

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2019



Mario Marcel C.
Presidente

Banco Central de Chile, 12 de diciembre de 2019

Principales mensajes



- El escenario macroeconómico ha tenido un cambio abrupto tras el inicio de la crisis social. Las fuertes disrupciones que afectaron a todos los sectores y el aumento de la incertidumbre explican este vuelco.
- El 2019 cerrará con un crecimiento en torno a 1%, y al igual que en 2020 y 2021, tendrá una expansión por debajo de la prevista en septiembre, con un efecto acumulado sobre el nivel de PIB en 2021
- El mercado laboral ya da señales de deterioro y, bajo ciertas condiciones, el desempleo puede incrementarse por sobre 10% en el primer trimestre de 2020, reduciéndose a partir de ahí con la recuperación de la economía.
- La inflación estará sujeta a las presiones contrapuestas de la devaluación del peso y el aumento de la brecha de actividad.
- El aumento de la incertidumbre no se limita a los mercados financieros, sino que también a las personas, generando riesgos importantes para la evolución del consumo. Esto ha motivado medidas excepcionales del BCCh y el Ministerio de Hacienda.

Principales mensajes



- El escenario macroeconómico ha tenido un cambio abrupto tras el inicio de la crisis social. Las fuertes disrupciones que afectaron a todos los sectores y el aumento de la incertidumbre explican este vuelco.
- El 2019 cerrará con un crecimiento en torno a 1%, y al igual que en 2020 y 2021, tendrá una expansión por debajo de la prevista en septiembre, con un efecto acumulado sobre el nivel de PIB en 2021
- El mercado laboral ya da señales de deterioro y, bajo ciertas condiciones, el desempleo puede incrementarse por sobre 10% en el primer trimestre de 2020, reduciéndose a partir de ahí con la recuperación de la economía.
- La inflación estará sujeta a las presiones contrapuestas de la devaluación del peso y el aumento de la brecha de actividad.
- El aumento de la incertidumbre no se limita a los mercados financieros, sino que también a las personas, generando riesgos importantes para la evolución del consumo. Esto ha motivado medidas excepcionales del BCCh y el Ministerio de Hacienda.

Principales mensajes



- El impacto en la economía puede compararse con crisis económicas anteriores, pero con tres diferencias importantes:
 - Es una crisis netamente local, lo que se refleja en la depreciación idiosincrática de nuestra moneda.
 - Ha operado con mayor rapidez.
 - Encuentra a una economía que fue aumentando su resiliencia, incluyendo la capacidad de la política macroeconómica para actuar de manera contracíclica.
- Por estas razones, la respuesta de política monetaria y fiscal, siendo comparable a la que se dio durante la crisis financiera internacional de 2009, puede ayudar a evitar una recesión técnica.
- No obstante, dado lo inusual de este *shock*, las proyecciones de variables macroeconómicas están sujetas a un margen de error mayor a lo habitual.

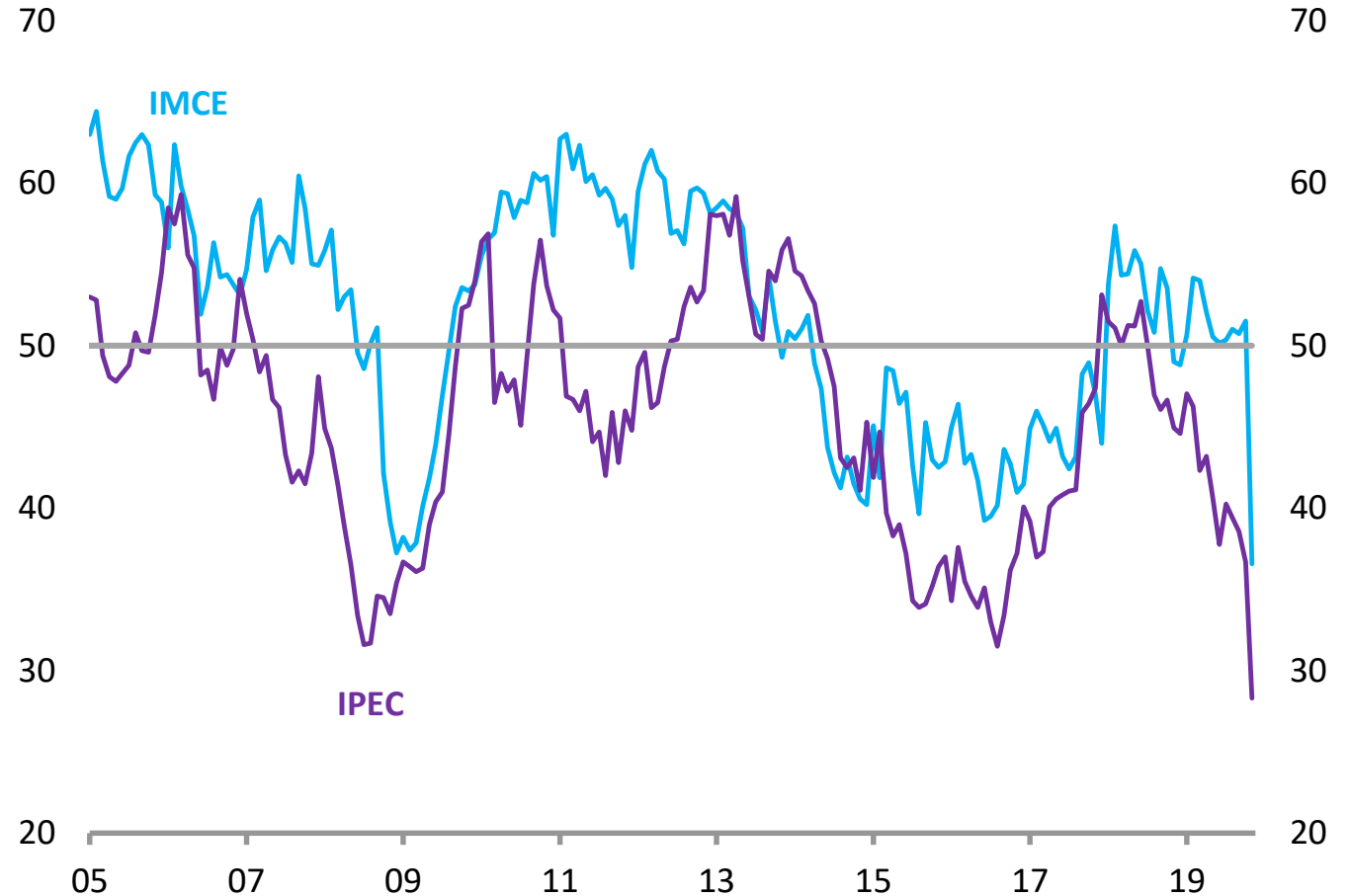
1

Impactos Económicos



Expectativas de empresas (IMCE) y consumidores (IPEC) (*)

(índice)



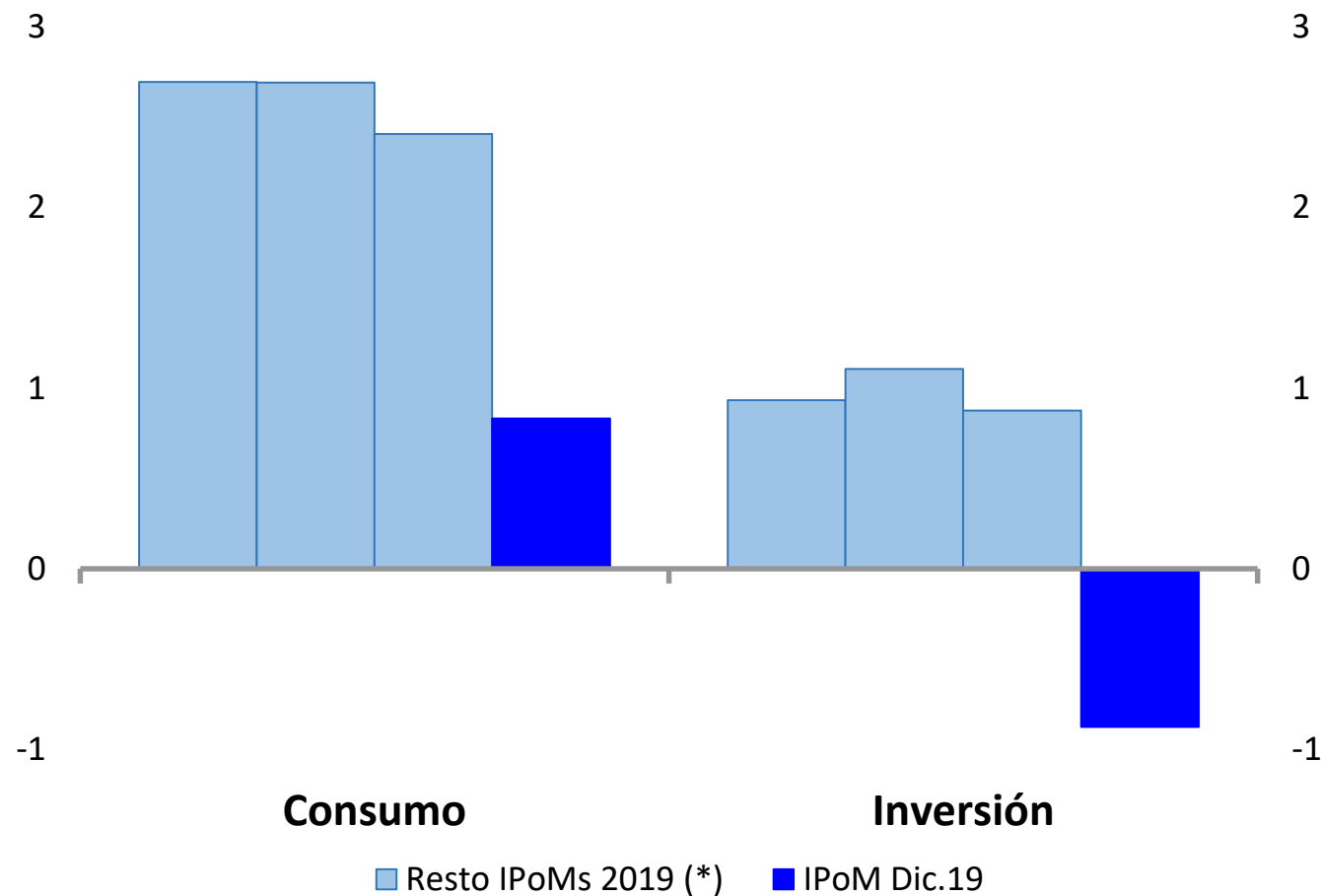
(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark e ICARE/UAI.

El ambiente de mayor incertidumbre ha llevado a una caída abrupta de las confianzas...

...lo que debilita el gasto, tanto por el lado del consumo como de la inversión.

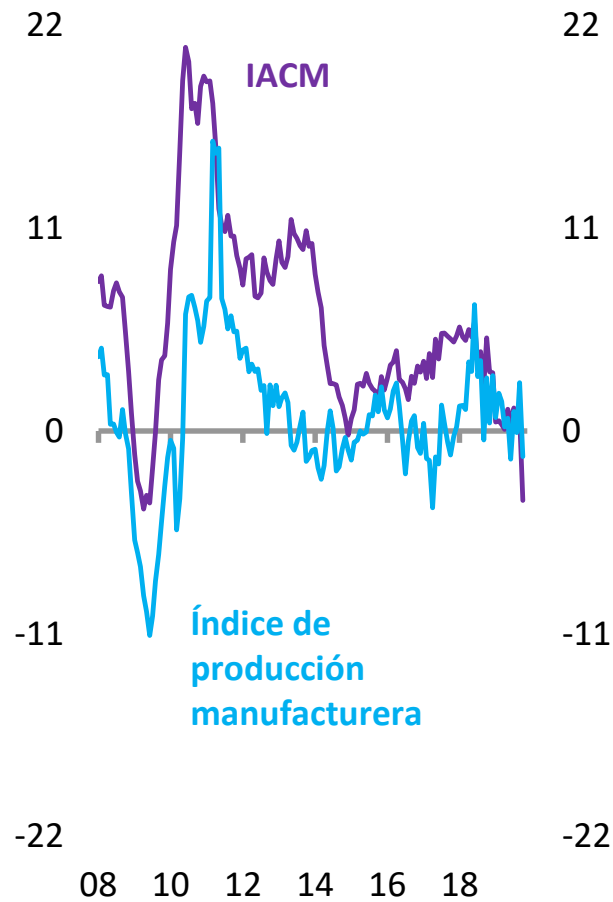
Contribución al crecimiento anual del PIB 2020 (puntos porcentuales)



(*) De izquierda a derecha, las barras corresponden a la proyección de marzo, junio y septiembre, respectivamente. Fuente: Banco Central de Chile.

Sectorialmente, el comercio ha sido uno de los más afectados en el inicio de la crisis...

