 118% en septiembre de 2019 al 134% en el mismo periodo de 2020-, disminución de las facilidades de crédito y aumento del apalancamiento sobre todo de las pymes y en los sectores del comercio y los servicios.

En el primer semestre del año 2021, el crecimiento de las colocaciones comerciales se situó en valores negativos debido a la elevada base comparativa heredada del año 2020. Sin embargo, aumentó el crédito a nivel general -aunque de forma acotada por la recuperación de gran parte de los ingresos de los hogares y el mayor nivel de endeudamiento de las empresas- y se acumuló gran cantidad de liquidez. En el tercer trimestre, acorde con la mayor disponibilidad de fondos y con las medidas de apoyo a la liquidez, disminuyó la necesidad de financiamiento y las colocaciones de crédito -los créditos comerciales tuvieron su peor desempeño desde el inicio de la crisis-, a pesar de que las condiciones de crédito se mantenían favorables. En el último trimestre del año 2021 las condiciones de otorgamiento se volvieron más estrictas en varias carteras -sobre todo en la hipotecaria y en los préstamos a más largo plazo-, subiendo las tasas de interés de colocación -que se habían mantenido estables y acotadas durante el último año (Gráfico 20)-. La demanda seguía mostrando un bajo dinamismo debido a que los agentes económicos conservaban altos grados de liquidez por las medidas de apoyo implementadas durante la crisis.

4.5. Mercado de divisas y tipo de cambio

El CLP se depreció desde el inicio de la crisis social hasta el primer trimestre del año 2020. A partir de este momento comenzó a reducirse su volatilidad gracias al acceso a una serie de facilidades bilaterales y multilaterales por parte del BCCh. El incremento de la volatilidad en las paridades hizo que se produjera un abandono de las divisas de países emergentes y de los países exportadores de materias primas en favor del USD -monedas como la de Brasil, México, Colombia o Sudáfrica sufrieron depreciaciones en torno al 15-20%-.

En el segundo trimestre del año el CLP se apreció respecto al USD debido a la menor aversión al riesgo, al aumento del precio del cobre y a los flujos vendedores de los fondos de pensión, alineándose con la evolución de las monedas comparables.

Al inicio del tercer trimestre el CLP se depreció a causa del aumento de la volatilidad, a los movimientos globales del USD y a la evolución del precio del cobre, pero tras la retirada de los fondos previsionales en el mes de julio el peso se volvió a apreciar respecto al USD. Sin embargo el BCCh aprobó una serie de medidas con el objetivo de ajustar los fondos de pensiones, para que las administraciones tuvieran mayor liquidez y para la desacumulación de los bonos bancarios reduciendo las presiones apreciativas sobre la divisa. El USD se debilitó a nivel global respecto al resto de monedas, excepto en el caso de las divisas latinoamericanas -como se puede observar en el caso de Chile- por la alta volatilidad de estas. Al final del año 2020, la reducción de los premios por riesgo y el aumento de la entrada de flujos de capital en las economías emergentes llevaron a que se apreciaran sus monedas respecto al USD.

En el año 2021 el CLP continuó su trayectoria (Gráfico 21) apreciándose respecto al USD por la depreciación a nivel mundial de este. Sin embargo, en el segundo trimestre del año, el peso se desalineó de lo que sugieren sus fundamentos a c/p, ya que no se reflejaba el aumento del precio del cobre -que se situaba en sus máximos históricos- en

el tipo de cambio. Desde la segunda mitad del mes de mayo del 2021 el tipo de cambio local se vio deteriorado ya que el CLP fue una de las monedas más debilitadas a nivel mundial. No solo se depreció respecto al USD, sino que además también perdió valor de forma transversal con el promedio de un grupo de monedas multilaterales. El mayor ritmo de liquidación de divisas por el Ministerio fue absorbido por el fortalecimiento de la demanda de dólares con el objetivo de construir reservas técnicas o como moneda refugio para los agentes locales. A finales del año el CLP fue una de las monedas que más se habían depreciado alrededor del mundo de forma que la paridad se había incrementado un 18% a pesar de que el precio del cobre se mantenía elevado. El tipo de cambio real se encontraba muy por encima del promedio de las últimas décadas -aproximándose a los máximos registrados a finales de los años noventa y principios de los 2000- (Gráfico 21). La mayoría de las monedas latinoamericanas se depreciaron poniendo una mayor presión sobre la inflación y siendo una de las causas de la reducción de las expectativas de los agentes económicos.

4.6. Instrumentos y medidas de Política Monetaria

4.6.1. Externas

Con la llegada de la crisis del Covid-19 en el año 2020 las primeras políticas monetarias alrededor del mundo se caracterizaron por: la reducción de las TPMs (Gráfico 22), el uso de herramientas no convencionales y actuaciones concertadas entre los bancos centrales para preservar la liquidez en USD.

Entre el segundo y tercer trimestre todos los bancos centrales de las diferentes economías a nivel global ya habían reducido sus TPMs a sus mínimos históricos y puesto en marcha medidas no convencionales como sucedió en la crisis financiera del 2008, en la crisis del euro y en la deuda soberana. Además, establecieron sus propias proyecciones de crecimiento económico para el año 2020 y 2021 determinando tres escenarios posibles -negativo, intermedio y positivo- sobre las que guiar su política monetaria expansiva.

Los bancos centrales tenían como objetivo mantener la estabilidad financiera y el sistema de crédito ante la gran magnitud de las reducciones de los índices de actividad económica y de la demanda interna y externa, que estaba afectando en mayor medida a las empresas. Por tanto, las autoridades monetarias y gubernamentales anunciaron numerosas medidas de apoyo directo al crédito para empresas. A finales del año 2020, la política monetaria se había convertido en una ayuda fundamental a la hora de mantener el flujo del crédito, siendo imprescindible su refuerzo para que la oferta -las empresas- pudieran hacer frente al gran aumento que se estaba produciendo en la demanda de bienes y del consumo privado (Gráfico 23).

En el primer semestre del año 2021 la mayor parte de los bancos centrales alrededor del mundo mantenían sus estímulos monetarios y no habían realizado cambios en su *forward guidance*. Sin embargo, ante el peligro de que el aumento de la inflación no fuera transitoria, el Banco Central de Inglaterra (BoE) y el BoC (Banco Central de Canadá) anunciaron e iniciaron el retroceso de parte de sus políticas monetarias no convencionales y el Banco Central de Brasil sería el primero en aumentar la TPM. En el tercer trimestre más bancos centrales se sumaron al inicio del retiro de sus políticas monetarias no convencionales y al aumento de sus TPM -esta última medida tomada sobre todo las economías emergentes por las preocupaciones sobre los riesgos inflacionarios-. Destacó la actuación de los países exportadores de materias primas: por

un lado, algunos de ellos redujeron la velocidad de compra de activos sin variar su TPM y, por otro lado, países como Hungría, República Checa, México, Perú e, incluso, Chile aumentaron sus TPMs.

Al final del año 2021 varió la percepción sobre la inflación pasando a ser no transitoria, por lo que aún más bancos centrales cambiaron sus políticas monetarias e iniciaron el retiro de estímulos monetarios, excepto el BCE y la Fed -esta última alteró su *forward guidance*- (Gráfico 24). Los países exportadores de materias primas que habían decidido no aumentar sus TPM dieron el paso con los primeros aumentos como fueron Noruega, Nueva Zelanda, Polonia y Rumanía.

4.6.2. Internas

Los primeros meses del año 2020 el Consejo del BCCh decidió mantener la TPM al 1,75% debido a la reducción de la volatilidad y de la incertidumbre del escenario internacional. Pero, con la llegada de los primeros contagios por Covid-19 y de los efectos del virus en la economía, el 16 de marzo el Consejo convocó una reunión extraordinaria para reducir la TPM al 1% -siendo la economía que más redujo su TPM en el primer trimestre- y actualizó el marco de política monetaria¹⁷ -cómo haría más adelante el BCE-. A finales del mismo mes, en la reunión ordinaria de marzo, el Consejo rebajó la TPM hasta alcanzar su mínimo histórico del 0,5% y las estimaciones del propio Banco indicaban que se mantendría así durante todo el horizonte de política monetaria, es decir, dos años. En el último cuatrimestre del año 2020 el BCCh mantuvo la TPM en su mínimo histórico y las medidas no convencionales que llevaba poniendo en práctica desde el primer trimestre del año. Además, no varió la estimación sobre que la TPM y las medidas no convencionales se mantendría en el rango de proyección de dos años.

En el segundo trimestre del año 2021 se revisó la TPM neutral, rebajando su base en 50 puntos porcentuales (3,25 - 3,75%) siguiendo la tendencia global de implementar menores tasas neutrales. Además, culminaron alguno de los programas convencionales y el periodo de reinversión de los cupones de bonos bancarios, disminuyendo de forma paulatina el stock en base a los vencimientos de los activos en cartera. En los dos primeros meses de la segunda mitad del año, julio y agosto, el Consejo aumentó la TPM al 0,75 y el 1,5% respectivamente sin variar las medidas convencionales debido a los riesgos inflacionarios que estaban surgiendo en ese momento. Finalmente, la TPM evolucionó en el año 2021 desde el 0,5% en el mes de marzo hasta el 4% en diciembre (Gráfico 3), y las estimaciones a finales de año preveían que seguiría aumentando en un corto plazo hasta ubicarse por encima de la TPM neutral durante todo el horizonte de proyección.

¹⁷ Las innovaciones que se introdujeron con el inicio de las crisis del Covid-19 fueron las siguientes:

- El rol principal de la TPM y del tipo de cambio flotante es la estabilidad de precios donde el ajuste de precios relativos en respuesta a *shocks* externos es primordial para una economía pequeña y abierta como la chilena.
- Abandona la referencia a un rango de inflación entre el 2 y el 4% y se establece el rol preponderante que tiene que la inflación proyectada a dos años sea del 3%.
- Señala la importancia de la interdependencia que tienen la política monetaria y la política financiera, ya que la segunda tiene un rol principal en la transmisión de la primera. Los cambios en la TPM impactan de forma directa en las tasas de interés del mercado monetario y se traspasan al resto de las tasas y a la oferta del crédito

Con todo esto el BCCh implementó en su política monetaria tanto medidas ordinarias como extraordinarias -al igual que el resto de autoridades monetarias alrededor del mundo (Gráfico 25)- para hacer frente al Covid-19 y sus efectos económicos en conjunto con políticas fiscales, de apoyo al crédito y al empleo.

5. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA SITUACIÓN POST-PANDÉMICA EN CHILE

5.1. Crecimiento económico

5.1.1. PIB y actividad

En el año 2021 el PIB tuvo un crecimiento del 11,7% siendo el mayor registrado en varias décadas. Sin embargo, como anunciaban las proyecciones en el primer semestre del año 2022, todos los sectores comenzaron a retroceder a excepción de los servicios que estuvieron favorecidos por las menores medidas de contención sanitaria. Los sectores más afectados fueron el comercio -por la menor demanda de bienes durables- y las actividades mineras -por problemas operacionales-. Por tanto, en este periodo del año 2022 comenzó un proceso de ajuste en la actividad económica chilena con una marcada diferencia entre el comportamiento del consumo y de la inversión, en donde el primero se mantuvo con niveles elevados.

En el segundo semestre del año la actividad continuó, perdiendo dinamismo por el proceso de ajuste necesario para la resolución de los desequilibrios macroeconómicos que la economía chilena acumuló en 2021. Este descenso se dio en la mayoría de sectores a excepción de los servicios empresariales, donde se anotaron incrementos de la actividad (Gráfico 5). Esta situación fue reflejo del cambio estructural en las operaciones de las empresas hacia una mayor automatización y terciarización de los procesos productivos

Finalmente, el proceso de ajuste de la economía durante todo el año 2022 fue más lento de lo anticipado debido en gran parte a que la reducción del consumo privado fue menor a lo estipulado -por el aumento del consumo de servicios y por un consumo por parte de los hogares mayor- en las proyecciones.

5.1.2. Sector externo

El primer semestre del año 2022 el déficit de la cuenta corriente fue mayor a lo anticipado, pero se esperaba una reducción del mismo en el próximo bienio conforme con la normalización del gasto local. Además, en este semestre: las sorpresas positivas -en las importaciones de maquinaria y equipos, el alza del consumo, el deterioro de los términos de intercambio y el menor crecimiento de los socios comerciales- condujeron a un saldo más negativo del esperado en la balanza comercial. En concreto, en el segundo trimestre la cuenta corriente acumuló un déficit del 8,5% -el mayor en más de dos décadas- y el ahorro se ubicó en el 18,2% -el menor en veinte años-.