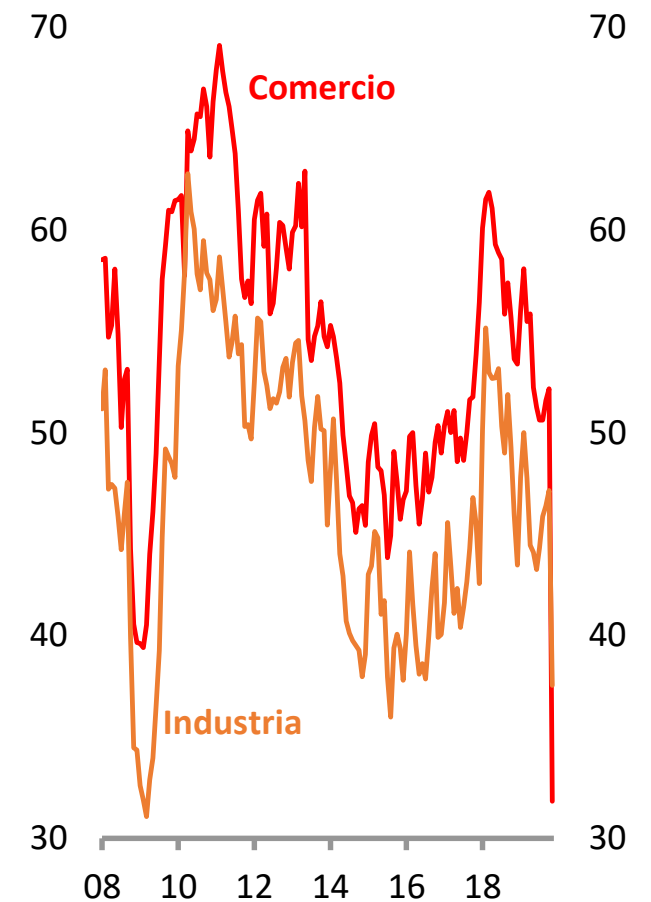
Indicadores sectoriales (*) (variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Expectativas empresariales (IMCE) (índice)

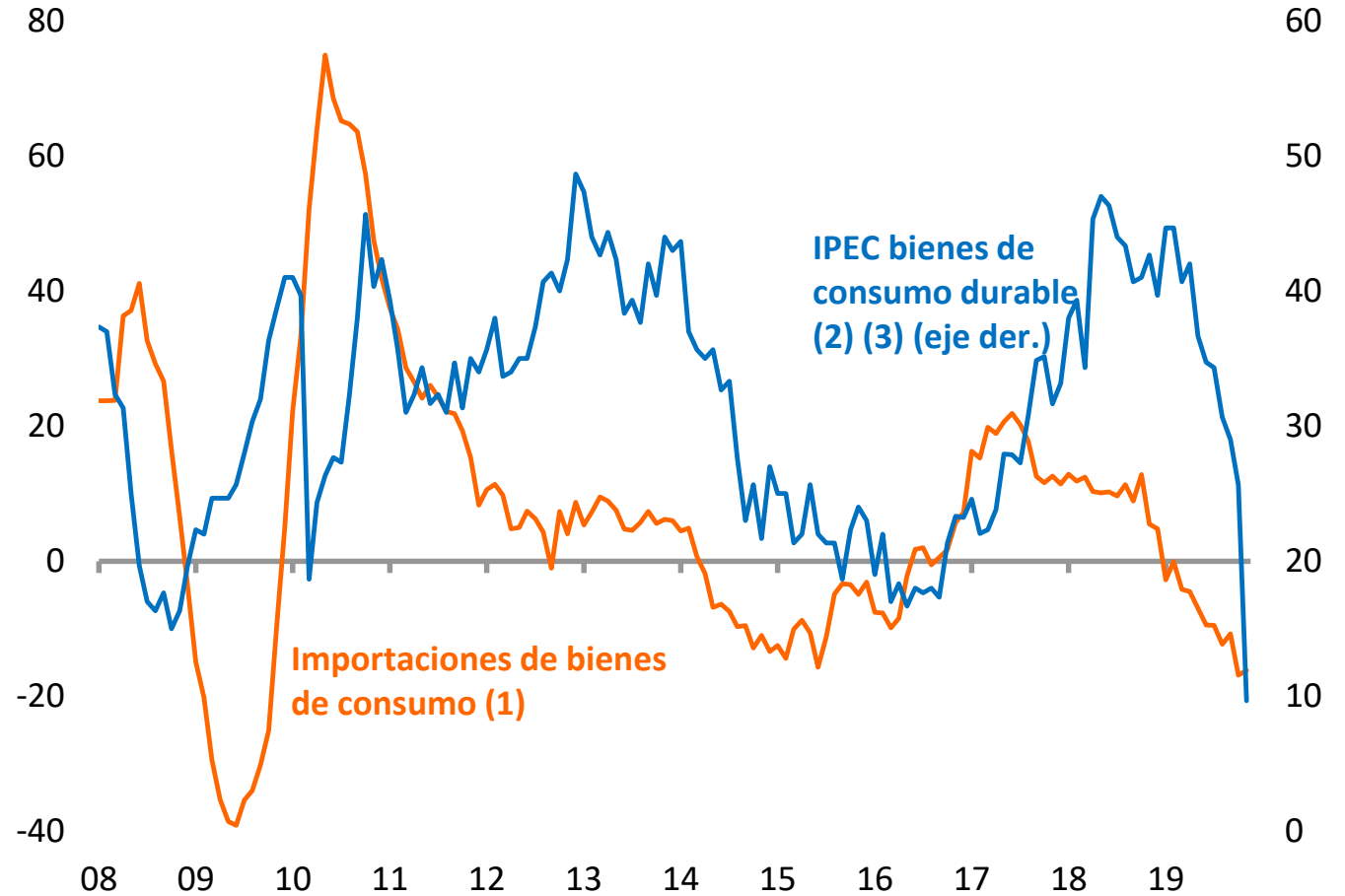


(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark e Icare/UAI.

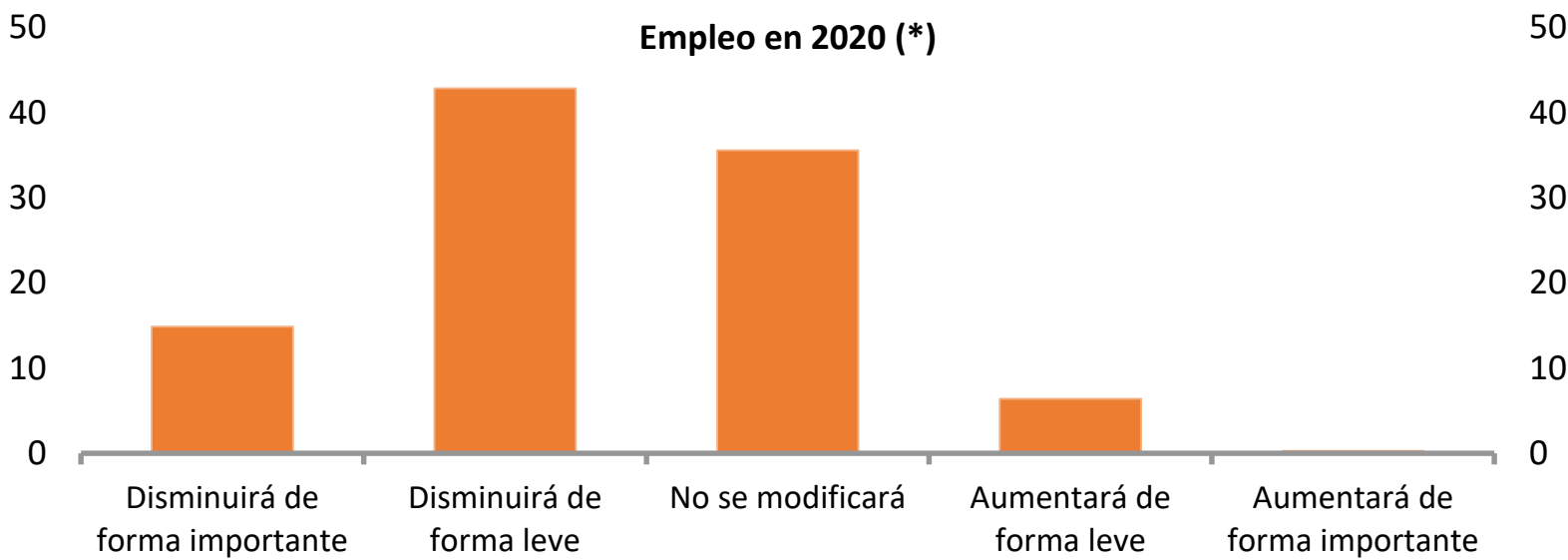
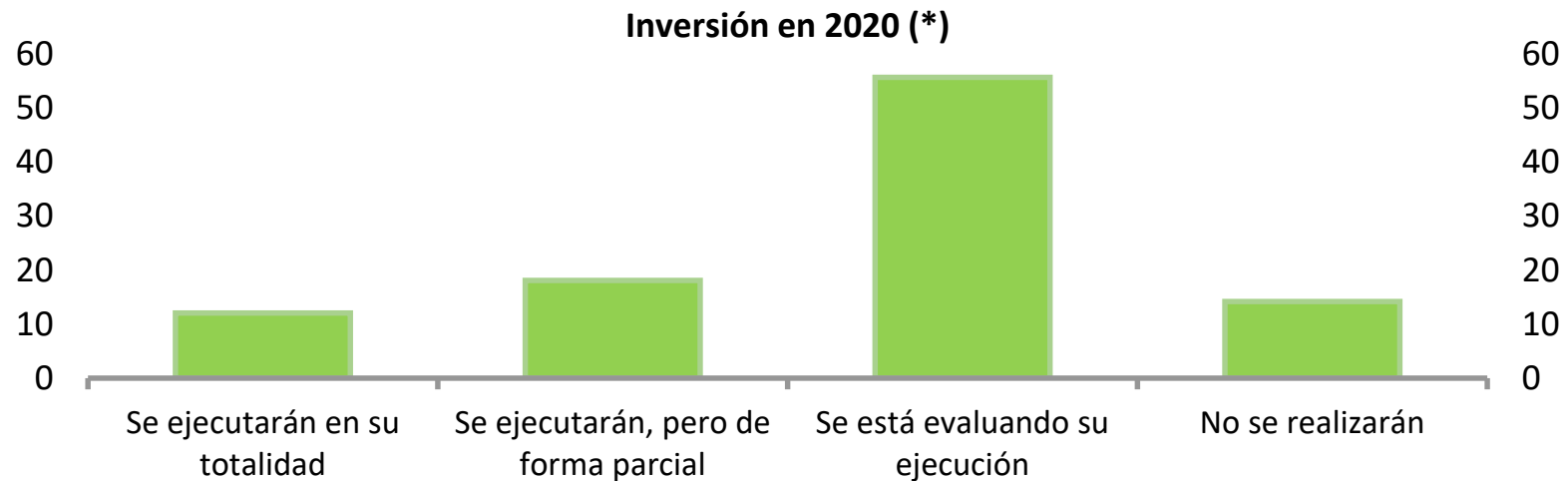
...lo que es coherente con el comportamiento de indicadores adelantados del consumo.

Determinantes del consumo (variación anual, porcentaje; índice)



(1) Promedio móvil trimestral. (2) Promedio simple entre los componentes de expectativas de compra de autos, viviendas y artículos de hogar. (3) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). Fuentes: Banco Central de Chile y Adimark.

Para 2020 un conjunto importante de empresas señala que está reevaluando sus inversiones y su dotación de trabajadores

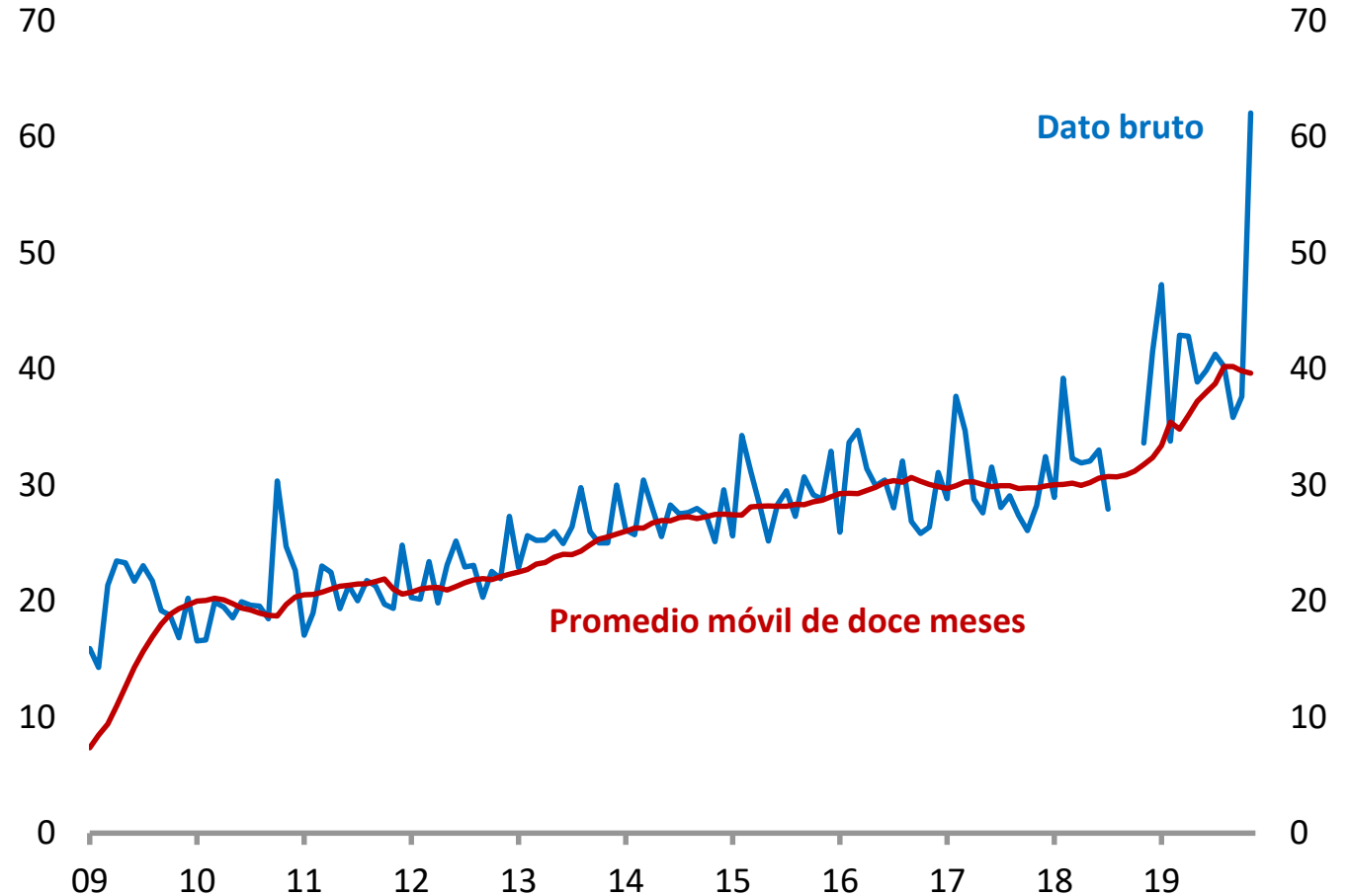


(*) Se indica porcentaje de respuestas. Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

..y algunas variables del mercado laboral ya dan cuenta de un deterioro.

Término de contratos de trabajo por necesidades de la empresa (*)

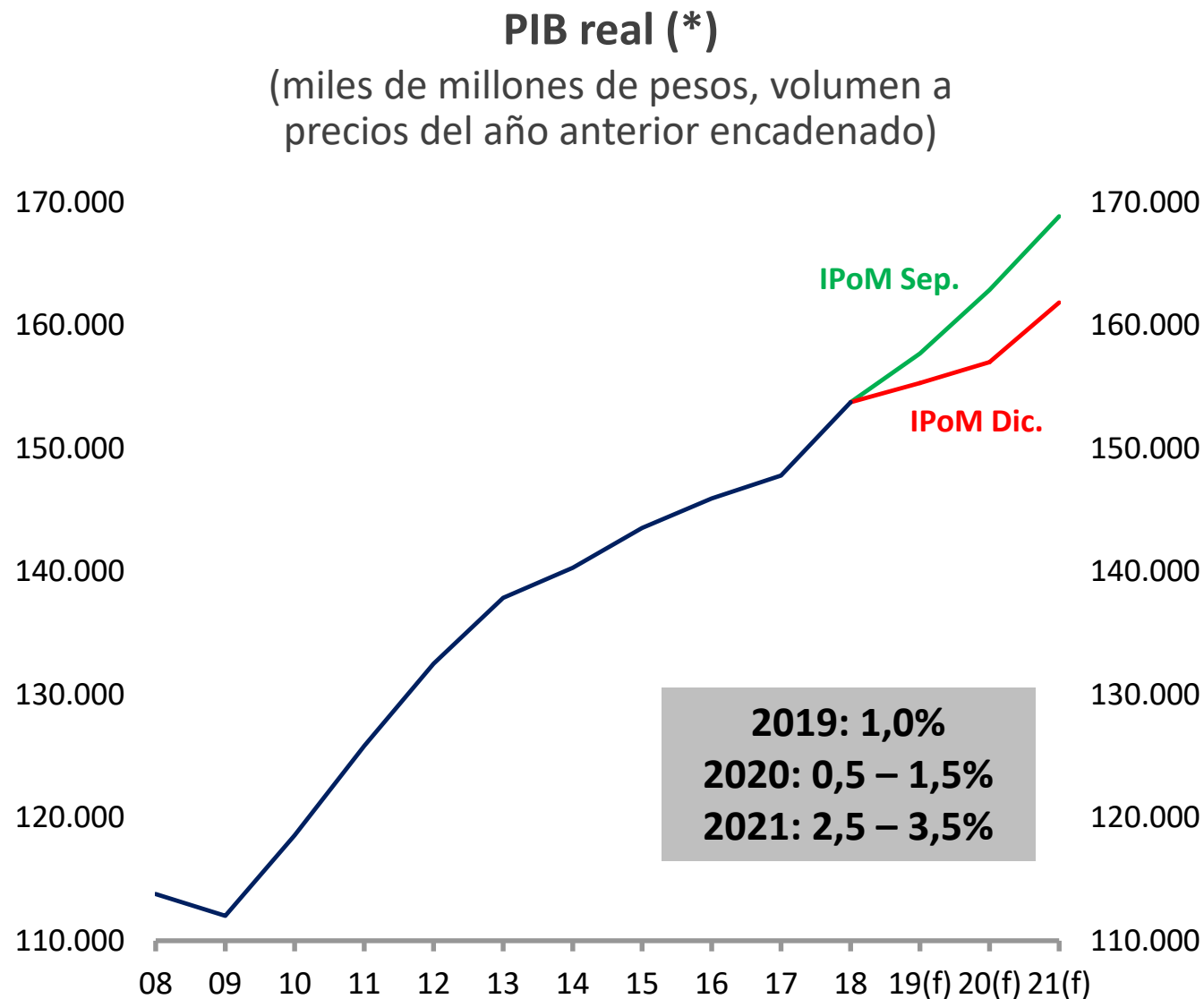
(miles de contratos de trabajo)



(*) No incluye directivos.

Fuente: Dirección del Trabajo.

En este escenario, el crecimiento se corrige fuertemente. El nivel de PIB a fines de 2021 será alrededor de 4,5% menor a lo previsto en el IPoM de septiembre....

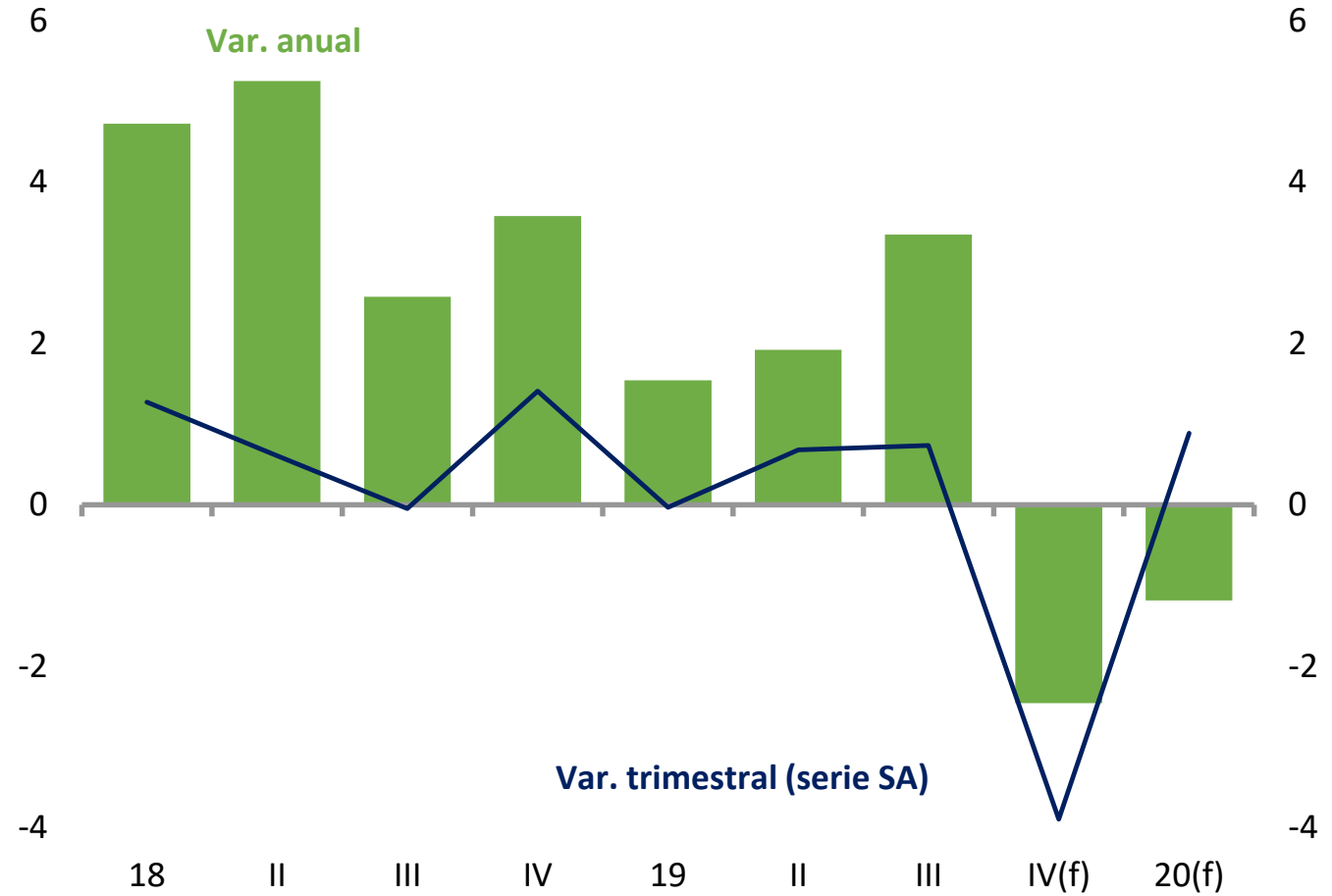


(f) Proyección. (*) Acumulado en el año.

Fuente: Banco Central de Chile.

*..pero no
proyectamos una
recesión técnica...*

Variación anual y velocidad de expansión del PIB (porcentaje)

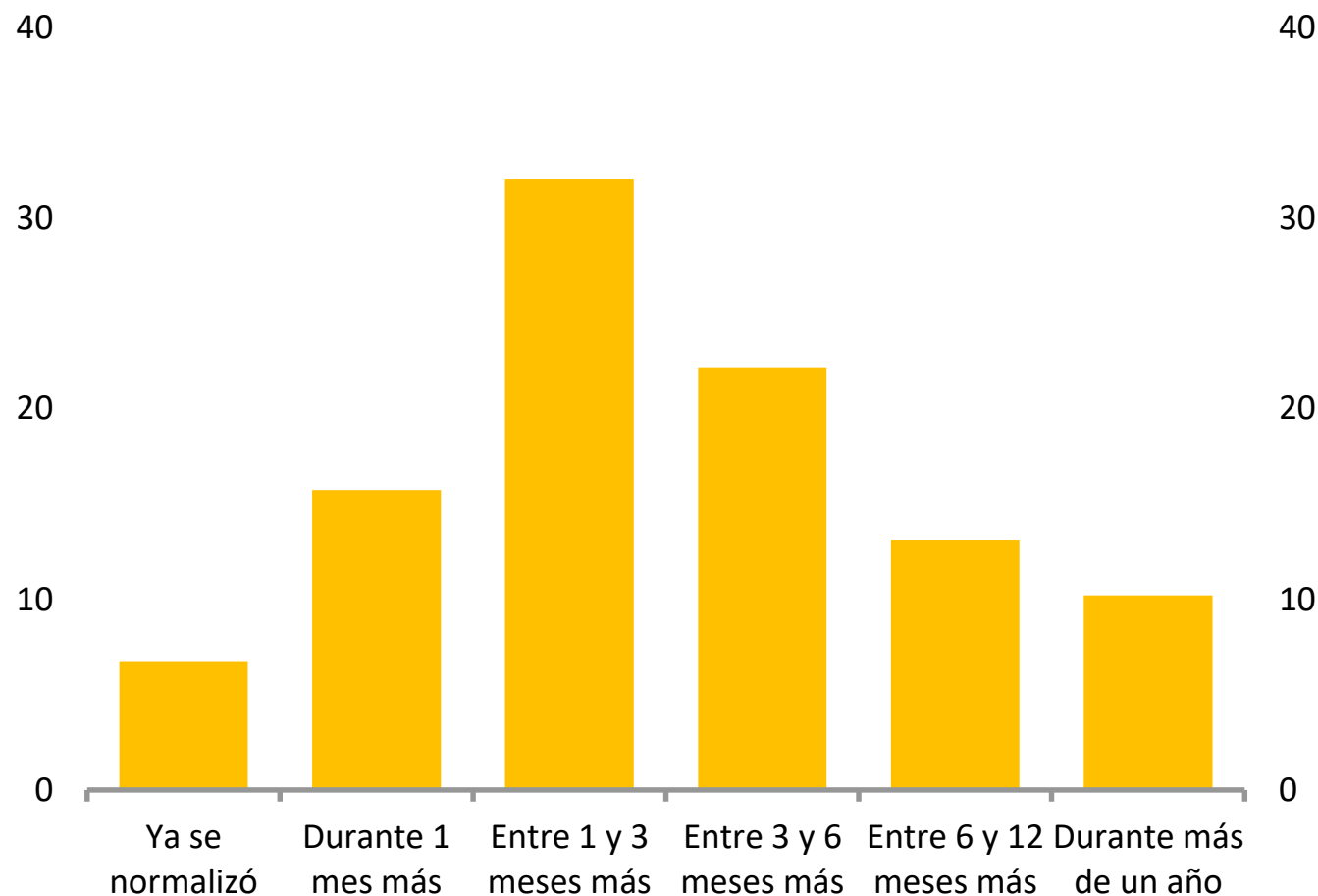


Fuente: Banco Central de Chile.

..no obstante, las expectativas apuntan a que los efectos de la crisis se dejarán sentir por varios meses más.

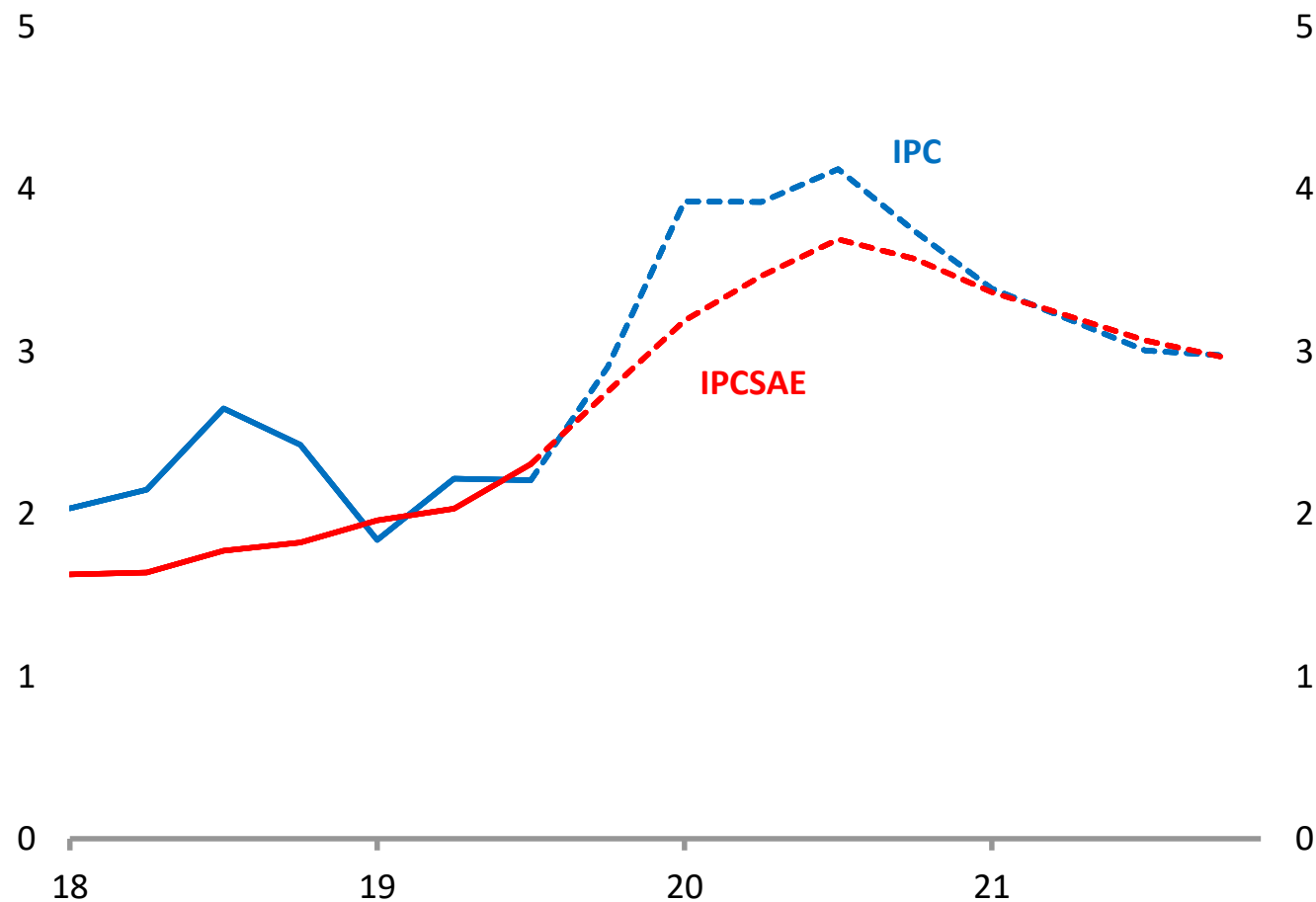
¿Cuánto tiempo espera que se extiendan los efectos que estas situaciones han tenido sobre su empresa?