En el segundo semestre la cuenta corriente siguió mostrando un elevado déficit (Gráfico 26) por la notoria disminución del ahorro nacional a causa de las medidas fiscales y de política implementadas en la pandemia. Además, se siguieron dando circunstancias con efectos negativos sobre esta como: la caída de los términos de intercambio, los altos costes de transporte, los problemas logísticos en el comercio internacional y el incremento del precio de las materias primas. Sin embargo, se proyectó y se esperaba que los elevados niveles de déficit serían transitorios debido a que los fenómenos que condujeron a esta situación se revertirían de la mano del ajuste

del consumo y de la inversión y las políticas de estimulación -que provocaron la fuerte caída en el ahorro nacional- no se repetirán.

5.2. Inflación y evolución de los precios

5.2.1. Externa

Al inicio del año 2022 la inflación continuaba aumentando globalmente y en algunos países alcanzó niveles que no se observaban desde hacía varias décadas. Si bien era transversal entre economías y la mayor aceleración de la inflación subyacente era común, la causa principal era diferente entre ellas. En este proceso el panorama mundial seguía caracterizándose por altas presiones de costes, ya que las cadenas de suministros no conseguían reponerse del impacto de la pandemia; y por elevados estímulos monetarios en las economías desarrolladas. Además, al contexto internacional anterior heredado de la pandemia se le sumaron los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania¹⁸ y de los confinamientos de China en su persistencia por mantener su “*Política Cero Covid*” que provocaron incrementos de gran magnitud en las materias primas sobre todo en las energías, los alimentos -en el primer trimestre del año 2022 el FAO registró un aumento del 20,7% alcanzando su mayor cifra en la historia- y los metales.

En el segundo semestre la inflación siguió subiendo de forma generalizada (Gráfico 14) y dio señales de mayor persistencia -EE.UU. alcanzó su mayor registro inflacionario en cuatro décadas-. Sin embargo, el precio de los alimentos bajó debido a: demanda menor de la esperada, apreciación del USD y acuerdo entre Rusia y Ucrania para retomar las exportaciones de grano. Al final de este semestre y principios del año 2023, a pesar de continuar en niveles muy elevados -impulsado por el alza del precio de los servicios y de la parte subyacente-, se dieron indicios de cierta moderación en la inflación de algunos países como Brasil, donde se han dado importantes retrocesos debido a la reducción de los impuestos al combustible.

5.2.2. Interna

En el primer semestre del año 2022 la inflación registró nuevas subidas -el IPC aumentó su variación anual hasta el 10,5% en abril, su máximo nivel en las últimas décadas, desde el 7,2% en diciembre del año 2021- con trayectorias al alza de la mayoría de sus componentes. En gran parte este incremento fue debido al ascenso del IPC subyacente impulsado por el sostenido alza que mostraron los precios de los bienes desde finales del año 2019 y de los servicios desde el inicio del año 2022.

La inflación de los precios volátiles mantuvo sus tasas de crecimiento anual, donde resaltó el incremento del precio de los alimentos y de las energías -el principal factor fueron los combustibles-. Sin embargo, estas alzas fueron compensadas por la vuelta a la normalidad de los precios de los ítems del paquete turístico y de las tarifas aéreas¹⁹. La mayor inflación efectiva se dió en un contexto en el que el gasto interno era elevado, intensificado por la magnitud de las presiones de costes que estaban

¹⁸ El inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania tuvo importantes efectos en el alza de los precios de la energía ya que Rusia es un actor muy relevante en este mercado por producir el 12% de la oferta de petróleo mundial y por su importante papel en la producción de gas; y los precios de los alimentos porque Rusia y Ucrania son grandes productores de grano teniendo una gran importancia en este sector: en el caso del trigo ambos países representan el 25% de las exportaciones mundiales; y en el maíz las exportaciones ucranianas se corresponden con el 15% de las envíos a nivel mundial.

¹⁹ Entre enero y noviembre de 2021 el precio de paquete turístico y de las tarifas aéreas creció un 74% y 51% respectivamente a causa del proceso de apertura tras las restricciones provocadas por el Virus.

enfrentando las empresas²⁰. Además, la disponibilidad de existencias permanecía en niveles bajos aún.

En el segundo semestre del año la inflación continuó subiendo -13,1% en julio- con incrementos generalizados en los distintos agregados de la canasta-. Continuó destacando el incremento de precios de los alimentos -en contra de la dinámica internacional-, de las energías y de los servicios en su parte subyacente -la inflación subyacente de los bienes se moderó-. A finales del año 2022 y principios del 2023 se produjo un descenso gradual de los precios, a pesar del aumento en el componente subyacente de la inflación (Gráfico 10). La reducción estuvo impulsada por los precios volátiles de la canasta debido a la bajada de precios a nivel internacional de los combustibles y a la apreciación del tipo de cambio.

5.3. Mercado laboral

El mercado laboral en Chile a inicios del año 2022 heredaba un gran desajuste entre oferta y demanda desde el inicio de la pandemia y, sobre todo, desde el año 2021. En el primer semestre del año la oferta de trabajo se fue reactivando con alzas en la tasa de participación, aunque se estaban dando importantes retrasos en el tramo etario más alto -mayores de 54 años-, lo que implicaba que un gran número de personas de este segmento estaban abandonando el mercado laboral de forma permanente. La demanda continuaba estable pero se comenzaba a evidenciar cierta ralentización y las expectativas de las empresas anotaban retrocesos en todos los sectores -sobre todo en el de la construcción-. El empleo aumentó en el primer semestre, de forma que el empleo asalariado formal y por cuenta propia recobraron los niveles anteriores a la pandemia e incluso los superaron, pero el resto de categorías continuaron estando rezagadas y en niveles similares a los de la pandemia. A pesar de estas mejoras, seguía existiendo un desajuste entre oferta y demanda presionando los salarios al alza²¹. Por tanto, los salarios nominales estaban creciendo de forma significativa, pero debido a la alta inflación del momento en términos reales estaban decreciendo (Gráfico 27). En el segundo semestre la oferta de trabajo frenó su recuperación, estancándose la tasa de participación que se ubicaba aún por debajo de sus niveles previos a la pandemia y quedando rezagada respecto a otras economías comparables. Además, los salarios reales continuaron disminuyendo ante la menor estrechez del mercado laboral y el importante incremento de la inflación, a pesar de que las variaciones positivas de los salarios nominales alcanzaron cifras históricamente altas.

5.4. Condiciones financieras

5.4.1. Exteriores

Las características del escenario macroeconómico a nivel mundial a finales del año 2021 y principios del año 2022 condujeron a que las condiciones financieras se volvieran menos favorables. Por ello, aumentaron las tasas de interés a L/p a nivel mundial y los mercados bursátiles tuvieron malos resultados -a excepción de los latinoamericanos, donde las bolsas y las divisas exhibieron cierta recuperación por el aumento del precio de las materias primas- encareciendo el financiamiento.

²⁰ En el IPN de febrero de 2022 las empresas resaltaron que las presiones de costes a las que se enfrentaban eran la principal razón del alza de sus precios.

²¹ La encuesta de Percepción de Negocios del INE evidenció que el 90% de las empresas presentaba dificultades para encontrar trabajadores y que la medida más utilizada para hacer frente a esta situación era el ofrecimiento de mejores remuneraciones a los nuevos empleados.

En el segundo trimestre del año 2022 el anuncio de una política más contractiva por parte de la Fed y de otros bancos centrales de economías desarrolladas y la evolución negativa de la economía China provocaron un empeoramiento de gran magnitud en las condiciones financieras a nivel global, especialmente para las economías emergentes. Las principales consecuencias fueron: menor preferencia por el riesgo, aumento generalizado de las tasas de interés a L/p, caídas en los principales mercados bursátiles y aumento de los premios por riesgo soberano y corporativo.

Al inicio del segundo semestre los mercados financieros a nivel mundial se caracterizaban por su elevada volatilidad debido a: la fuerte intensificación de la inflación, una mayor restrictividad de las políticas monetarias y el temor de una recesión a nivel mundial. Por tanto, las condiciones financieras siguieron deteriorándose: mayor aversión al riesgo, nuevas alzas en los tipos de interés, caídas en las bolsas y aumento de los *spreads* soberanos de las economías periféricas del bloque en la eurozona -existía el riesgo de una eventual fragmentación financiera-.

A finales del año 2022 y principios del 2023, pese a que se continuaban dando circunstancias negativas, las mejores perspectivas (Gráfico 28) de crecimiento global contribuyeron a la caída de percepción del riesgo y con ello a la mejora del desempeño de las plazas bursátiles y a descensos en las tasas de interés, es decir, a una mejora de las condiciones financieras a nivel mundial. Sin embargo, al final del primer trimestre del año 2023 comenzaron a surgir dudas sobre la salud financiera de la banca internacional²²

5.4.2. Interiores

A pesar del deterioro de las condiciones financieras exteriores a principios del año 2022, diversos indicadores financieros locales mostraron un desempeño más favorable²³. Al contrario que en el mercado internacional, las tasas de interés de largo plazo locales revirtieron el incremento del año 2021 y la bolsa de valores local repuntó de forma que el IPSA acumuló ganancias en los primeros trimestres del año.

En el tercer y cuarto trimestre, variables como el tipo de cambio, las tasas de interés y el premio por riesgo seguían mostrando movimientos alejados de sus pares internacionales: caída relevante de las tasas de interés, menores premios por riesgo, disminución de los *spreads* ... Por tanto, las condiciones financieras internas fueron favorables en comparación a las condiciones externas, debido en gran medida al moderado efecto que la guerra entre Rusia y Ucrania tuvo en la economía chilena y a las actuaciones del BCCh tanto de política monetaria como en el mercado monetario.

5.4.2.1. Mercado del crédito

El aumento de la TPM se transmitió a las tasas de interés de crédito bancario, de forma que subieron de manera transversal y superaron el promedio de la última década anotando cifras récord durante todo el año 2022. Este aumento se dio debido al endurecimiento de las condiciones para acceder al crédito -evaluación más rigurosa de la banca y aumento de solicitudes de garantía- y al bajo dinamismo mostrado por la

²² La quiebra del Silicon Valley Bank y de otras entidades bancarias de EE.UU. y la frágil situación de algunos bancos europeos aumentaron la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros mundiales, aumentando enormemente la aversión al riesgo y poniendo en peligro la marcha de las economías emergentes.

²³ Se despejaron dudas en el ámbito político-legislativo a través de diferentes reformas y el mercado comenzó a interiorizar las respuestas contractivas de la política monetaria.

demanda desde el segundo semestre del año 2021 (Gráfico 20). El comportamiento del consumo de los hogares coincidió con un intensivo de fuentes de financiamiento crediticio de menor plazo y mayores tasas, por lo que desde finales del año 2021 el consumo privado de los hogares se sostuvo con créditos rotativos, aumentando enormemente su carga financiera (Gráfico 29).

5.5. Mercado de divisas y tipo de cambio

En el primer trimestre del año 2022 el CLP exhibió un comportamiento más acorde con la evolución de sus fundamentos a corto plazo -a diferencia de lo sucedido en momentos previos-. De esta forma, la moneda local se apreció respecto al USD por una menor percepción de riesgo en torno a la situación económica local -aunque la apreciación fue mayor que la de las divisas de algunas economías comparables, se mantuvo como una de las monedas que más valor habían perdidos en los últimos dos años-. Al final del segundo trimestre y en el tercer trimestre del año 2022, el tipo de cambio en Chile fluctuó con una intensidad y una volatilidad inusualmente alta (Gráfico 30) -además, a esta situación se le sumó el fortalecimiento global del USD alcanzando su mayor valor desde el año 2002-, lo que tensionó la formación de precios en el mercado cambiario y llevó al BCCh a anunciar un programa de intervención²⁴. Tras esto la paridad tuvo un descenso inmediato importante y se redujeron los índices de volatilidad, de forma que a principios de 2023 el tipo de cambio se apreció un 11,5% respecto del IPoM del tercer trimestre, incluso situándose por encima de economías comparables.

5.6. Instrumentos y medidas de política monetaria

5.6.1. Externas

A inicios del año 2022 -siguiendo la tendencia iniciada a finales del año 2021- debido a la magnitud de los altos niveles de inflación, la acción y comunicación de los bancos centrales alrededor del mundo ajustó la expansividad de política monetaria: aumentando sus tasas de referencia y/o señalando una trayectoria de retiro de estímulos más rápida. Entre los bancos centrales más rezagados en el empleo de políticas monetarias contractivas y en la subida de la TPM (Gráfico 22) en el primer trimestre estaban: la Fed y el BoE, que iniciaron el proceso de normalización de su política monetaria; el BCE, más cauteloso, sólo empleó herramientas de *forward guidance* en esta dirección; entre los países exportadores de materias primas, Canadá se sumó al aumento de la TPM y Nueva Zelanda y Noruega, que había dilatado en el tiempo tomar esta medida, volvieron a incrementarla.

²⁴ Chile tiene un régimen de flotación cambiaria desde 1999, no obstante el BCCh se reserva la opción de intervenir el mercado cambiario en circunstancias excepcionales si considera que el buen funcionamiento del mercado financiero está en riesgo. Las intervenciones son, por lo general, monetariamente esterilizadas, lo que implica que la variación de la cantidad de dinero producto de la compra o venta de USD se revierte en operaciones financieras.

En ese momento el fortalecimiento global del USD por las acciones de la Fed y el deterioro de los términos de intercambio propiciaron una depreciación de gran magnitud en el c/p del CLP. Además, fue exacerbado por una alta inflación, un gran déficit en la cuenta corriente y elevados niveles de incertidumbre. La abrupta inestabilidad en el mercado cambiario no se dió en otros países de la región (Gráfico 30), denotando el carácter idiosincrático de las tensiones y los riesgos que esto planteaba para otros mercados financieros, como el de renta fija, fueron los motivos por los que el BCCh decidió intervenir a través de ventas en el mercado *spot*, instrumentos de cobertura y programas de *swap*.

En el segundo y tercer trimestre las acciones de los bancos centrales continuaron en la misma dirección, destacando el aumento de las tasas de la Fed -mayor alza de la FFR en dos décadas- y el inicio del proceso de normalización monetaria de las últimas economías exportadoras de materias primas -Australia, India y Suecia-. En el cuarto trimestre del año se reforzó el carácter contractivo de las políticas monetarias, en especial, en las economías desarrolladas donde los procesos de ajuste monetario comenzaron más tarde. En general, las expectativas apuntaban a que los ciclos de alza de tasas finalizarían en grupo importante de economías emergentes y en varias se preveían, incluso, recortes.

A principios del año 2023 los bancos centrales se volvieron más cautos debido a la situación de la banca a nivel mundial. No obstante, las autoridades monetarias de diferentes países afirmaron que los problemas inflacionarios estaban lejos de resolverse. En ese contexto, las expectativas de mercado mostraban relevantes discrepancias con el *forward guidance* de los principales bancos centrales con el riesgo que esto conlleva de correcciones abruptas de las condiciones financieras a nivel global.

5.6.2. Internas

Tras finalizar el proceso de estímulo monetario y dar inicio a una política monetaria contractiva en el año 2021, el Consejo del BCCh en el primer y segundo trimestre del año 2022 aumentó la TPM más rápido de lo previsto en anteriores IPoM hasta llegar al 7% y 9% respectivamente, debido al contexto macroeconómico interno y externo y a la elevada inflación que ponían en riesgo el objetivo de convergencia. Además, en el primer semestre el BCCh aprobó y solicitó su incorporación al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) en calidad de Banco Central Asociado²⁵ y en el segundo trimestre aprobó la apertura de una Línea de Liquidez de Corto Plazo (LLCP) por parte del FMI por una suma equivalente al 145% de la cuota que mantiene Chile en ese organismo multilateral por un plazo de un año renovable.

En el segundo semestre del año el BCCh -al igual que otros bancos centrales alrededor del mundo- tuvo que aumentar la TPM en varias ocasiones, llegando al 10,75% en septiembre, porcentaje que se mantendría hasta el primer trimestre del año 2023 y hasta que el objetivo de la meta de inflación se consolide (Gráfico 3). Además, en el último cuatrimestre del año el Consejo varió la TPM neutral con un rango entre el 3,5 y el 4%, coherente con la reversión de las tasas neutrales de otras economías.

A parte de la utilización de esta herramienta, el BCCh con el objetivo de facilitar el ajuste de la economía a las inciertas y cambiantes condiciones macroeconómicas internas y externas, decidió implementar en julio un programa de intervención cambiaria y provisión preventiva de liquidez en dólares; y en agosto suscribió una Línea de Crédito Flexible con el FMI cancelando, al mismo tiempo, la LLCP.

²⁵ El Fondo tiene como objetivos acudir en apoyo de las balanzas de pagos de los países miembros otorgando créditos o garantizando préstamos de terceros; mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros; y contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países que lo integran

6. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS EFECTOS DEL COVID-19 EN LA ECONOMÍA CHILENA

6.1. Cambio de enfoque del BCCh

El BBCh, en el periodo previo a la crisis social y a la pandemia, mantenía una política monetaria en torno a la TPM neutral del momento, e incluso llegó a dar inicio al proceso de normalización monetaria con la retirada de estímulos, buscando el equilibrio entre el objetivo de la meta de inflación y el estímulo a la actividad económica. Sin embargo, el estallido de la crisis social y, escasos meses después, la irrupción de la crisis sanitaria provocó un cambio drástico en la estrategia de este Banco Central. A finales del primer trimestre del año 2020, el BCCh redujo rápidamente la TPM a su nivel mínimo técnico e histórico del 0,5%, nivel que mantuvo durante más de un año hasta la segunda mitad del año 2021.

La reducción de dicha tasa marcó el inicio de la puesta en marcha de la política monetaria expansiva no convencional por parte de la autoridad monetaria de Chile, con medidas entre las que se incluyeron: operaciones de compra de activos, provisión de liquidez en CLP y USD o implantación del programa FCIC. El uso de las herramientas no convencionales junto con una fuerte implementación del *forward guidances* -herramienta de comunicación que tiene por objetivo influir en las expectativas y la confianza de los agentes económicos- fueron fundamentales para sostener y potenciar el mercado del crédito en el país y, con ello, estabilizar e impulsar el sistema financiero y la actividad económica durante las fases más complejas del confinamiento. Posteriormente, tras la recuperación económica que experimentó Chile, potenciada en gran parte por el sobrecalentamiento de la demanda interna -en concreto de la demanda de bienes-, y frente al aumento sostenido y persistente de la inflación, el Consejo del BCCh dio inicio a un agresivo proceso de normalización monetaria elevando la TPM desde el 0,5% en julio de 2021 hasta niveles superiores al 11% en 2022, en un intento por contener las presiones inflacionarias y sus expectativas.

Estos cambios de dirección en la estrategia o política del BCCh son una evidencia de la evolución y la adaptación de las medidas tomadas por la institución para lograr la meta de inflación del 3% en el horizonte de proyección de dos años. Partiendo desde una política monetaria reactiva basada principalmente en variaciones en el tipo de interés (pre y post pandemia), se llegaron a implantar instrumentos diversos y no convencionales con un mayor grado de intervención directa en los mercados financieros y en el mercado cambiario, lo que no se había observado con tal magnitud desde la crisis financiera global de 2008.

6.2. Comparación entre las proyecciones y los resultados reales

La llegada del coronavirus fue un evento inesperado y sin precedentes a nivel mundial -nunca se había dado un fenómeno así en la historia reciente ni se habían tomado medidas de tal magnitud contra la movilidad de los ciudadanos-, que rompió con las proyecciones realizadas por las autoridades y los analistas económicos para el año 2020 y años sucesivos. Esta situación dio lugar a un contexto de incertidumbre extrema a nivel macroeconómico y dificultó enormemente el establecimiento de nuevas proyecciones a lo largo del transcurso de la pandemia, ya que no se sabía con certeza cuál sería la evolución del virus, de las medidas sanitarias y de los procesos de vacunación y sus efectos en la economía.

Inicialmente el BCCh estimaba que el proceso de recuperación tras la pandemia sería más rápido y se daría en el tercer trimestre del año con caídas del PIB de entre 5,5% y 7,5% en el año 2020. No obstante, el retroceso económico fue aún más pronunciado durante el segundo y el tercer trimestre, alcanzando una contracción del 14% en estos (Gráfico 31). Tras este acontecimiento, las proyecciones para el año 2021 se tornaron más negativas y el proceso de recuperación se estimó que sería más lento y pausado; una vez más, la realidad no se correspondería con las proyecciones del BCCh ya que el proceso de recuperación sorprendió positivamente y en el año 2021 la economía chilena creció un 11,7% impulsada por el consumo privado y el comercio, con un crecimiento de la demanda interna del 21,6%, superando con creces las expectativas previas (Gráfico 32).

En cuanto a la inflación, las proyecciones de las autoridades locales no dieron la relevancia necesaria al efecto combinado que tendría la depreciación en el tipo de cambio, el alza de los precios internacionales, los retiros de los fondos de pensiones y el cuantioso estímulo fiscal. Por ello, mientras que las proyecciones realizadas en el año 2020 y 2021 proyectaban que la meta de inflación se lograría a finales del año 2021, la inflación alcanzó el 7,2% anual en ese año revelando un gran desajuste entre lo anticipado y la evolución real de los precios (Gráfico 33).

Estas diferencias entre las proyecciones y el resultado final muestra, por un lado, que el BCCh en sus IPoMs incorporó escenarios alternativos a los que otorgó diferentes probabilidades y que adecuó según la evolución de los valores y de los escenarios macroeconómicos a lo largo de los trimestres; y, por otro lado, que la magnitud de los *shocks* que sufrió la economía chilena y su persistencia superaron los márgenes previstos. En este sentido es importante señalar que el BCCh se adaptó a esta situación incorporando una nueva herramienta de comunicación, el corredor para la TPM.²⁶

6.3. Eficacia e importancia de las Políticas Monetarias

Las políticas monetarias expansivas, convencionales y no convencionales, aplicadas por los diferentes bancos centrales alrededor del mundo durante la pandemia fueron eficaces en el corto plazo para evitar una contracción aún mayor de la economía. Estas políticas centradas en la reducción de las tasas a sus mínimos históricos, combinadas con herramientas no convencionales como los programas de apoyo a la liquidez, permitieron mantener facilidades para el otorgamiento de créditos a empresas y hogares, fomentando la demanda interna y el consumo de bienes y servicios. Además, la alta disponibilidad de liquidez ayudó a estabilizar el mercado financiero y a que su evolución fuera favorable facilitando, una vez más, la recuperación del consumo y de la

²⁶ El *Corredor para la Tasa de Política Monetaria (TPM)* es una herramienta de comunicación implementada por el BCCh que muestra un rango de trayectorias posibles para la TPM, enfatizando el carácter condicional de las decisiones de política monetaria. Este rango refleja la incertidumbre sobre el escenario macroeconómico, los riesgos para la convergencia de la inflación, la TPM neutral de largo plazo, y la variabilidad histórica de las proyecciones. El corredor se construye a partir de las opciones discutidas por el Consejo en sus reuniones y considera tanto el escenario central como los escenarios de sensibilidad más probables, permitiendo al Banco comunicar con mayor claridad y coherencia su visión del entorno económico y su estrategia. Esta herramienta se incluye desde 2020 en los IPoMs y se alinea con herramientas de política monetaria como el *forward guidance*, reforzando la transparencia, la efectividad y la rendición de cuentas de la autoridad monetaria.

actividad económica -en Chile principalmente fue causado por la aprobación de tres etapas de retiros previsionales-.

No obstante, la efectividad de estas políticas en Chile estuvo condicionada por factores externos e internos. En cuanto a los primeros, el aumento de los precios de las materias primas y los problemas de las cadenas de suministro a nivel global generaron presiones inflacionarias persistentes muy difíciles de frenar y contrarrestar con las herramientas de política monetaria tradicional. En cuanto a los factores internos, las medidas monetarias y fiscales incrementaron el consumo privado de forma excesiva, superando todas las proyecciones del BCCh y dando lugar a un *shock* de demanda sin precedentes que obligó a ajustar la estrategia de política monetaria y retirar de forma repentina el estímulo monetario.

En conclusión, la política monetaria logró su objetivo inicial de estabilizar la economía y apoyar la recuperación económica tras la llegada del Covid-19, pero a L/p su efectividad para contener el alza de la inflación estuvo limitada por los *shocks* de demanda y oferta, generando un retraso y pérdida de eficacia en la respuesta posterior del BCCh en el control de los precios y en el logro de la meta de inflación en el horizontes. Además, esto conllevó el endurecimiento abrupto e inesperado de la política monetaria, causando efectos contractivos en el mediano plazo y el deterioramiento de las condiciones financieras que deberían ser contrarrestados con el apoyo de la política fiscal, aunque esta se encontraba muy limitada por el gran déficit de la cuenta corriente chilena y por su toma de medidas excesiva en el proceso de recuperación más inmediato en la pandemia.

7. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS FUTUROS.