(porcentaje)



Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

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

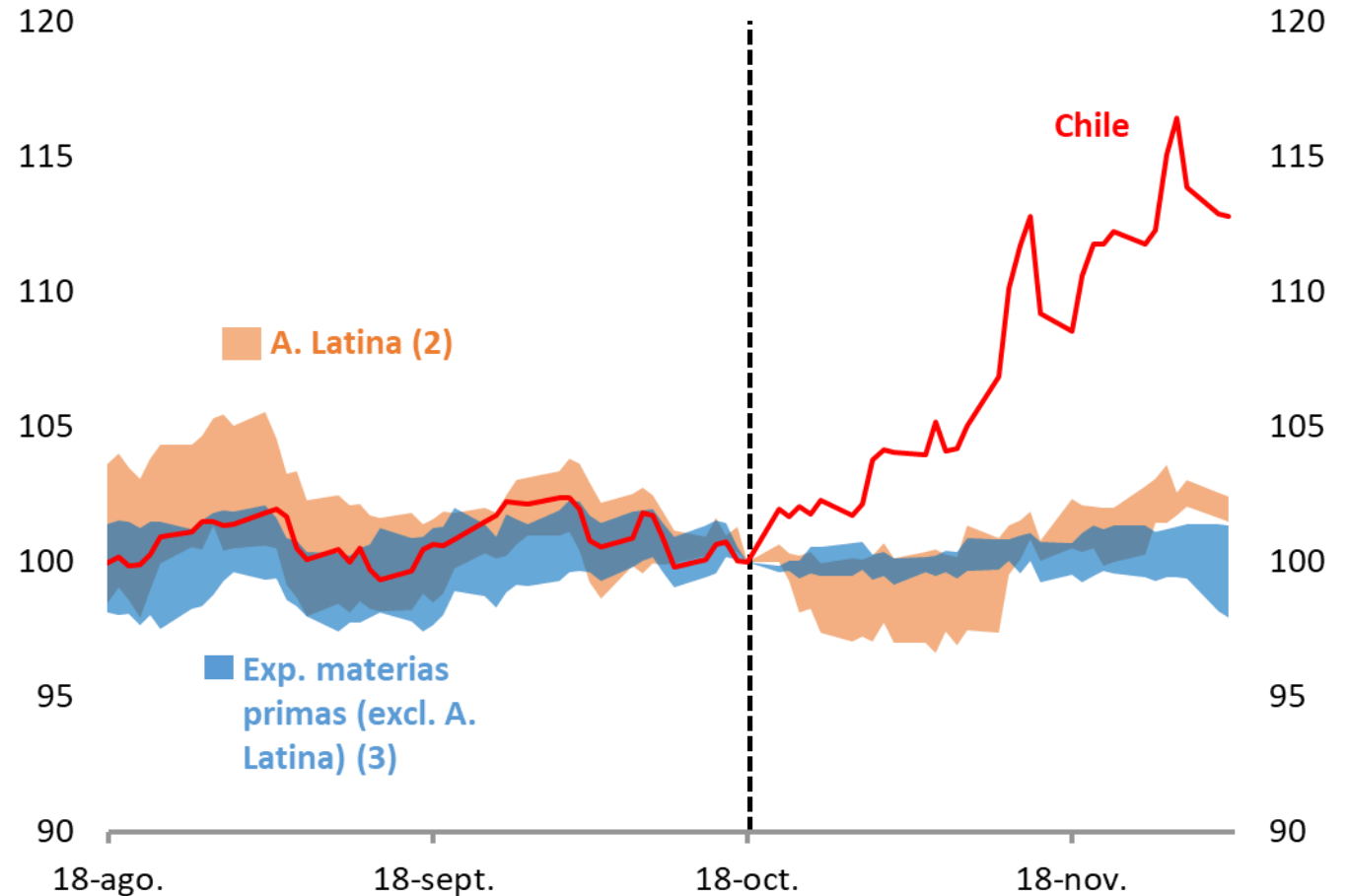


(1) Líneas segmentadas corresponden a la proyección contenida en el IPoM de diciembre del 2019. (2) Para el 2018, se grafica la variación anual que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Al mismo tiempo, prevemos que la inflación total aumentará a cerca de 4% durante 2020. La subyacente lo hará puntualmente y en menor magnitud.

Tipo de cambio nominal (1)

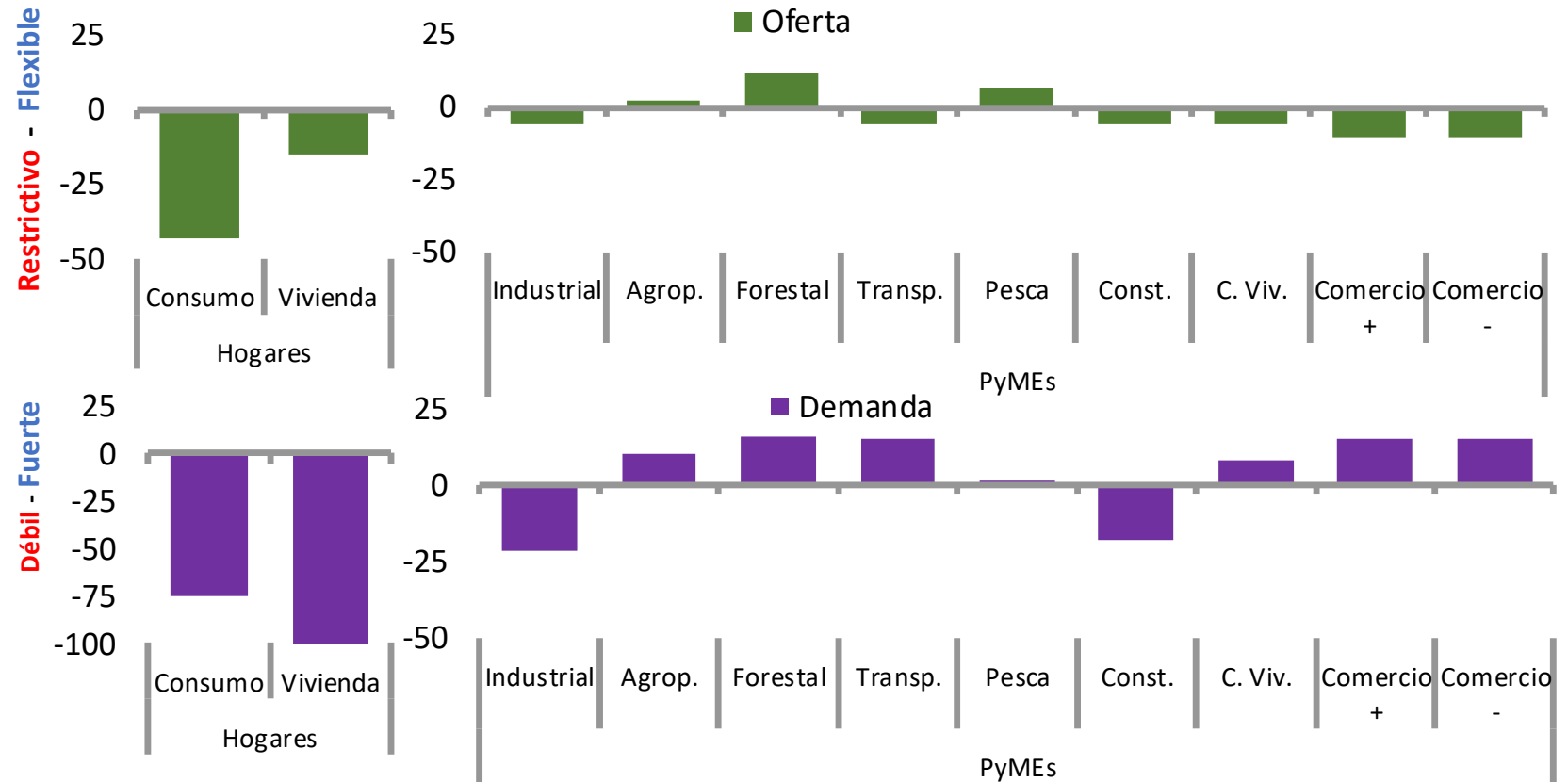
(índice 18/10/19=100)



(1) Se utiliza el tipo de cambio nominal al cierre de cada día. Cada franja muestra el rango de las series normalizadas para un grupo de países. (2) A. Latina incluye a Brasil, Colombia México y Perú. (3) Exportadores de materias primas (excl. A. Latina) considera a Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Si bien el peor desempeño de la actividad reduce las presiones inflacionarias, la depreciación idiosincrática del peso opera en dirección opuesta.

Percepciones del mercado del crédito para los próximos tres meses (balance de respuestas)



Fuente: Consulta Especial Encuesta de Crédito Bancario, Banco Central de Chile.

A su vez, la mayor incertidumbre también ha provocado un incipiente estrechamiento de las condiciones financieras.

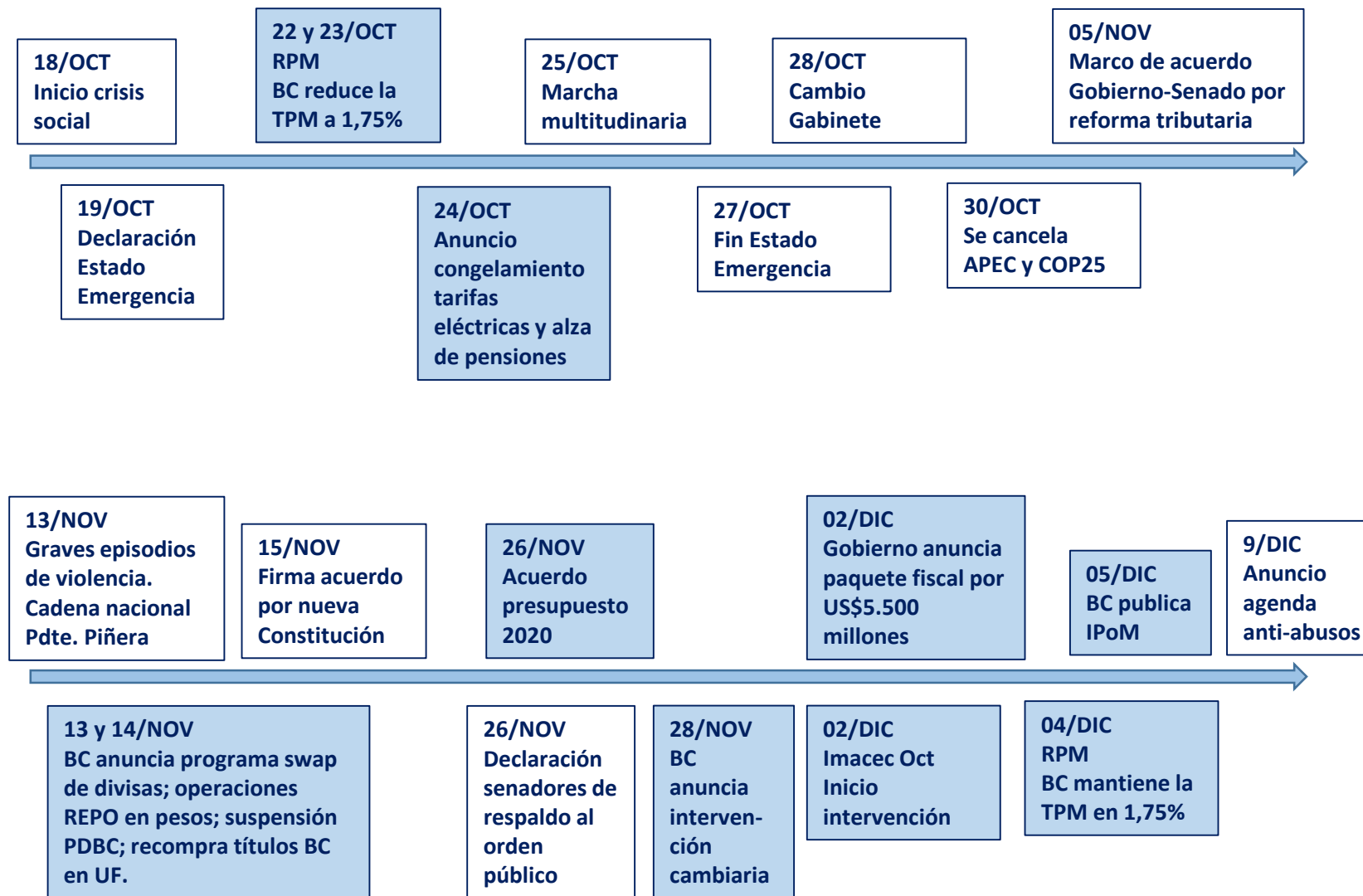
2

¿Cómo contribuir a mitigar los efectos de la crisis?

Desde la política económica

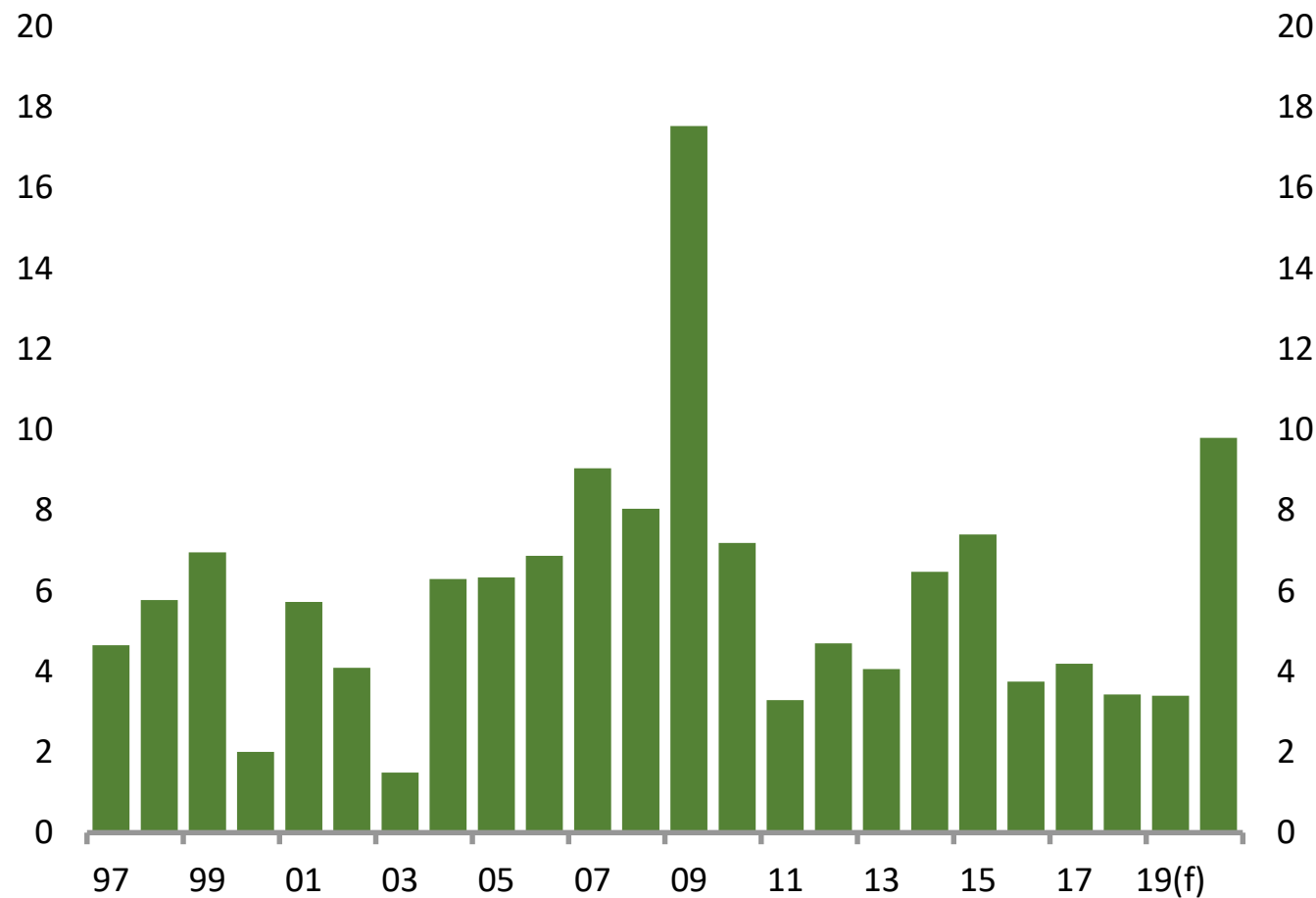
El Gobierno y el Banco Central han tomado diversas medidas desde el inicio de la crisis social.