Desde octubre del año 2019, la economía chilena enfrentó eventos de carácter extraordinario -estallido social y crisis sanitaria del Covid-19- que desafiaron sus fundamentos macroeconómicos, poniendo en riesgo su evolución. Ante esta situación, las autoridades monetarias y fiscales implementaron rápidamente cuantiosas medidas para mitigar el impacto negativo inicial de la pandemia -la respuesta institucional fue más rápida que la de anteriores crisis como la del 2008 -, conduciendo a una rápida recuperación por el alto dinamismo del consumo privado y el comercio. Sin embargo, la situación y la actuación de los agentes causaron diferentes problemas y desafíos a los que se les debería poner solución en un futuro inmediato para garantizar la estabilidad y el ajuste de la economía chilena:

Tras la recuperación de la crisis del Covid-19 la inflación y sus perspectivas continuaron subiendo a nivel global -tanto la medida total como de su componente subyacente-, acumulando señales de persistencia y superando todas las proyecciones de los bancos centrales y analistas alrededor del mundo. El comportamiento de las medidas subyacentes reflejó que el incremento fue generalizado, de forma que la proporción de *ítems* cuyo precio aumentó más que la meta de inflación anotó máximos históricos en EE.UU. y la Eurozona.

El importante aumento de la inflación en Chile desde 2021 estuvo fuertemente influenciado por factores de demanda internos y, en menor medida, por factores de oferta externos -en septiembre de 2022 el BCCh afirmó que dos tercios del alza de la inflación acumulada se debieron a factores internos y un tercio por externos-. Entre los factores internos destacó la gran magnitud del incremento de la demanda por consumo,

impulsada por una fuerte expansión de la liquidez debido a las medidas de estímulo fiscal y los retiros de los fondos de pensiones, así como la depreciación idiosincrática del peso influenciada por el aumento de la incertidumbre local. El análisis realizado indica que la dinámica de la inflación subyacente de bienes en Chile durante la pandemia se puede dividir en tres periodos:

Desde marzo de 2020, el impacto inicial del cierre de la economía generó un *shock* de oferta presionando los precios al alza. Al mismo tiempo, las restricciones a la movilidad y el aumento del ahorro de los hogares implicaron una caída de la demanda que generó presiones en la dirección opuesta. En conclusión, ambos efectos tendieron a cancelarse entre ellos, explicando la escasa variación en los precios al inicio de la pandemia. Durante el 2021, la oferta se fue normalizando; y al mismo tiempo, la relajación en las medidas de contención y la inyección de liquidez generaron un fuerte aumento de la demanda de bienes (*shock* de demanda) que no solo compensó la normalización de la oferta, sino que impulsó una importante aceleración de la inflación. Durante 2022, en un contexto de alta demanda a lo que se le sumaron factores externos como la invasión rusa a Ucrania y la Política de “Cero Covid-19” en China, se produjo un fuerte aumento en los precios de las materias primas y una interrupción de las cadenas de suministro a nivel mundial, provocando *shocks* de oferta que se sumaron a niveles de inflación que ya eran muy elevados.

En conclusión, la gran expansión de la demanda interna que tuvo lugar desde 2021 fue la principal causa de la elevada inflación que sufrió la economía chilena y, por ende, con: la reducción de las presiones de demanda internas, en línea con el ajuste macroeconómico y del consumo; y la estabilización de las presiones de oferta mediante la resolución de los problemas de cadenas de suministros, llevarán a una reducción de los precios de las materias primas y, en último término, de los precios de los bienes.

A través del análisis se puede observar como se trató de un episodio de inflación persistente -la Fed a finales del año 2021 cambió su visión sobre la transitoriedad del fenómeno inflacionario-. La persistencia de la inflación se debió a, por un lado, al tipo, tamaño y secuencia de los *shocks* -los *shocks* que explican el aumento de la inflación fueron inusualmente grandes y consecutivos-; y, por otro lado, a que estos *shocks* al alza se prolongaron por mecanismos de propagación internos -los mecanismos de segunda vuelta contribuyeron a ralentizar la caída de la inflación-.

En cuanto a la primera causa, los *shocks* de oferta fueron extraordinariamente elevados durante el segundo y tercer trimestre de 2022, aunque se mostraron indicios de mejora en el año 2023. Además, desde mediados de 2021, los *shock* de demanda fueron significativamente mayores y más frecuentes de lo usual, en gran parte por las medidas extraordinarias con objetivo de estimular la demanda. También, la importante alza en los costes durante 2021 fue traspasada solo parcialmente a los precios y se fue recuperando en el año 2022 llevando a un menor traspaso a los precios de las reducciones de los costes.

En cuanto a la segunda causa, los mecanismos de segunda vuelta contribuyeron a la mayor duración de la elevada inflación. Por un lado, las expectativas de inflación de las empresas y hogares se mantuvieron altas por un periodo prolongado; y, por otro lado, las proyecciones de inflación realizadas por el BCCh han incorporado un efecto adicional de persistencia asociada con este fenómeno.

A raíz de la situación de elevada y persistente inflación a nivel mundial, los bancos centrales comenzaron a aumentar sus TPMs para frenar las alzas, sin embargo, la velocidad e intensidad del proceso varió considerablemente entre economías. En las economías emergentes, en especial en América Latina, el ciclo se inició alrededor de mediados de 2021 y avanzó rápidamente, lo que les permitió tener tasas reales por encima o en torno a sus propias estimaciones de tasas neutrales. En las desarrolladas, el ritmo de alza fue notoriamente más lento y menos intenso. Los bancos centrales de los países exportadores de materias primas tuvieron que responder más rápido que la Fed o que el BCE -que a finales del año 2022 mantenían estímulos monetarios positivos-.

El hecho de que estas economías de relevancia mundial mantuvieran tasas en niveles altamente expansivos conllevaba riesgos significativos, tanto para ellas como a nivel global. Mientras más se prolongaba la alta inflación, más aumentaba la probabilidad de entrar en una espiral nociva de precios-salarios y/o de que las expectativas de inflación se desacoplaran y afectaran aún más a la formación de los precios. En la medida que esta situación se generalizaba, se dificultaba la convergencia inflacionaria incluso de las economías que, como Chile, comenzaron a aumentar sus TPMs antes. Además, esta situación conllevará a que los bancos centrales tendrán que intensificar repentinamente el incremento de sus tasas, generalizando importantes turbulencias en los mercados financieros globales y empeorando significativa las condiciones financieras para las economías emergentes.

El incremento de las TPMs a nivel global, fue el principal factor detrás del deterioro de las condiciones financieras mundiales -la Fed dió inicio a la retirada de estímulos monetarios-. Estos eventos, normalmente, provocan la salida de capitales relevantes para las economías emergentes ya que aumentan en gran medida la aversión al riesgo, especialmente para activos de estas economías. A esto se le sumaron otros factores de vulnerabilidad a nivel global como: el alto nivel de algunos activos -como la vivienda-, el elevado nivel de apalancamiento soberano y corporativo, el aumento de la incertidumbre global por la invasión rusa de Ucrania y las señales de debilidad de la economía china. Las bolsas mundiales tuvieron caídas importantes, y se proyectaba que se ampliaría esa tendencia, especialmente en las economías desarrolladas. Además, las alzas de los tipos de interés a L/p y sus efectos sobre las colocaciones de crédito-en especial las de vivienda- llevaron al BCE a alertar de los riesgos que suponía para la estabilidad financiera mundial.

El retiro de los cuantiosos estímulos monetarios en EE.UU. y la Eurozona dio origen a una potencial fuente de tensiones para el sistema financiero global, ya que períodos prolongados de tasas cercanas a cero y abundante liquidez incentivaron el apalancamiento de diversos agentes y tiende a aumentar la toma de riesgos en los mercados de crédito -durante 2022, eventos en el Reino Unido y algunos bancos en Europa evidenciaron estos riesgos-. Las tensiones que nacieron al comienzo del año 2023 en el sistema bancario de EE.UU. y la Eurozona constituyeron otra expresión de vulnerabilidad en el contexto financiero mundial y estas turbulencias bancarias en las economías desarrolladas tuvieron consecuencias negativas a nivel mundial y local -a pesar de que los impactos fueron más acotados respecto de otros episodios de estrés en los mercados financieros-.

El menor crecimiento del crédito es uno de los mecanismos centrales por el cual la actividad económica se vió resentida. Tanto en Europa como en EE.UU. los bancos

declararon un estrechamiento significativo en las condiciones de otorgamiento de crédito que anticipaba una desaceleración del crecimiento que contribuiría al ajuste requerido en la actividad para contener las presiones inflacionarias. A esta situación se le agregaron varios factores determinantes en el crédito bancario: la caída del valor de las acciones de los bancos y del ratio de capital, explicado por el incremento en las tasas de interés del año 2022 anticipando un menor dinamismo de los créditos; el aumento de la incertidumbre en EE.UU. sobre la salud de los bancos intensificó la salida de los depósitos bancarios, especialmente en instituciones de menor tamaño lo que también anticipaba un comportamiento más cauto en el otorgamiento de crédito. La significativa provisión de liquidez que entregó la Fed para contener las tensiones en el sistema, si bien alivió las presiones de corto plazo sobre los bancos, no evitó los problemas a largo plazo que surgirían, sobre todo si se tiene en cuenta que la calidad del crédito comenzó también a verse afectada por el entorno macroeconómico.

Estas tensiones financieras surgidas a finales del año 2022 e inicios del año 2023 en las economías desarrolladas, en un contexto de política monetaria más restrictiva, se transmitirían a las emergentes, incluido Chile, por varios canales. Por un lado, el menor crecimiento de la actividad en el mundo desarrollado disminuirá la demanda por exportaciones. Por otro lado, la mayor incertidumbre en los mercados globales disminuirá el apetito por riesgo, aumentando los *spreads* de financiamiento. Además, la mayor incertidumbre externa afectará la confianza de consumidores y empresas en Chile, reduciendo el dinamismo del gasto y la actividad. Sin embargo, es importante resaltar que el sistema bancario chileno presenta fortalezas importantes, tanto en su desarrollo como en su regulación y supervisión -el modelo de negocio bancario local se basa predominantemente en un enfoque de banca tradicional y su regulación está en línea con los estándares de Basilea III-, por tanto, los bancos locales se encontraban en una posición de liquidez y capital robusta. Además, las diferencias entre la política monetaria chilena y las de las economías desarrolladas, ofrecían a Chile mayores espacios de reacción frente a shocks externos por lo que estas situaciones no deberían ocurrir en el caso chileno dadas las fortalezas antes descritas y no serían una fuente de riesgos para el escenario macroeconómico.

Tras la pandemia, el comportamiento de la participación laboral fue heterogéneo entre países. Dichas diferencias se pueden explicar por los siguientes factores: diferencias en las restricciones de movilidad, el temor al contagio, la recuperación económica y el tipo y monto de las medidas fiscales. La participación cayó con fuerza al comienzo de la pandemia en países en los que se implementaron cuarentenas más estrictas y/o donde la pandemia conllevó un mayor número de fallecidos. Estos factores redujeron la oferta de trabajo al desincentivar a las personas a salir de sus casas, pero también afectaron la demanda dada la imposibilidad o reticencia de las empresas a producir. Tras esta caída inicial, la participación laboral se recuperó en varias economías, apoyada por el levantamiento de las restricciones y el inicio del proceso de recuperación económica. Por tanto, las restricciones a la movilidad tuvieron un impacto más relevante en este primer periodo y, sobre todo, en economías con mayor grado de informalidad -porque estos trabajos requieren mayor contacto o porque el impacto de la pandemia fue mayor en estos países-.

No obstante, existen otros factores detrás de las diferencias entre países. En Chile y EE.UU., la rápida recuperación de la actividad no fue acompañada por una

recuperación síncrona de la fuerza laboral. De ahí que los tipos y montos de ayudas fiscales expliquen parte del comportamiento dispar de la participación laboral entre países de forma que aquellos donde se implementaron programas de retención de empleo anotaron menores caídas en la participación laboral. Además, en los países donde la ayuda fiscal fue mayor, como en Chile, se retrasó la recuperación del mercado de trabajo, lo que podría llevar a concluir que las ayudas fiscales supusieron un desincentivo para la búsqueda de empleo y para la oferta de trabajo. Esta asociación negativa entre las ayudas y la recuperación de la participación fue mayor en los países donde las ayudas no se entregaron vía retención del empleo y en los que se aprobaron retiros de los fondos de jubilación.

En conclusión, por todas estas razones la recuperación del mercado laboral chileno fue una de las más afectadas conduciendo a un desajuste entre oferta y demanda de gran magnitud y ralentizando la vuelta a los niveles previos a la pandemia en materia de empleo.