Combinadas entre ellas, se trata de una respuesta comparable a la de la crisis de 2009



Se aprobó el Presupuesto 2020, que, junto con un paquete fiscal extraordinario, darán un fuerte estímulo a la economía.

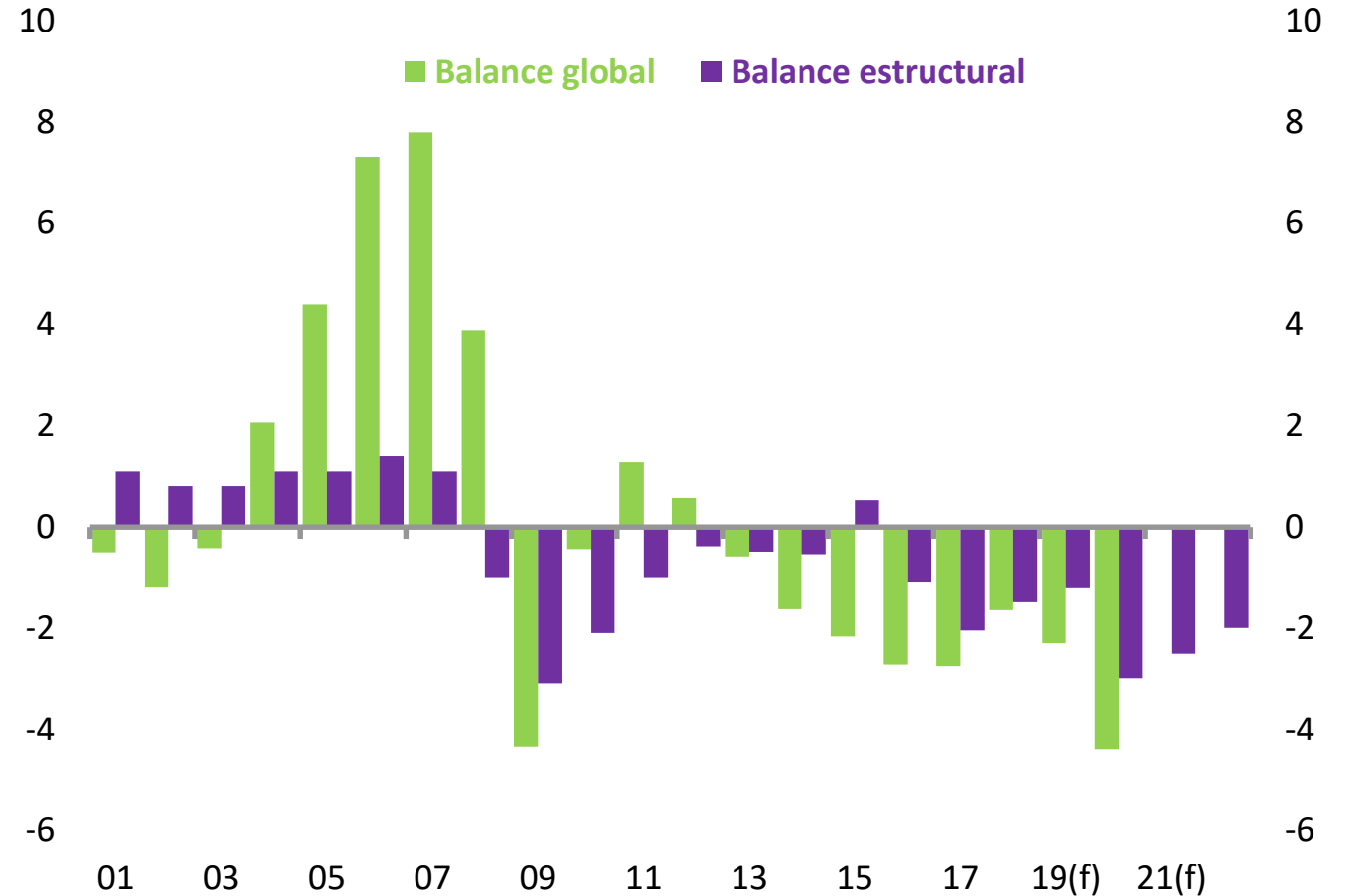
Gasto fiscal
(crecimiento real anual, porcentaje)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central en base a información del Ministerio de Hacienda.

Balance fiscal (porcentaje del PIB)



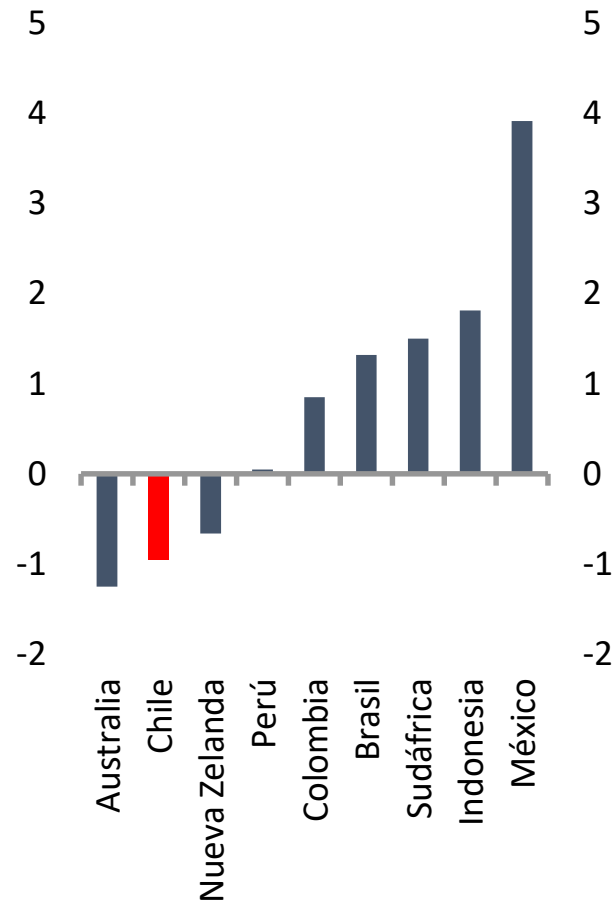
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central en base a información del Ministerio de Hacienda.

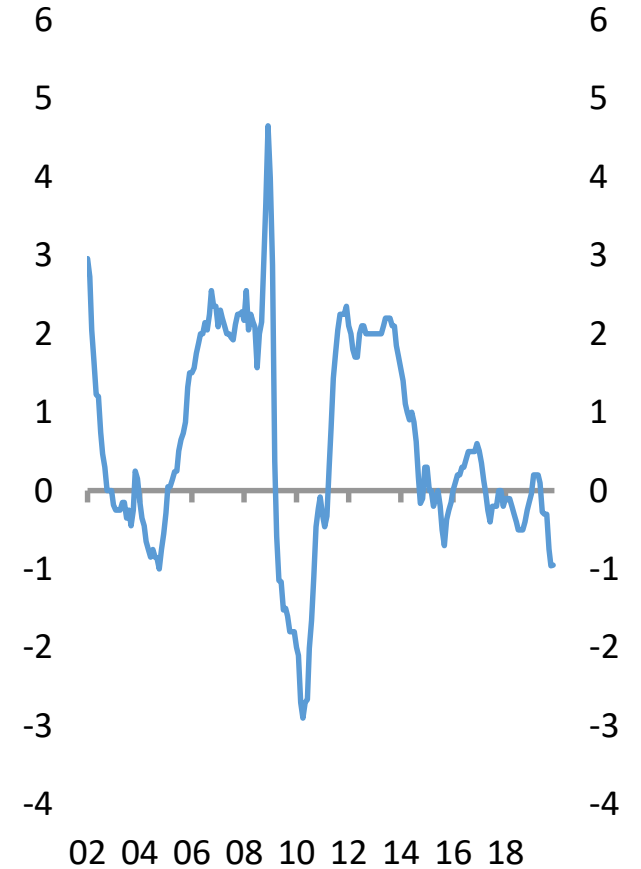
Si bien esto implica un mayor déficit fiscal, también se contempla una trayectoria de reducción hacia adelante.

La expansividad de la política monetaria también ayudará a que la economía se recupere.

TPM real: comparación (1)
(porcentaje)



TPM real en Chile (2)
(porcentaje)



(1) TPM actual menos la inflación esperada a un año. (2) Calculada como la TPM nominal menos las expectativas de inflación a un año plazo derivada de la Encuesta de Expectativas Económicas. Fuente: Bancos centrales de cada país.

El Consejo del BCCh señala estabilidad de la TPM durante los próximos meses...

...pero hay eventos que con un crecimiento dentro del rango proyectado, requieren de una trayectoria de TPM distinta a la prevista...

| |
|---|
| Un desempeño menor al esperado de la economía, aumentando la probabilidad de atravesar por una recesión el 2020. |
| Escenarios de una depreciación del peso más intensa que aumente las presiones inflacionarias. |
| Aumento de las presiones de costos laborales, que afecten negativamente el empleo, la inflación y la actividad. |
| Aunque menos probable, un escenario donde la incertidumbre disminuya y las confianzas se recuperen con más rapidez. |

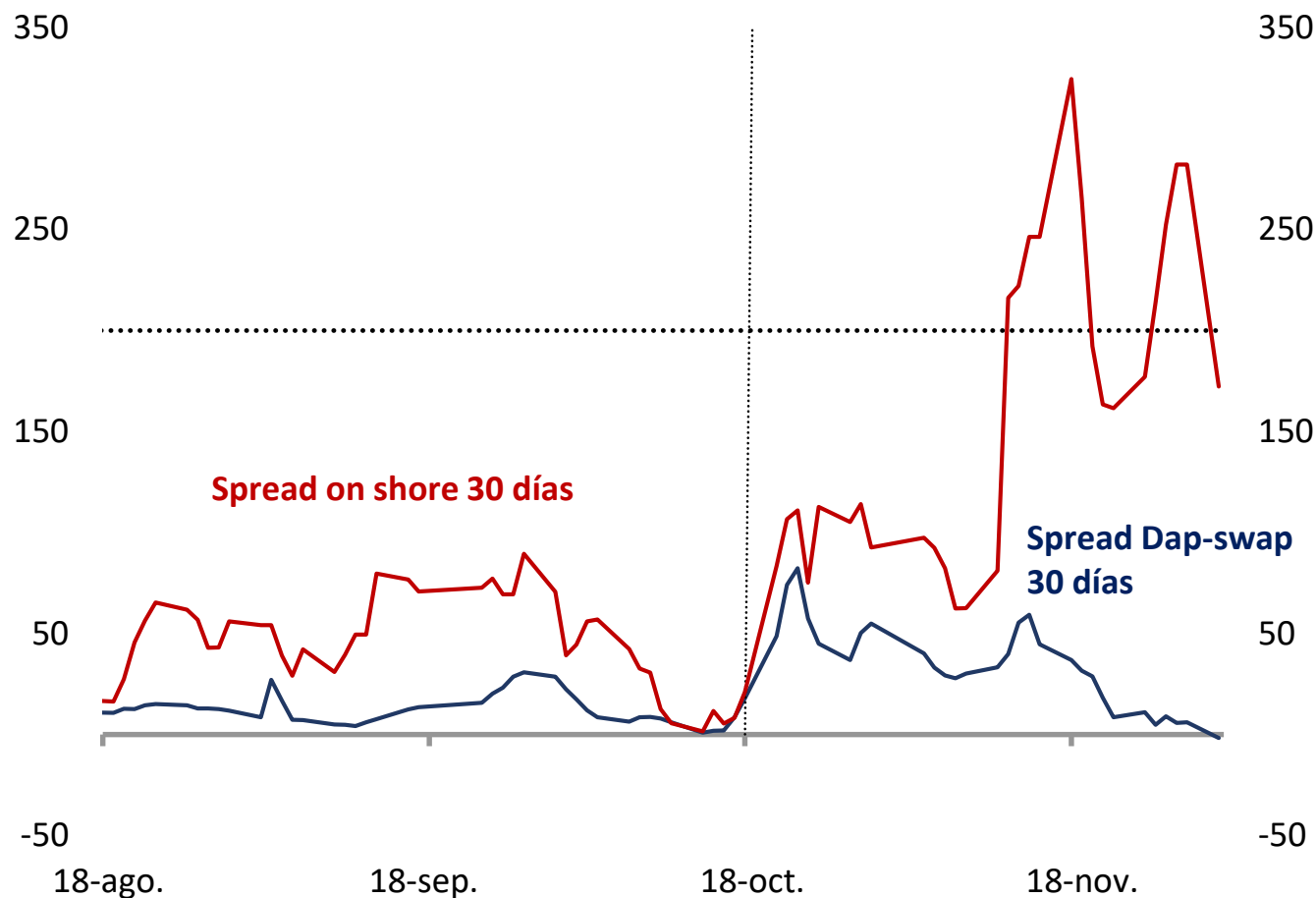
...y hay otros escenarios que están fuera de los rangos de proyección...

| Eventos más extremos | Efecto sobre la convergencia inflacionaria | Reacción de política monetaria |
|--|--|---|
| Deterioro más profundo de los fundamentos del gasto | (-) | Estímulo considerablemente mayor |
| Reducción del crecimiento tendencial | (-) | Estímulo mayor |
| Alza de costos laborales por cambios regulatorios, en medio de debilidad económica | (+) | Estímulo mayor, pero con efectos contracíclicos limitados |

Lo que indica que luego de algunos meses la TPM puede subir o bajar, dependiendo de las perspectivas para la inflación en el mediano plazo. La PM mantiene capacidad para responder a nuevos requerimientos

El BCCh también ha adoptado medidas para mitigar la excesiva volatilidad en los mercados financieros, derivada de los cambios en la composición de portafolios...

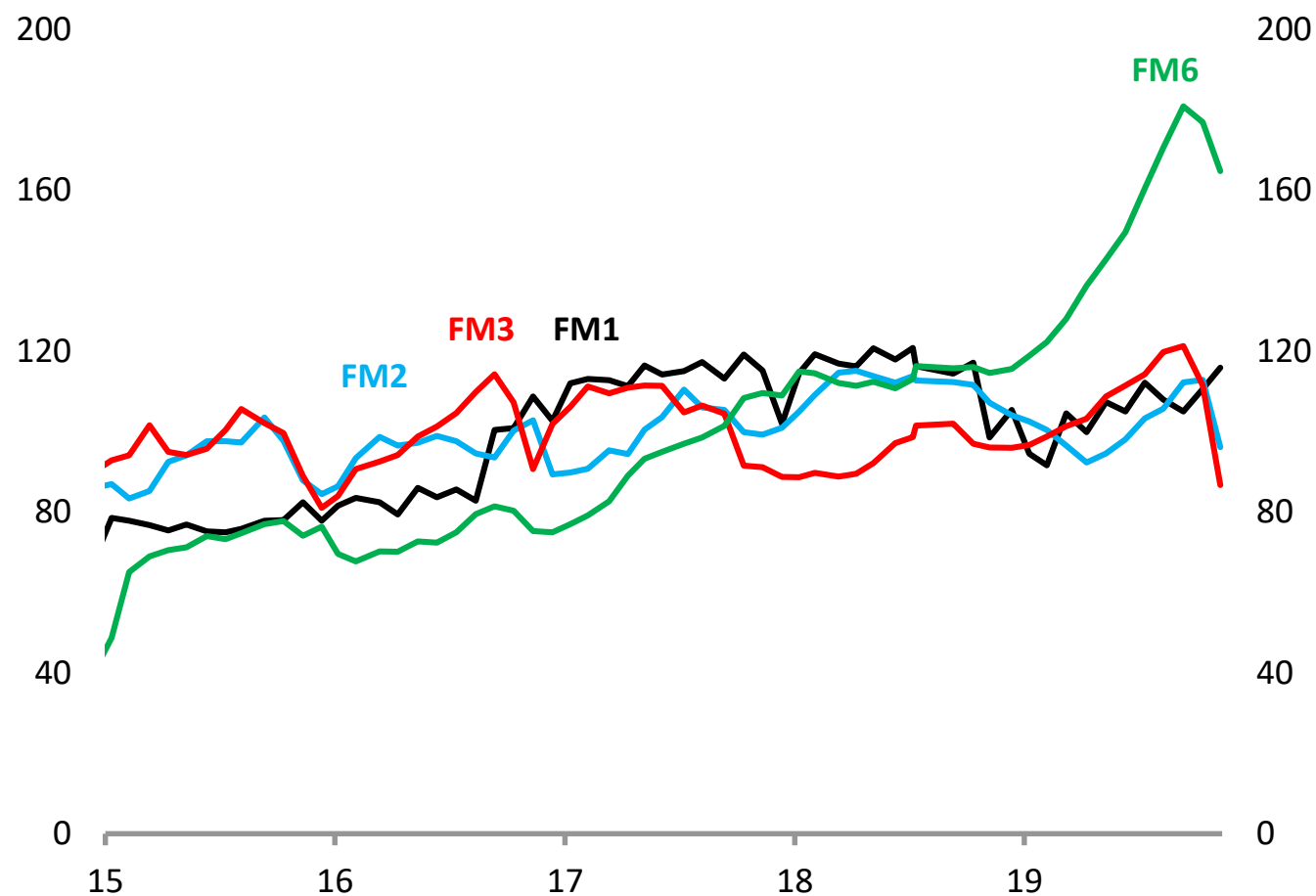
Spread on-shore y Spread Dap-swap (1)(2) (puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde al inicio de la crisis social. (2) Línea horizontal punteada corresponde a la tasa mínima de subasta *sawp*. Fuente: Banco Central de Chile.

*...Lo que se observa
en los fondos
mutuos....*

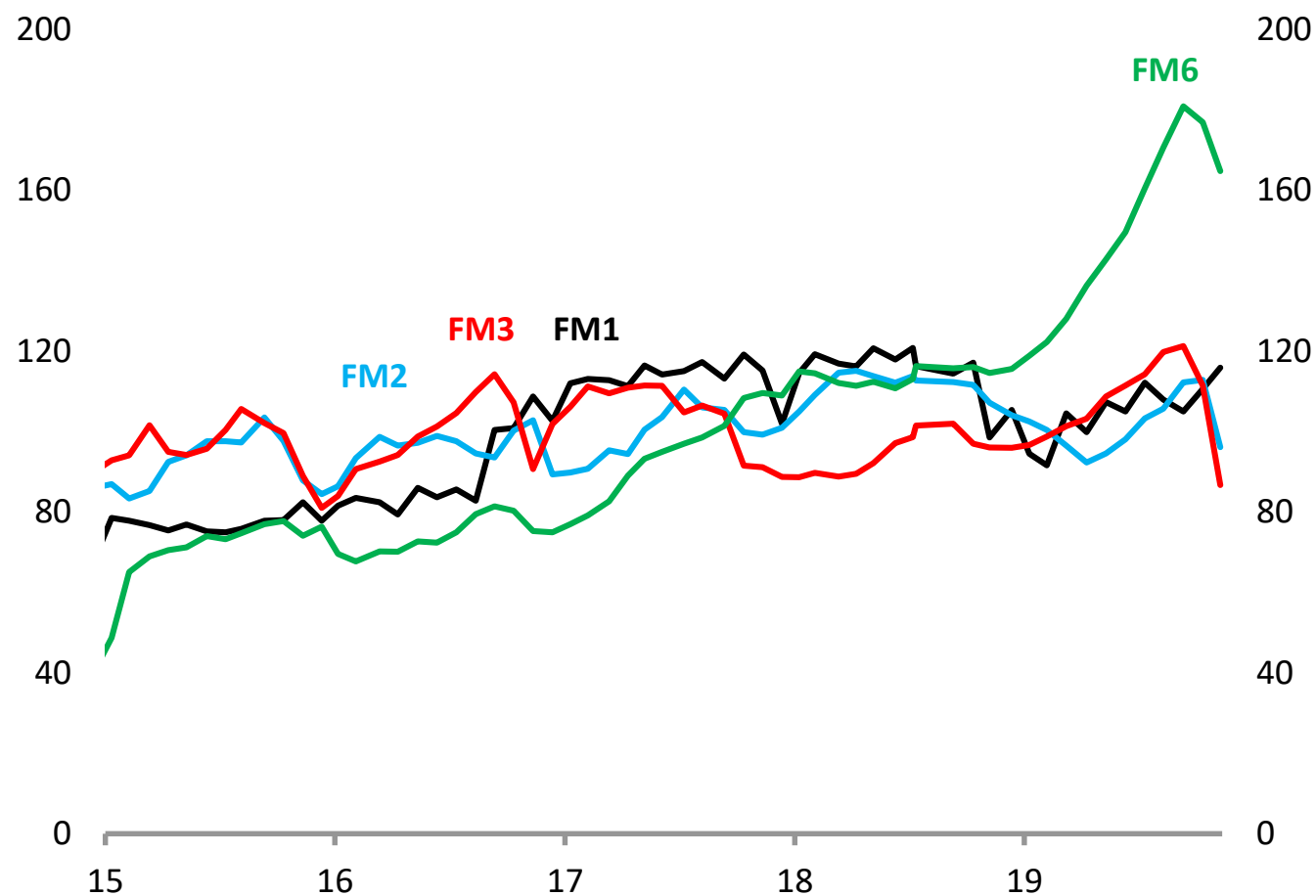
Valor de los fondos mutuos (índice, promedio ene2015-nov2019=100)



Fuente: Banco Central de Chile en base a CMF y AAFM.

*...Lo que se observa
en los fondos
mutuos....*

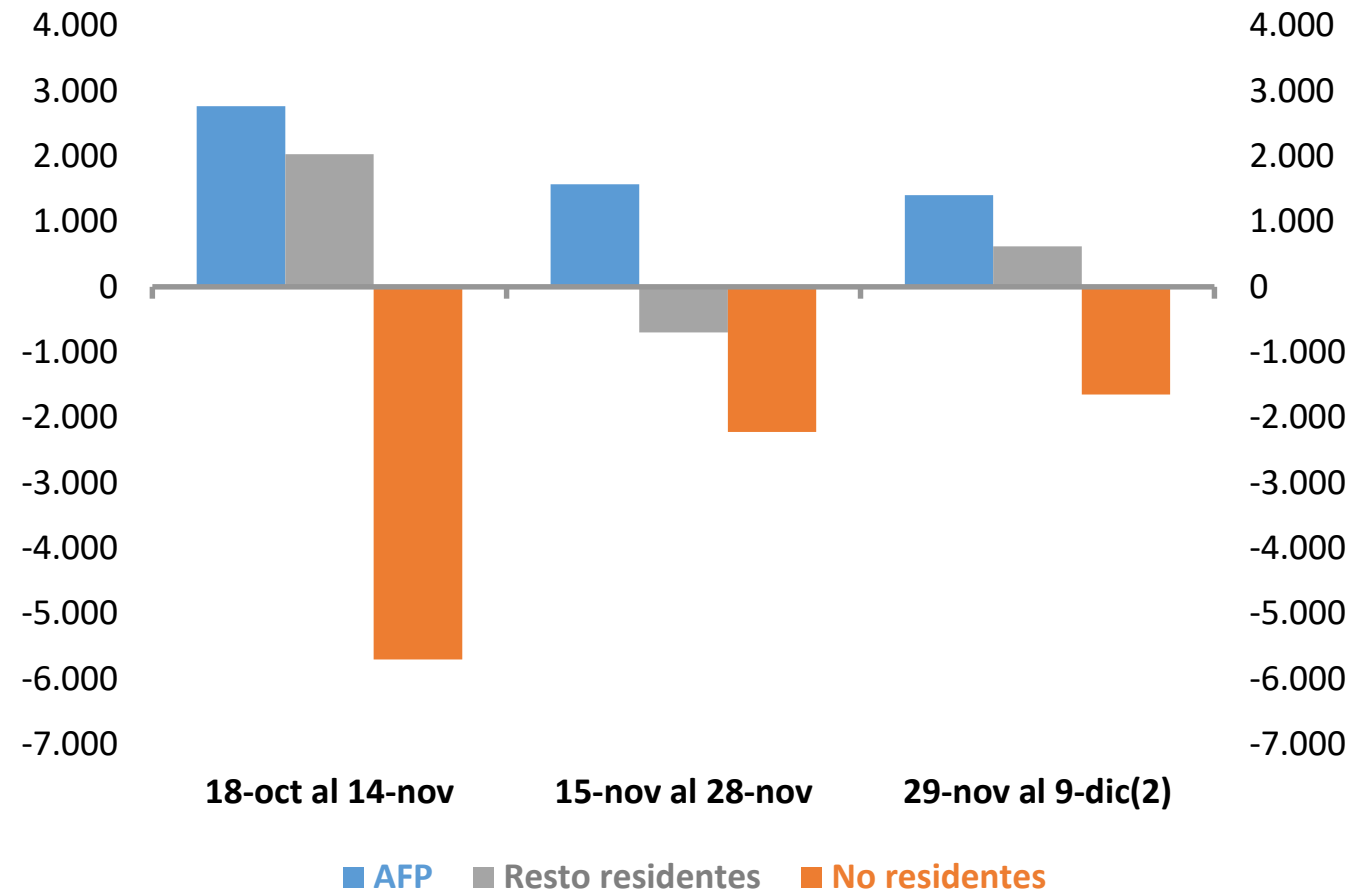
Valor de los fondos mutuos (índice, promedio ene2015-nov2019=100)



Fuente: Banco Central de Chile en base a CMF y AAFM.

... Y también en algunos componentes de flujos de capitales.

Flujos del mercado cambiario (1) (millones de dólares)

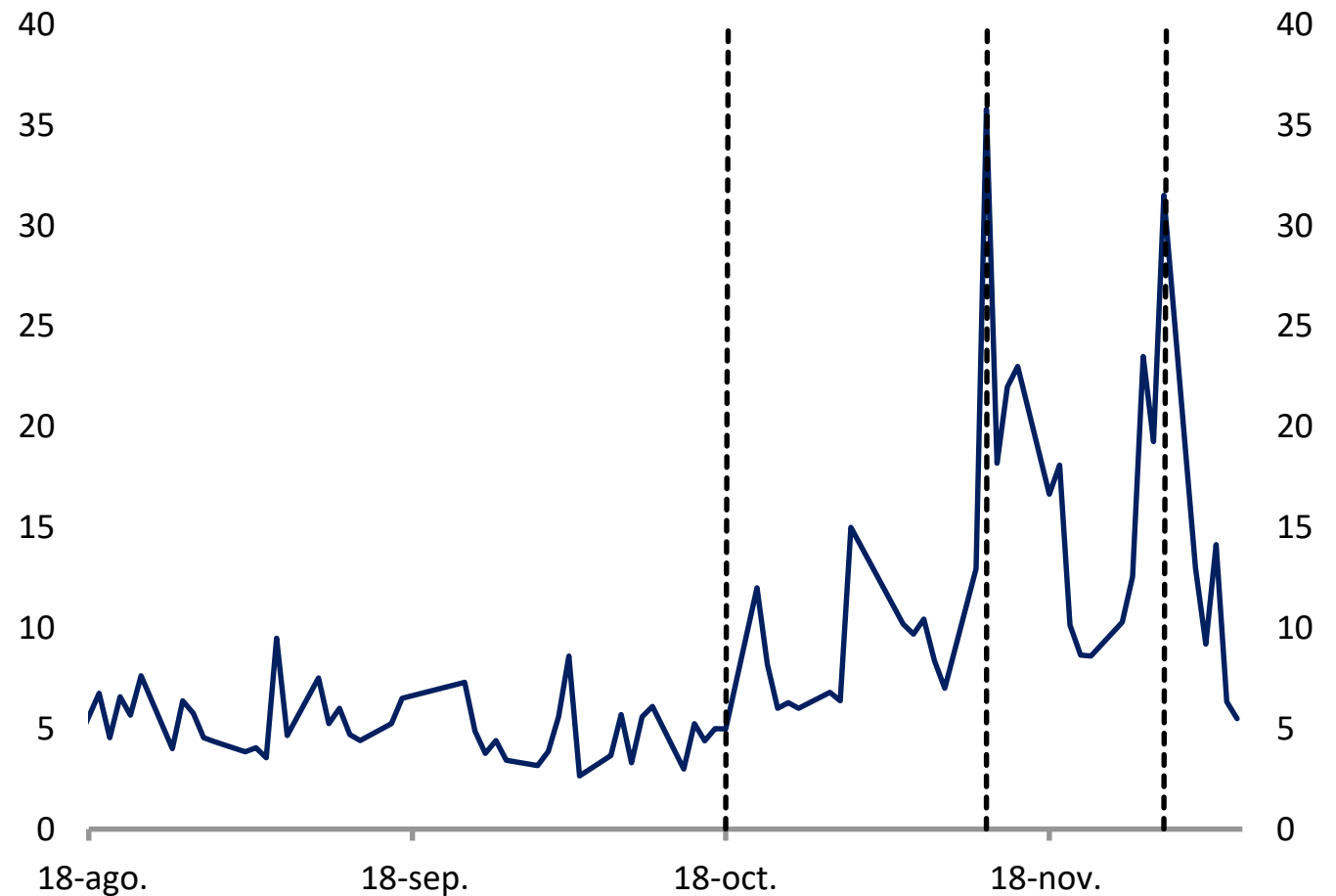


(1) Considera suma de flujos en mercado *spot* y NDF. Un flujo positivo (negativo) indica compra (venta) de dólares. (2) Considera programa de intervención del Banco Central a partir del 2 de diciembre. Fuente: Banco Central de Chile.