En la segunda mitad del año 2022 el Consejo del BCCh decidió intervenir el mercado cambiario con una cantidad superior a los 25 mil millones de dólares -la última intervención fue en el año 2019 por el estallido de la crisis social con 20 mil millones de dólares-. La intervención cambiaria estuvo motivada por factores externos: la apreciación del USD a nivel global debido a las proyecciones de incremento de la FFR de la Fed ante el alza de la inflación -el CLP se depreció en la primera mitad del año un 7% respecto al USD-; y la caída del precio del cobre cercana al 30% -Chile soporta el 30% de la producción global de este metal-. Y por factores internos: la elevada incertidumbre a nivel local presionaba al peso chileno a la baja; y la explosiva volatilidad del tipo de cambio e intensidad de la depreciación del CLP, muy superior a la del resto de divisas comparables de economías exportadoras de materias primas. Por todas estas razones, la divisa chilena fue una de las más afectadas de la región y del mundo denotando el carácter idiosincrático de las tensiones y grandes riesgos para los mercados financieros locales, justificando la intervención del BCCh. El tipo de cambio afecta directamente a los consumidores finales y, por ende, a los hogares a través del efecto dólar, de forma que en la medida en que más se aprecia el USD, más caros son los productos importados. Los importadores traspasan el mayor coste a los compradores y estos elevan los precios a los consumidores finales, siendo uno más de los motivos que causaban la elevada inflación del país latinoamericano tras la recuperación del Covid-19. El efecto del tipo de cambio sobre la inflación y sobre el consumidor final justificó la intervención cambiaria con el principal objetivo de dotar de estabilidad el sistema financiero chileno y apoyar las medidas en la lucha contra la inflación. No obstante, como se ha podido observar durante todo el análisis, la intervención por parte del BCCh no surtirá el efecto deseado si no la acompaña la evolución del USD y del precio del cobre, siendo este último determinante para el correcto funcionamiento y adecuado reajuste de la economía chilena.

8. BIBLIOGRAFÍA

Banco Central de Chile. (2018). *Informe de Política Monetaria – Diciembre 2018*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-diciembre-2018>

Banco Central de Chile. (2019). *Informe de Política Monetaria – Marzo 2019*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/ipom-marzo-2019>

Banco Central de Chile. (2019). *Informe de Política Monetaria – Junio 2019*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-junio-2019-4>

Banco Central de Chile. (2019). *Informe de Política Monetaria – Septiembre 2019*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-septiembre-2019-4>

Banco Central de Chile. (2019). *Informe de Política Monetaria – Diciembre 2019*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-diciembre-20-1>

Banco Central de Chile. (2020). *Informe de Política Monetaria – Marzo 2020*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-marzo-2020>

Banco Central de Chile. (2020). *Informe de Política Monetaria – Junio 2020*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-junio-2020>

Banco Central de Chile. (2020). *Informe de Política Monetaria – Septiembre 2020*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-septiembre-2020>

Banco Central de Chile. (2020). *Informe de Política Monetaria – Diciembre 2020*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-diciembre-2020-v2>

Banco Central de Chile. (2021). *Informe de Política Monetaria – Marzo 2021*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-marzo-2021-1>

Banco Central de Chile. (2021). *Informe de Política Monetaria – Junio 2021*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-junio-2021>

Banco Central de Chile. (2021). *Informe de Política Monetaria – Septiembre 2021*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-septiembre-2021>

Banco Central de Chile. (2021). *Informe de Política Monetaria – Diciembre 2021*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-diciembre-2021>

Banco Central de Chile. (2022). *Informe de Política Monetaria – Marzo 2022*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-marzo-2022>

Banco Central de Chile. (2022). *Informe de Política Monetaria – Junio 2022*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-junio-2022>

Banco Central de Chile. (2022). *Informe de Política Monetaria – Septiembre 2022*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-septiembre-2022>

Banco Central de Chile. (2022). *Informe de Política Monetaria – Diciembre 2022*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/ipom-diciembre-2022>

Banco Central de Chile. (2023). *Informe de Política Monetaria – Marzo 2023*. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/contenido/-/detalle/informe-de-politica-monetaria-marzo-2023>

Banco Central de Chile. (s.f.). *Minutas de Reuniones de Política Monetaria*. <https://www.bcentral.cl/areas/politica-monetaria/reunion-de-politica-monetaria-rpm>

Banco Central de Chile. (2020). Política monetaria del Banco Central de Chile: Marco y metas de inflación. <https://www.bcentral.cl/documents/33528/133301/PoliticaMonetariaBcchMarcoMetasInflacion2020.pdf>

Banco Central de Chile. (s.f.). *Series estadísticas macroeconómicas*. <https://www.bcentral.cl/areas/estadisticas>

De Gregorio, J. (2014). *Cómo sobrevivir a una crisis mundial: La experiencia chilena*. Uqbar Editores.

Frenkel, R., & Rapetti, M. (2009). *A developing country view of the current global crisis: What should not be forgotten and what should be done*. UN/DESA Working Paper No. 88.

González, L. E., & Parrado, E. (2021). *Evaluación del impacto de las medidas monetarias no convencionales en Chile durante el COVID-19*. Banco Central de Chile, Documento de Trabajo N.º 956.

International Monetary Fund. (2021). *Chile: Staff Report for the 2021 Article IV Consultation*. IMF Country Report No. 21/29. <https://www.imf.org>

Instituto Nacional de Estadísticas (INE). (2023). *Indicadores económicos y sociales*. <https://www.ine.cl>

Larraín, F., & Sachs, J. (2013). *Macroeconomía en la economía global*. Pearson Educación.

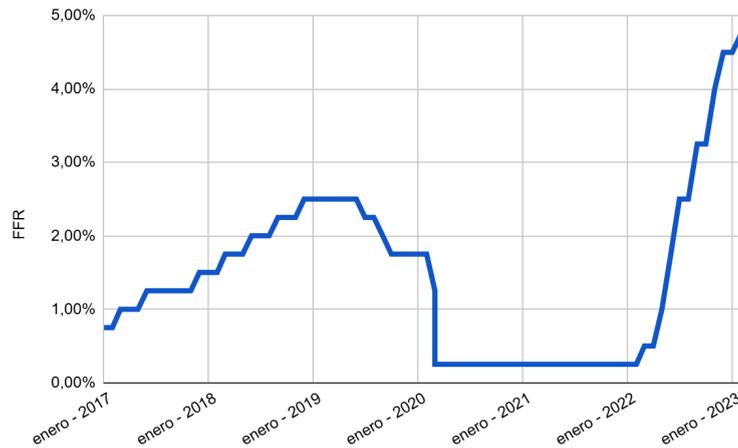
Soto, C., & Zahler, R. (2009). *Política monetaria y estabilidad financiera en tiempos de crisis*. *Cuadernos de Economía*, 46(137), 5–33.

Werning, I. (2012). *Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy*. NBER Working Paper No. 17344. <https://doi.org/10.3386/w17344>

9. ANEXO I - GRÁFICOS

Evolución de la Federal Fund Rate (FFR) del Sistema de la Reserva Federal de EE.UU (Fed) desde enero de 2017 hasta marzo de 2023 (porcentaje) 2017 -2023

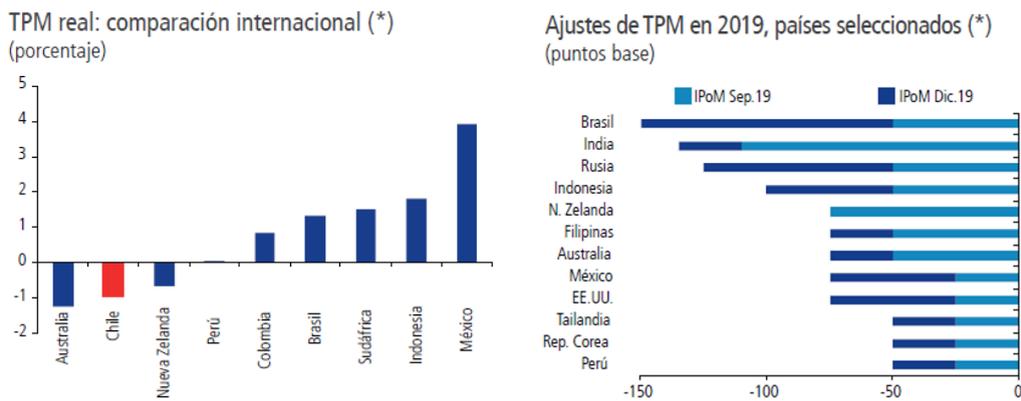
GRÁFICO 1:



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la Fed

Tasa de Política Monetaria (TPM) real: comparación internacional y ajuste de TPMs en 2019 en países seleccionados (porcentaje; puntos base) 2019

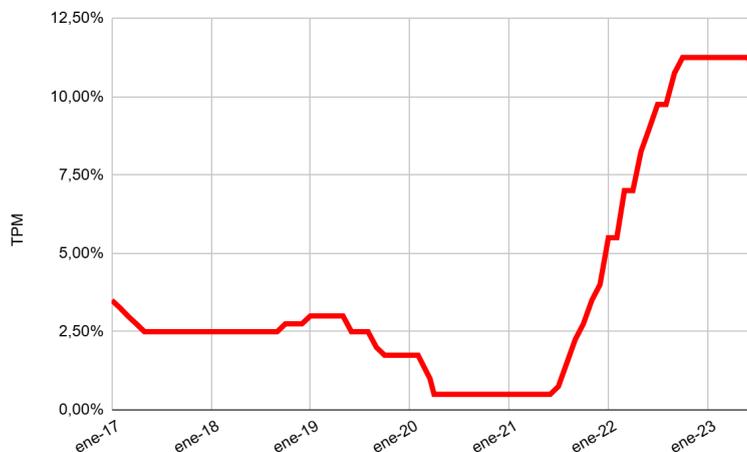
GRÁFICO 2:



Fuente: Informe de Política Monetaria (IPoM) de Diciembre de 2019 del Banco Central de Chile (BCCh)

**Evolución de la TPM del BCCh desde enero de 2017 hasta julio de 2023
(porcentaje)
2017 -2023**

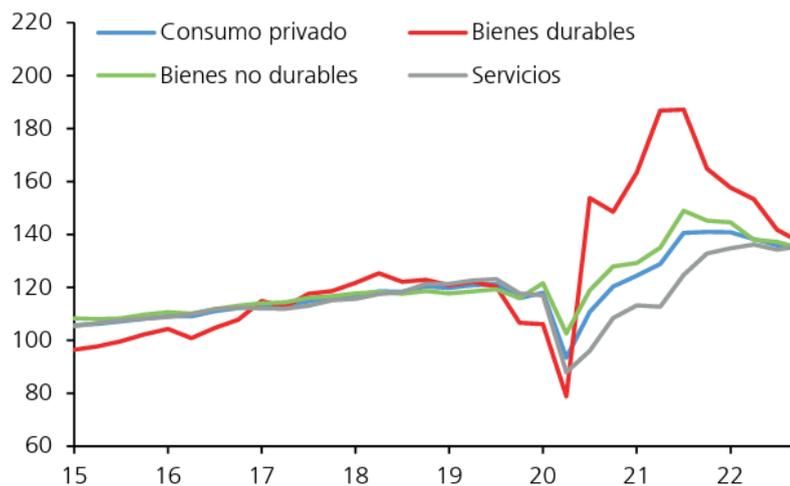
GRÁFICO 3:



Fuente: elaboración propia a partir de los datos del BCCh

**Evolución del consumo privado por componentes
(índice primer trimestre 2013=100, variación porcentual)
2015-2022**

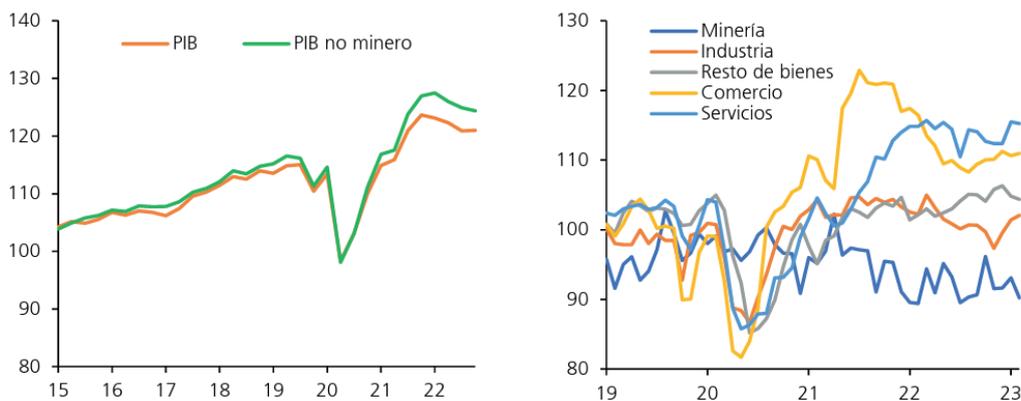
GRÁFICO 4:



Fuentes: IPoM de Diciembre de 2023 del BCCh

**Actividad e Indicador mensual de actividad económica (Imacec) sectorial
(índice promedio 2013=100, variación porcentual; índice promedio 2018=100, variación porcentual)
2015-2023**