La excesiva volatilidad también llevó a que el BCCh interviniera el mercado cambiario.

La volatilidad de la paridad peso/dólar se ha reducido al nivel pre-crisis en menos de dos semanas de intervención

Volatilidad intradía del tipo de cambio nominal (1) (2) (pesos chilenos)

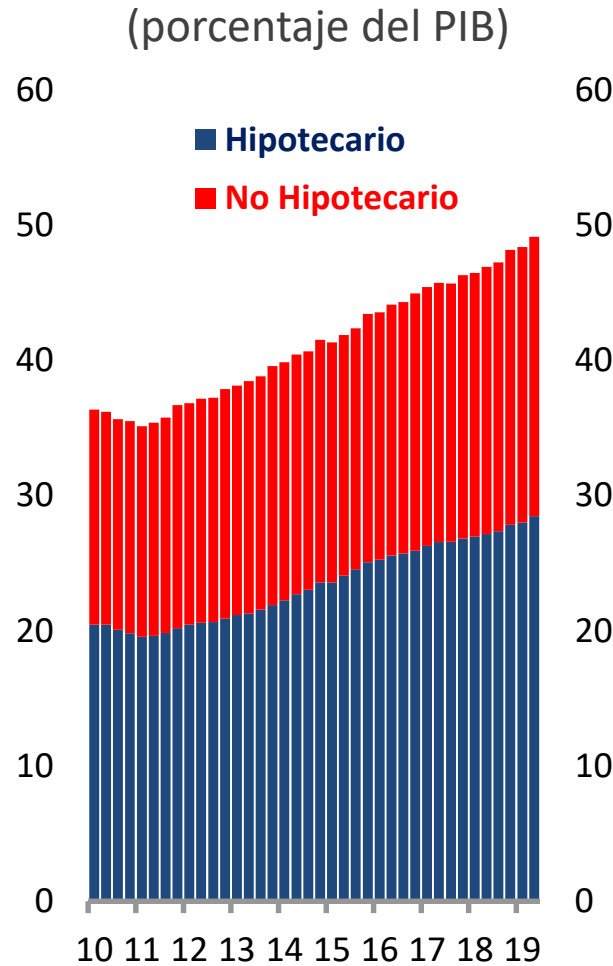


(1) Calculada como la diferencia entre precio diario máximo y mínimo. (2) Líneas verticales segmentadas de izquierda a derecha corresponden a: inicio de crisis social (18/10), anuncios de liquidez del Banco Central (13/11) e inicio de intervención cambiaria (2/12). Fuente: Bloomberg.

También hay desafíos para las políticas públicas en el sector financiero.

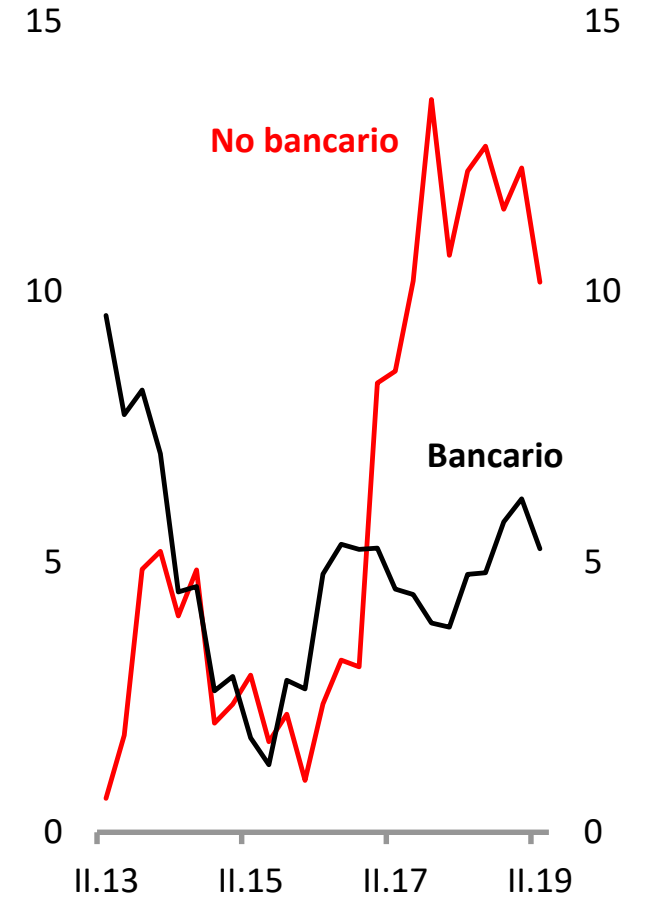
El endeudamiento de los hogares ha crecido principalmente por el crédito hipotecario y de consumo no bancario.

Endeudamiento de los hogares (*)



(*) Componente no hipotecario incluye deuda en casas comerciales, cajas de compensación y asignación familiar, cooperativas de ahorro y crédito, deuda universitaria (CAE en bancos y Fisco, con recursos propios de bancos y CORFO), compañías de leasing y seguro, y gobierno central (FONASA y otros). A partir del segundo semestre del 2015 los datos de Cencosud son estimados usando los estados financieros de Scotiabank.

Contribución al crecimiento de colocaciones por tipo de oferentes (variación real anual, porcentaje)



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

En los agregados este crecimiento no escapa de la trayectoria prevista para un país del nivel de desarrollo de Chile. Pero la carga financiera muestra datos más preocupantes en algunos segmentos socioeconómicos, con mayor incidencia de créditos de consumo

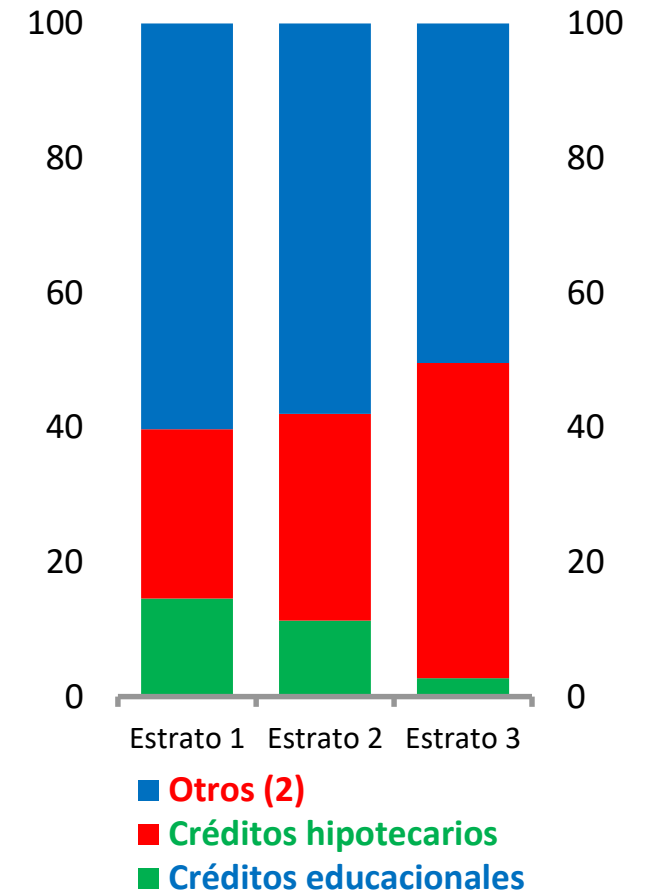
Razón carga financiera sobre ingreso mensual (RCI) (1)

(porcentaje de hogares con deuda en cada categoría)


| Estrato | RCI mediano | |
|--------------|-------------|-----------------|
| | 2014 | 2017 |
| 1 | 23,3 | 27,4 |
| 2 | 18,6 | 22,8 |
| 3 | 17,4 | 23,0 (*) |
| Total | 20,1 | 24,7 (*) |

Descomposición del crecimiento de la carga financiera en torno al RCI mediano (1)

(porcentaje del total del crecimiento en cada categoría)



(1) Estrato 1: deciles 1 a 5 de ingreso (hasta \$869.9286 mensual), Estrato 2: deciles 6 a 8 de ingreso (desde \$869.287 hasta \$1.922.996 mensual), Estrato 3: deciles 9 y 10 de ingreso (desde \$1.922.997 mensual), Total: Población nacional urbana. El asterisco indica la significancia estadística del cambio entre 2014 y 2017 al 5%. (2) Incluye créditos de tarjetas y líneas bancarias, créditos de casas comerciales, créditos bancarios; y créditos de CCAF, de cooperativas, automotriz y otros no hipotecarios. Fuente: Banco Central de Chile.



Lo cual se vincula con algunos desafíos de política, que el Banco Central ha mencionado en IEF pasados

- Necesidad de sistema de información de deuda consolidada: carga financiera y morosidad es mayor cuando se combinan oferentes que no comparten información
- Ampliar la competencia y cobertura de sistemas de pago minoristas: urgencia de modelo de cuatro partes para facilitar medios de pago seguros y con amplia cobertura del comercio
- Evitar comportamiento cíclico del crédito: avanzar en la implementación de los estándares de capitalización bancaria de Basilea III en la nueva Ley General de Bancos

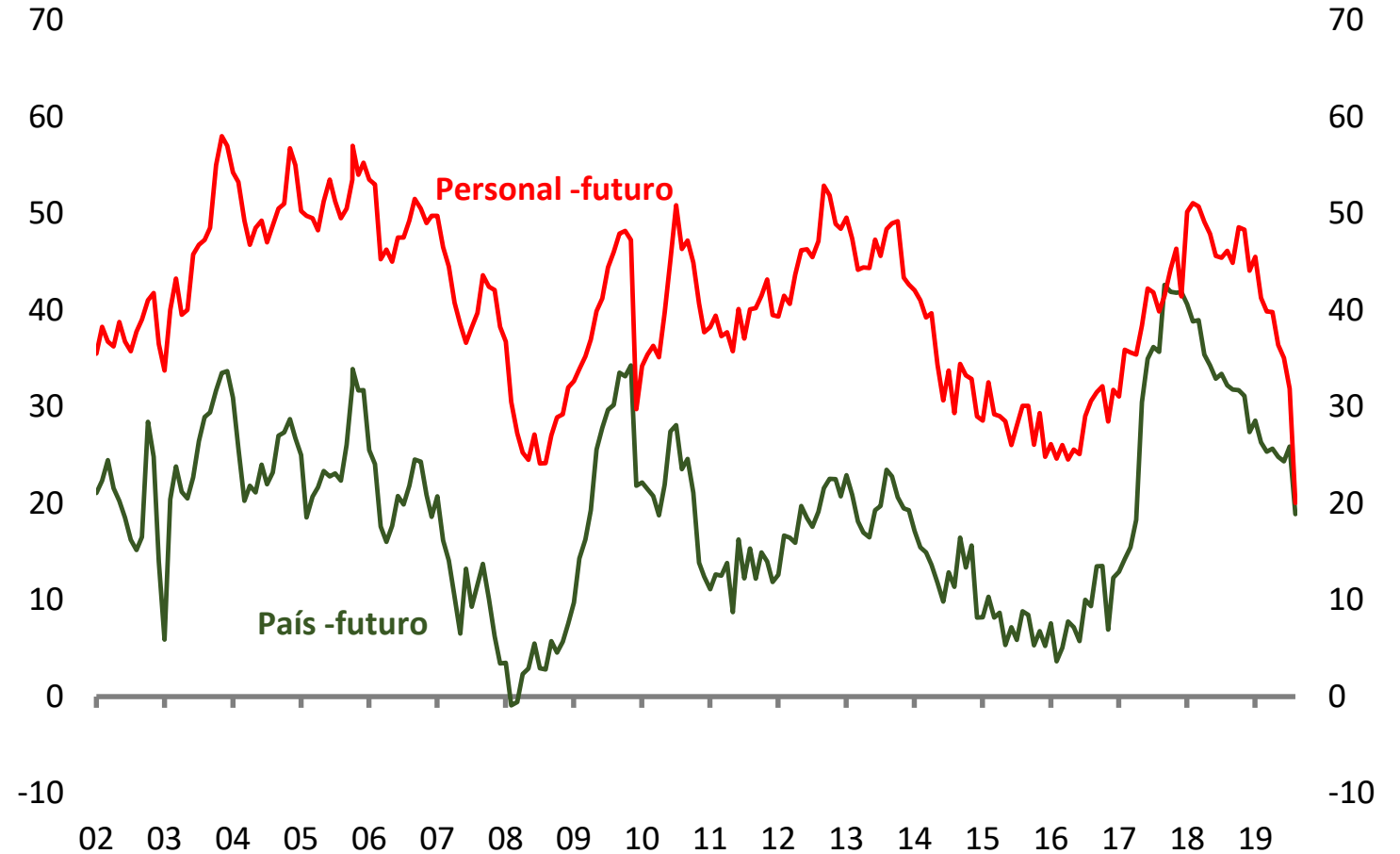
2

¿Cómo contribuir a mitigar los efectos de la crisis?