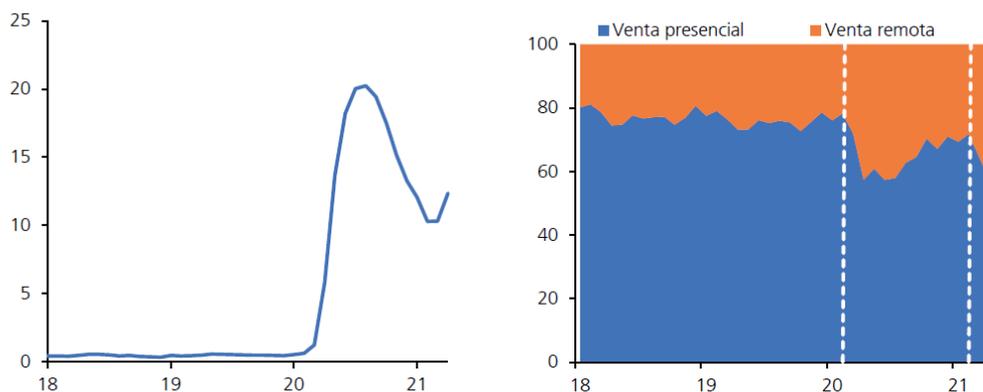
GRÁFICO 5:



Fuentes: IPoM de Marzo de 2023 BCCh

**Medidas de adaptación en la pandemia en Chile: evolución del teletrabajo y de las ventas presencial y remotas
(porcentaje sobre el total de asalariados; porcentaje de la cuantía de ventas)
2018-2021**

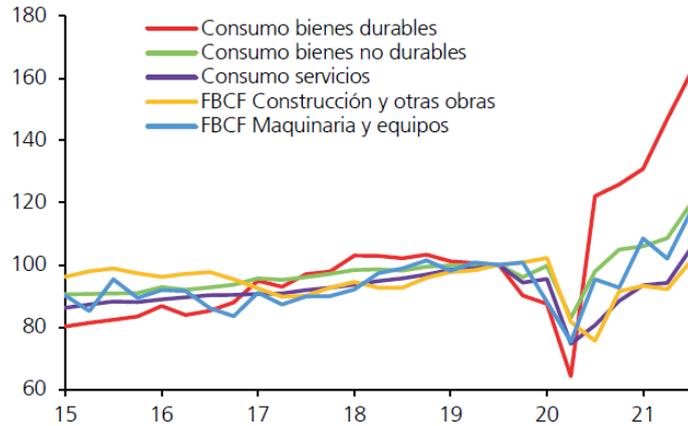
GRÁFICO 6:



Fuentes: IPoM de Junio de 2021 del BCCh

Evolución de la demanda interna en Chile
(índice tercer trimestre 2019 = 100, serie desestacionalizada, variación porcentual)
2015 - 2021

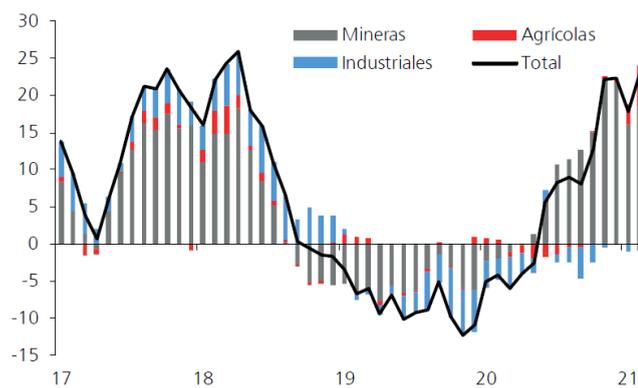
GRÁFICO 7:



Fuente: IPoM de Marzo de 2022 BCCh

Evolución de las exportaciones nominales de bienes en Chile
(contribución a la variación porcentual anual)
2017 -2021

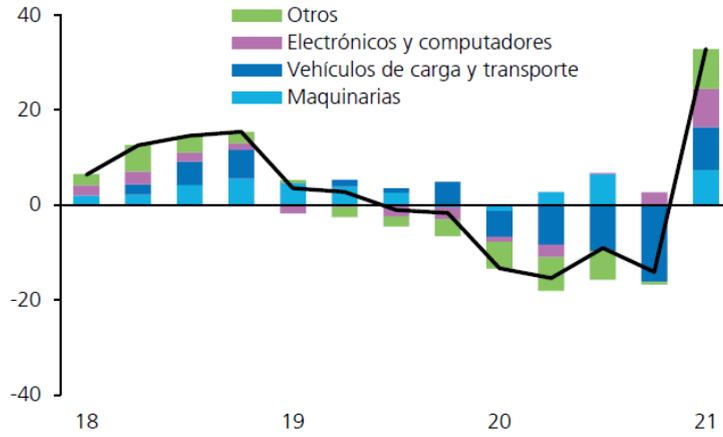
GRÁFICO 8:



Fuente: IPoM de Marzo de 2021 del BCCh

**Evolución de las importaciones de capital real
(variación porcentual anual)
2018 -2021**

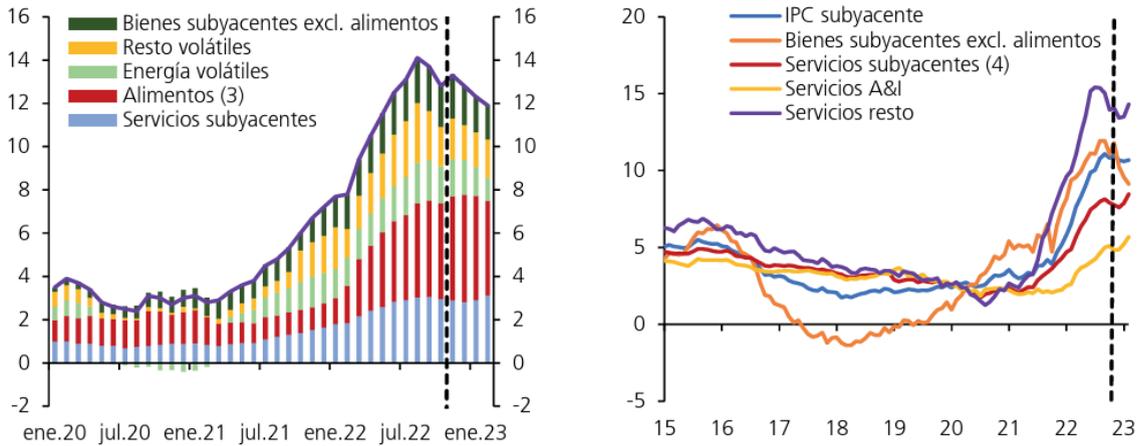
GRÁFICO 9:



Fuente: IPoM de Junio del 2021 BCCh

**Indicadores de inflación e inflación subyacente en Chile
(incidencia en la variación anual, puntos porcentuales; variación anual, porcentaje)
2000-2023**

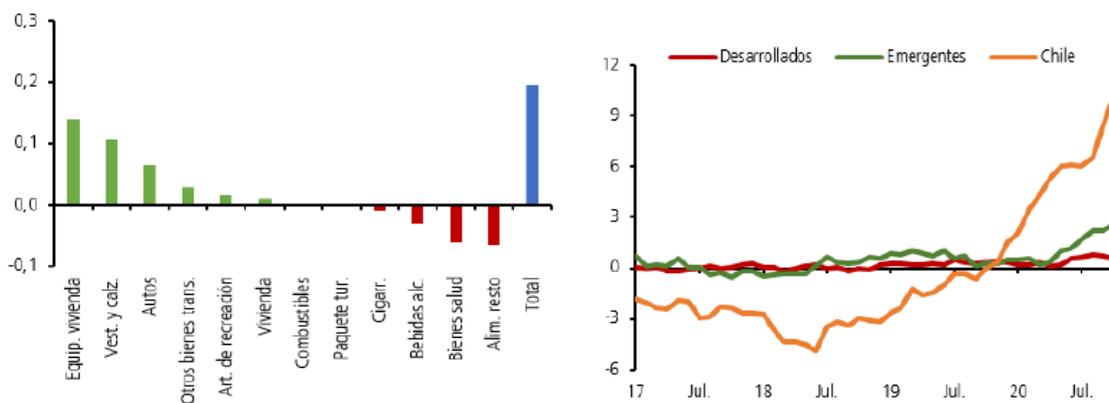
GRÁFICO 10:



Fuentes: IPoM de Marzo de 2023 del BCCh

Sorpresa acumuladas en el tercer trimestre de 2020 por bienes e inflación de bienes durables en comparación internacional (puntos porcentuales; variación porcentual anual) Septiembre de 2020 ;2017 -2020

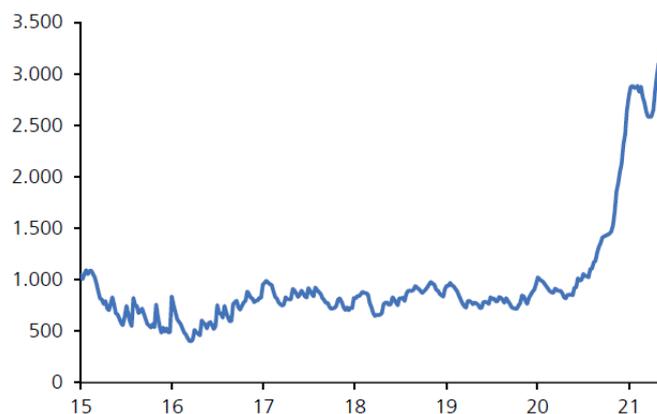
GRÁFICO 11:



Fuente: IPoM de Septiembre de 2020 del BCCh

Evolución del coste de fletes marítimos a nivel global (dólares por contenedor de 20 pies) 2015-2021

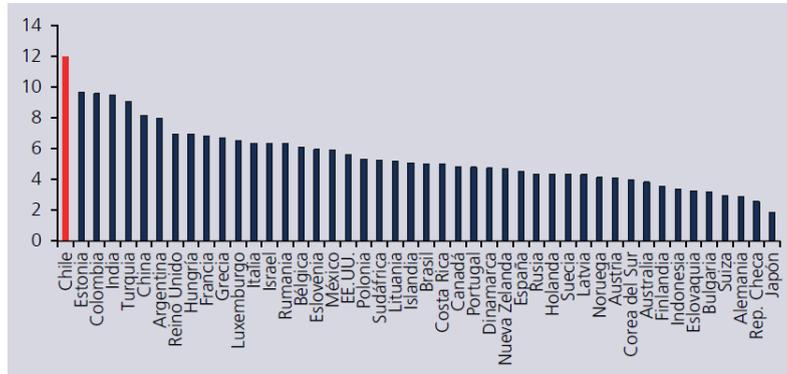
GRÁFICO 12:



Fuente: IPoM de Junio de 2021 del BCCh

**Proyecciones de crecimiento anual del PIB 2021 según datos de la OCDE
(variación porcentual anual)
2021**

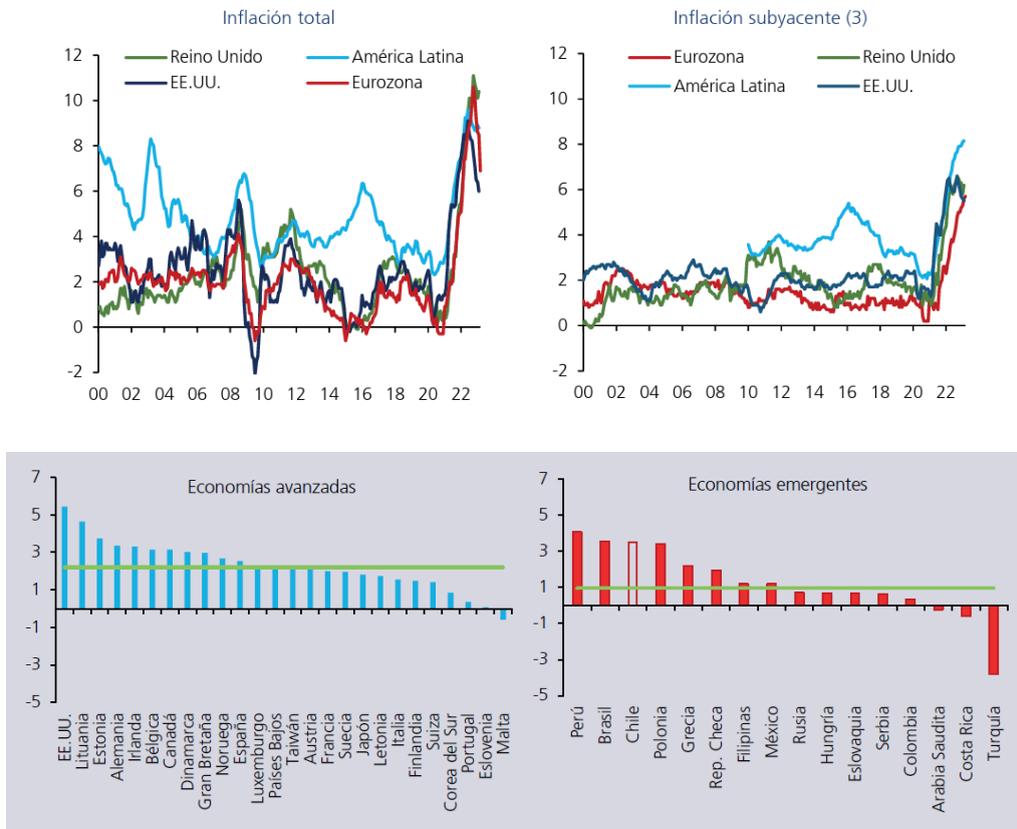
GRÁFICO 13:



Fuente: IPoM de Diciembre de 2021

**Inflación mundial, inflación subyacente mundial e inflación de una muestra de países
(variación anual, porcentaje; variación anual, porcentaje; puntos porcentuales
respecto al promedio 1998-2019)
2000-2022; 2000-2022; 2021**

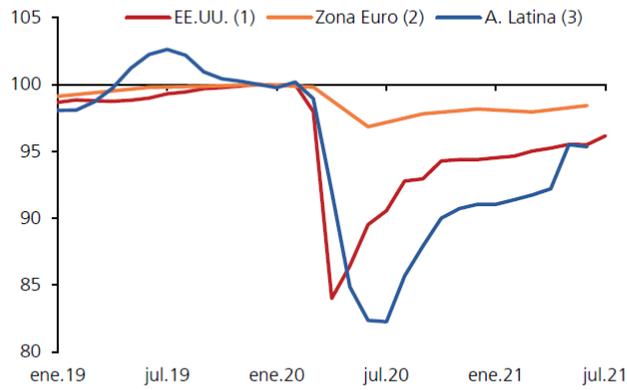
GRÁFICO 14:



Fuentes: IPoM de Marzo de 2023 e IPoM de Diciembre de 2021

Nivel de empleo
 (índice diciembre 2019=100, serie desestacionalizada, porcentaje)
 2019 - 2021

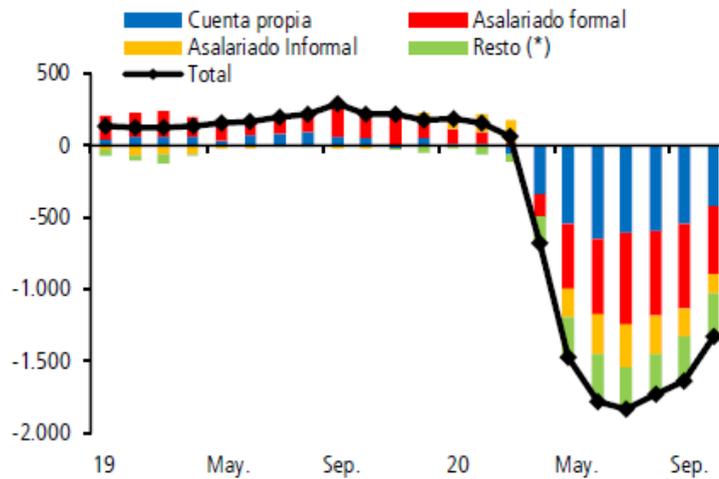
GRÁFICO 15:



Fuente: IPoM de Septiembre de 2021

Empleo según categoría ocupacional
 (diferencia anual, miles de personas)
 2019 - 2020

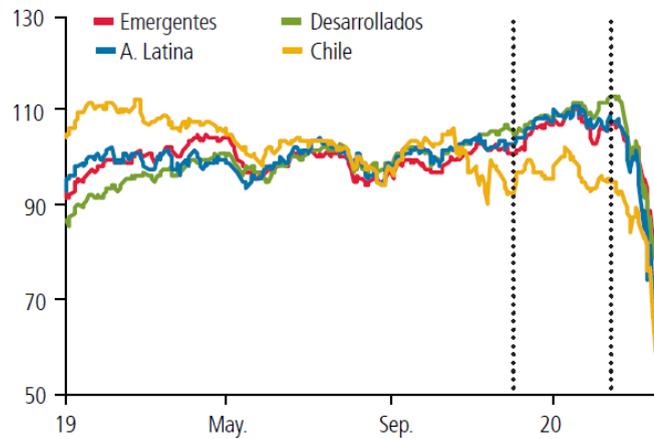
GRÁFICO 16:



Fuente: IPoM de Diciembre de 2020

**Mercados bursátiles
(índice 2019-2020=100, porcentaje)
2019 - 2020**

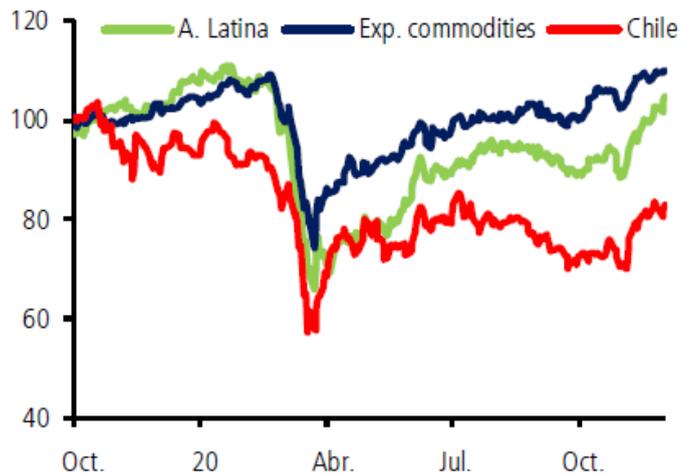
GRÁFICO 17:



Fuente: IPoM de Marzo de 2020 del BCCh

**Evolución de las bolsas en Chile y economías comparables
(índice octubre 2019=100)
2019 - 2020**

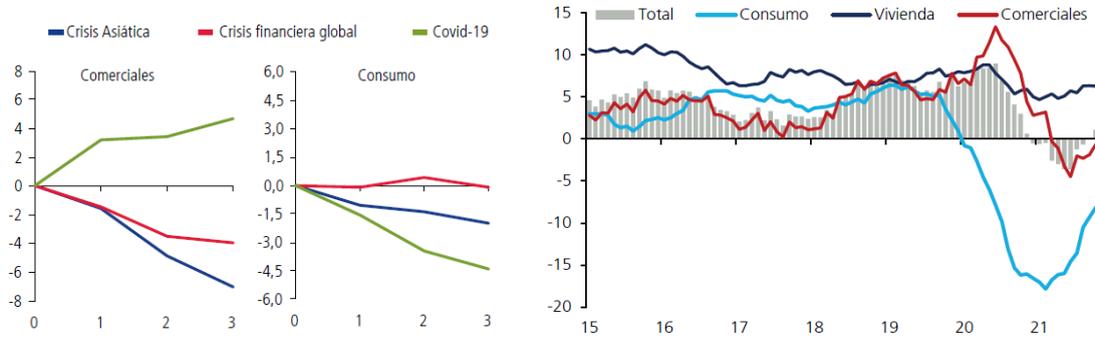
GRÁFICO 18:



Fuente: IPoM de Diciembre del 2020 del BCCh

Evolución de las colocaciones comerciales y de consumo en episodios de recesión y de las colocaciones reales (variación porcentual anual) 2015-2021

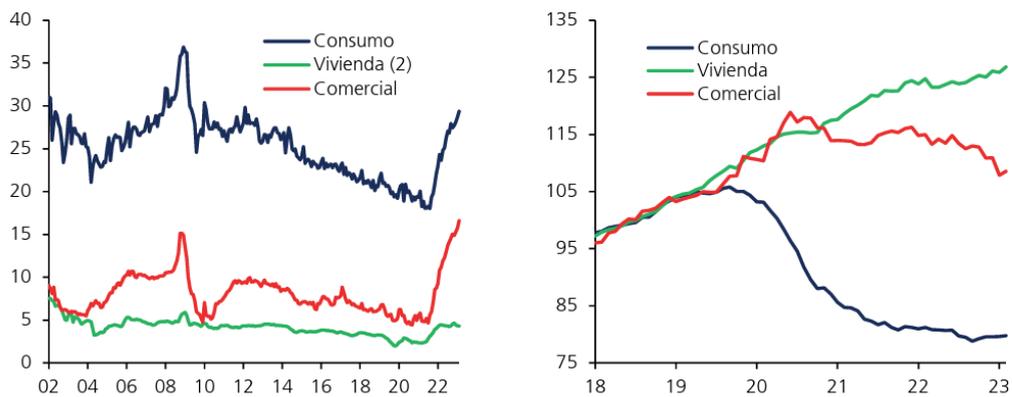
GRÁFICO 19:



Fuente: IPoM de Diciembre del 2021 del BCCh

Indicadores del mercado crediticio: Tasa de interés de las colocaciones y colocaciones reales (porcentaje; índice 2018=100, porcentaje) 2002-2023; 2018-2023

GRÁFICO 20:



Fuentes: IPoM de Marzo de 2023 del BCCh

**Tipo de cambio real del CLP
(porcentaje)
2020 - 2021**

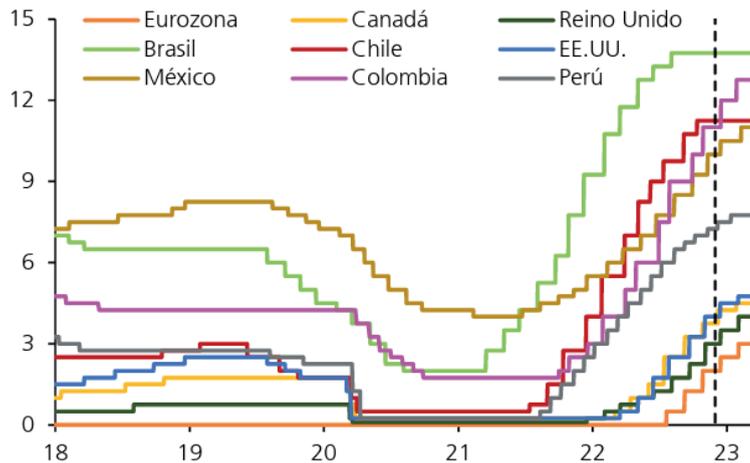
GRÁFICO 21:



Fuente: IPoM de Diciembre de 2021 del BCCh

**Tasas de política monetaria en economías seleccionadas
(puntos porcentuales)
2018-2023**

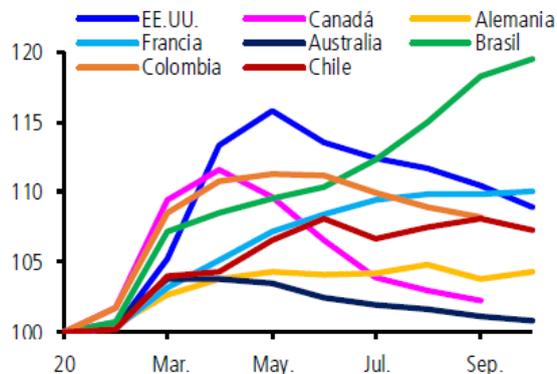
GRÁFICO 22:



Fuentes: IPoM de Marzo de 2023 del BCCh

**Crédito bancario a empresas no financieras
(índice enero 2020=100, porcentaje)
2020**

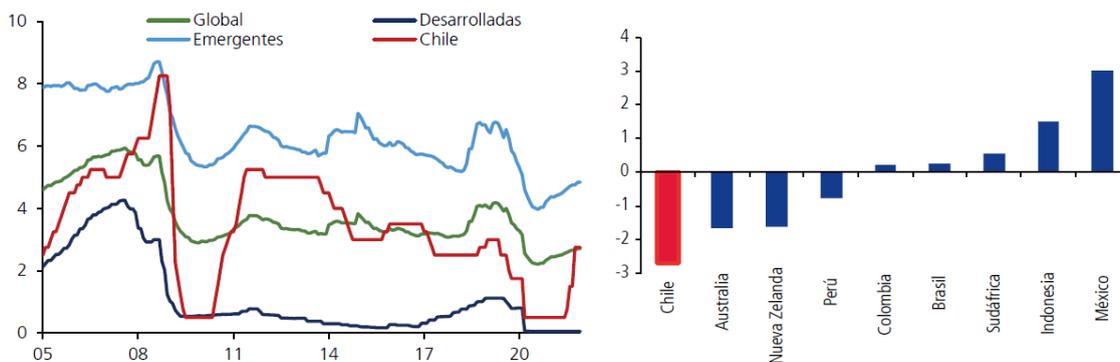
GRÁFICO 23:



Fuentes: IPoM de Diciembre de 2020 del BCCh

**Evolución de las tasas de política monetaria y TPM real: comparación internacional
(porcentaje; porcentaje)
2005-2020; 2020**

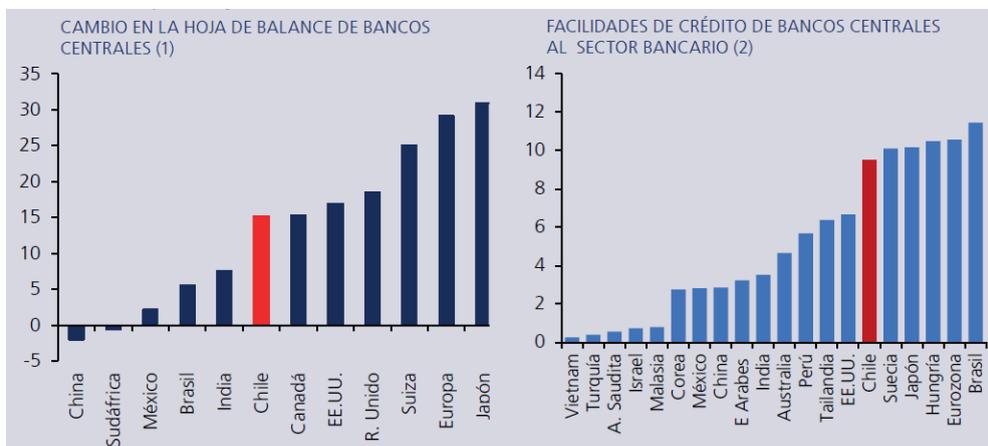
GRÁFICO 24:



Fuente: IPoM de Diciembre de 2020 e IPoM de Marzo de 2020

**Medidas monetarias no convencionales en respuesta a la crisis del Covid-19
(porcentaje del PIB)
2020-2021**

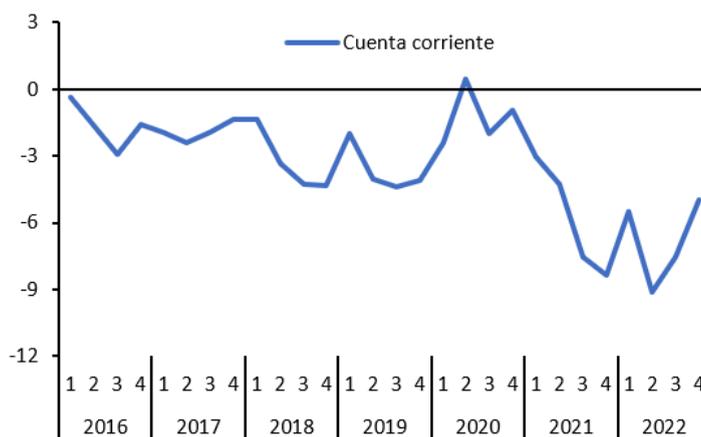
GRÁFICO 25:



Fuente: IPoM de Diciembre de 2021 del BCCh

**Evolución de la cuenta corriente de Chile
(miles de millones de dólares, trimestral)
2016-2022**

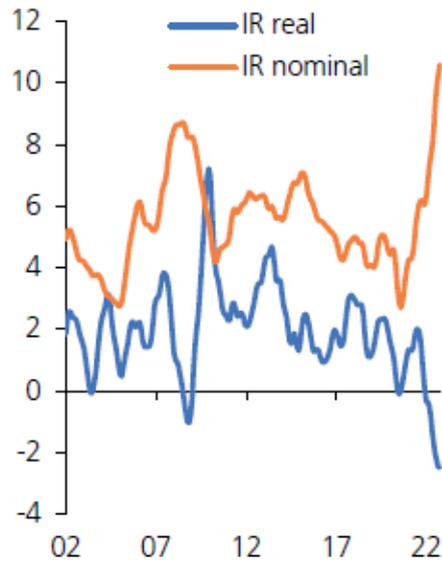
GRÁFICO 26:



Fuente: IPoM de Diciembre de 2022 del BCCh

**Índice de remuneraciones en Chile
(media móvil anual; porcentaje)
2002-2022**

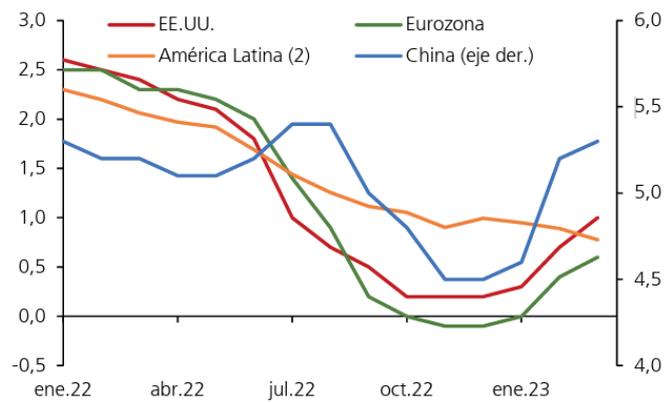
GRÁFICO 27:



Fuentes: IPoM de Diciembre de 2023 del BCCh

**Proyecciones de crecimiento para 2023
(variación anual promedio; porcentaje)
2022-2023**

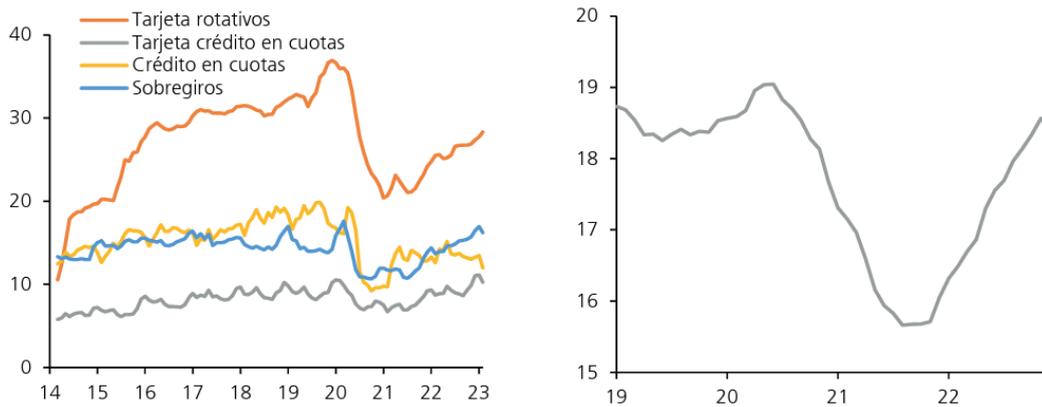
GRÁFICO 28:



Fuentes: IPoM de Marzo de 2023 del BCCh

**Flujos de crédito de consumo reales y carga financiera bancaria de los hogares
(millones de UF, promedio móvil trimestral; porcentaje de los ingresos mensuales,
promedio móvil anual)
2014-2023; 2019-2023**

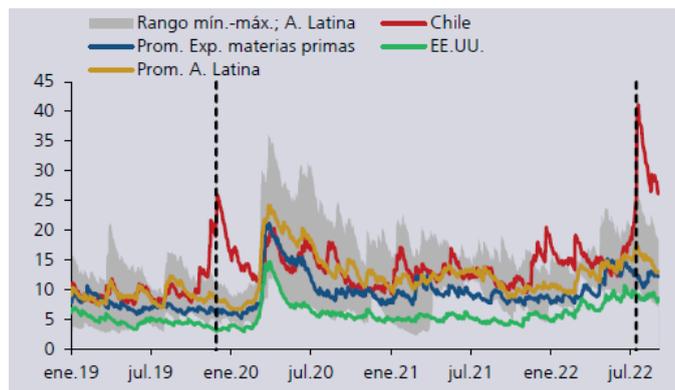
GRÁFICO 29:



Fuentes: IPoM de Marzo de 2023 del BCCh

**Volatilidad cambiaria
(porcentaje)
2019-2022**

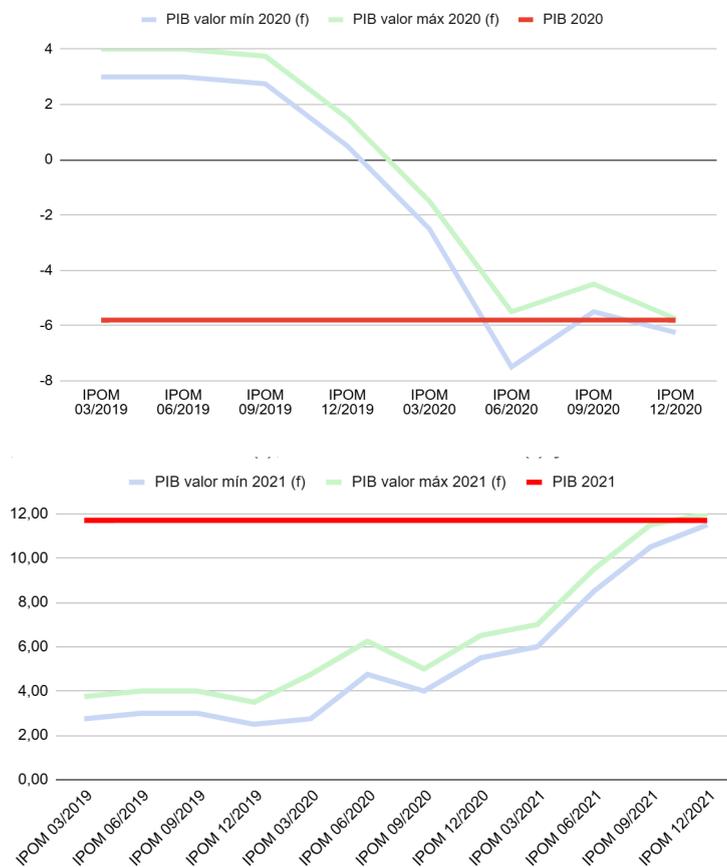
GRÁFICO 30:



Fuentes: IPoM de Septiembre de 2022 del BCCh

**Evolución de las proyecciones (f) del PIB para el 2020 y el 2021
(variación anual, porcentaje)
2019-2021**

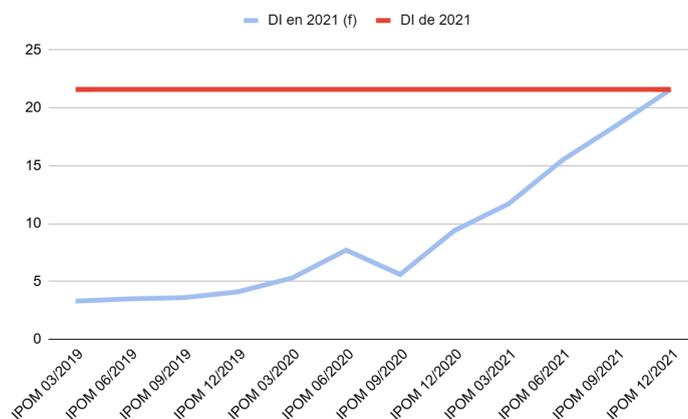
GRÁFICO 31:



Fuente: elaboración propia a partir de los IPoMs del BCCh (2019-2021)

**Evolución de las proyecciones (f) de la evolución de la Demanda Interna (DI) para el 2020 y el 2021
(variación anual, porcentaje)
2019-2021**

GRÁFICO 32:

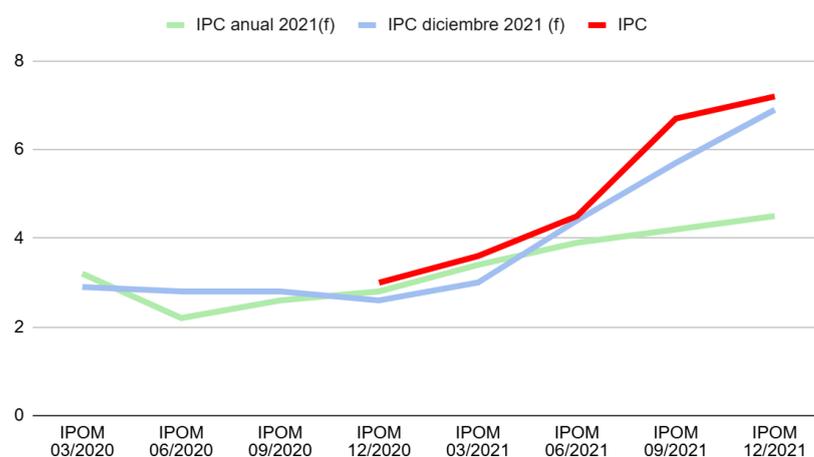


Fuente: elaboración propia a partir de los IPOMs del BCCh (2019-2021)

**Evolución de las proyecciones (f) y del IPC en el año 2021
(variación anual, porcentaje)
2020-2021**

GRÁFICO 33:

Evolución del IPC y sus proyecciones en 2021



Fuente: elaboración propia a partir de los IPOMs del BCCh (2020-2021)