Desafíos para las empresas

IPEC: Brecha expectativas situación económica personal versus país (*)

(índice)

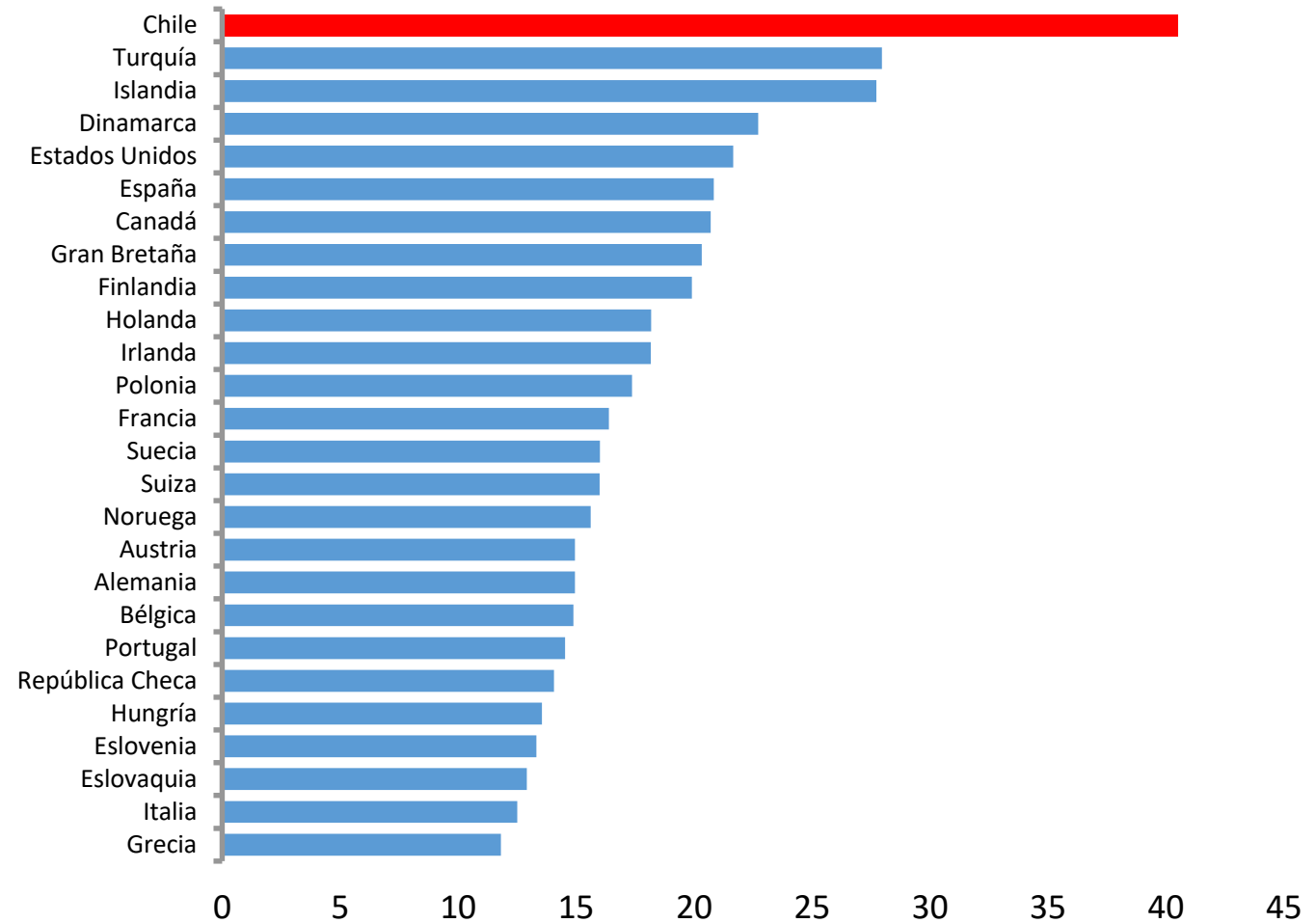


(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark.

Superar la crisis dependerá de la capacidad para responder a las preocupaciones de la población.

Porcentaje de trabajadores que cambian de empleo cada año (*)



(*) Para Chile considera el promedio 2005-2016, mientras que para el resto de los países representa el promedio 2000-2007.

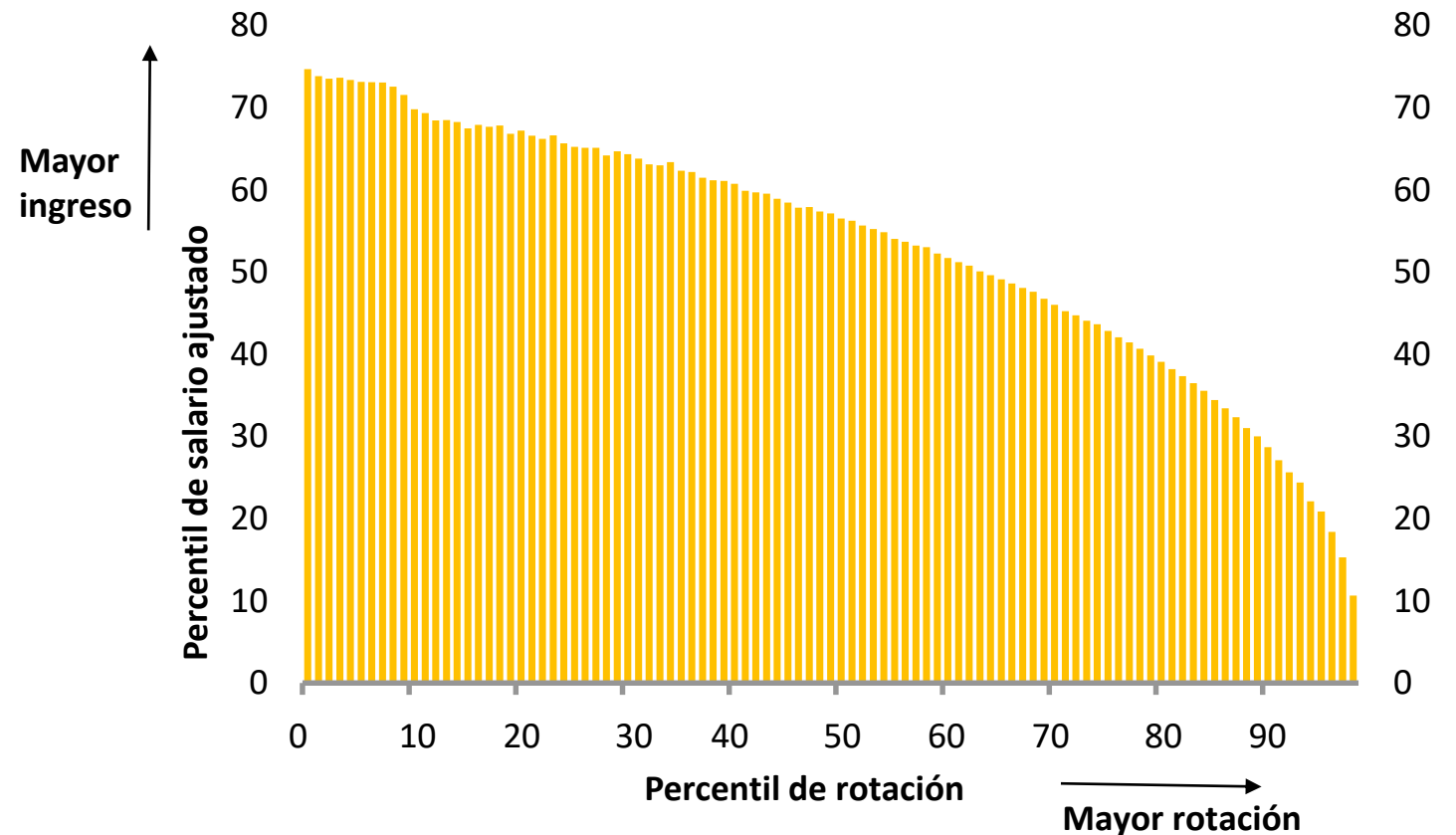
Fuentes: Actualización de Albagli, Chovar, Luttini, Madeira, Naudon y Tapia (2017) en base a Bassanini y Garneró (2013) y Servicio de Impuestos Internos.

En el mercado del trabajo hay temas importantes que enfrentar, como la alta rotación laboral...

...donde la mayor rotación tiende a estar asociada a baja productividad y menores ingresos.

Estudios cualitativos identifican una mala experiencia laboral de muchos trabajadores

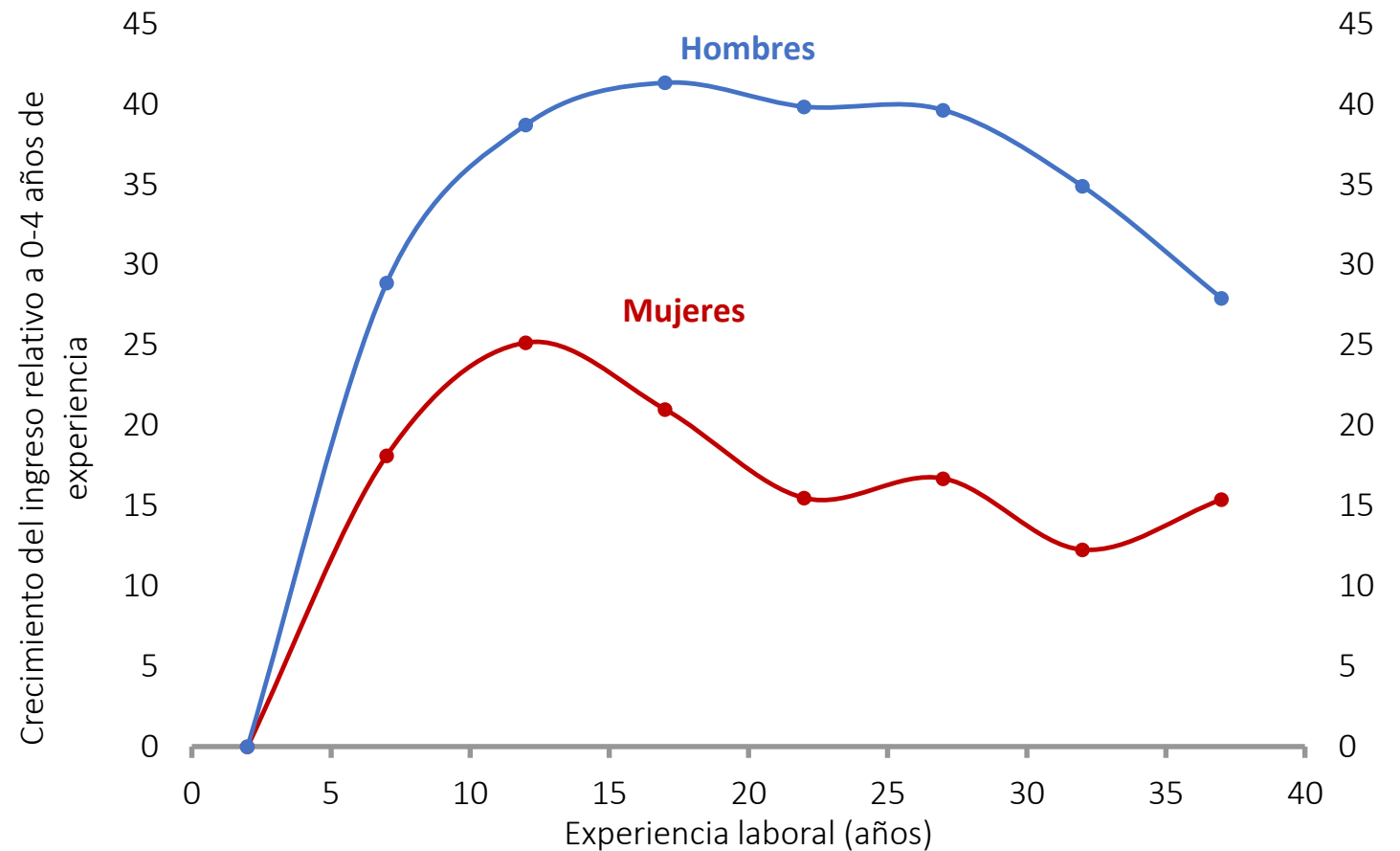
Percentil promedio en ingresos en la vida laboral (1) según percentil de rotación (2) (porcentaje, promedio 2005-2016)



(1) Corresponde a la distribución de salario real ajustado para toda la vida laboral del trabajador, donde el percentil 1 corresponde a los trabajadores de menor salario y percentil 99 a los de mayor salario real ajustado.
(2) Corresponde a la distribución para toda la vida laboral del trabajador del total de rotaciones en el año, donde el percentil 1 representa a los trabajadores de menor rotación y el percentil 99 a los de mayor rotación. Fuente: Albagli, Canales, Tapia y Wlasiuk (2018) en base a datos SII y Registro Civil.

Perfil de crecimiento del ingreso según años de experiencia laboral y sexo (*)

(porcentaje de variación, promedio 1990-2017)



(*) Promedio entre 1990 y 2017 de la diferencia entre la tasa de crecimiento de los ingresos para cada tramo de 5 años de experiencia laboral y el crecimiento del ingreso de individuos con experiencia de 0 a 4 años. La experiencia laboral se calcula como el mínimo entre el número de años desde que el trabajador cumplió 18 años o desde que completó su educación. El ingreso se calcula como el ratio entre el ingreso mensualizado de la ocupación principal en pesos de 2017 y las horas trabajadas en el mes en esta ocupación principal. Solo se consideran trabajadores hombres y mujeres contratados en el sector asalariado privado en jornada completa. Para más detalles sobre la metodología ver Lagakos et al. (2018). Fuente: Aldunate (2018) en base a datos de Ministerio de Desarrollo Social (CASEN).

Aunque la participación laboral de las mujeres ha aumentado, las brechas salariales no se han reducido, ni tampoco se valora de la misma forma su experiencia que para los hombres

En relación a las PYME es importante considerar su integración en las cadenas de valor.

Tres cuartas partes de las PYME son proveedoras de otras empresas. En términos de empleo, la relación es de 1 a 6

Distribución del empleo y firmas por tamaño y orientación, 2016 (*) (cantidad)

| | Número de firmas | Empleo |
|-----------------------|------------------|------------------|
| 1) Tamaño | | |
| a) PyMEs | 432.020 | 2.579.082 |
| b) Grandes | 2.779 | 2.420.736 |
| Total | 434.799 | 4.999.817 |
| 2) Orientación | | |
| PyMEs | | |
| a) Proveedoras | 304.836 | 2.229.155 |
| b) Resto | 127.184 | 349.927 |
| Total | 432.020 | 2.579.082 |
| Grandes | | |
| a) Proveedoras | 2.538 | 2.318.847 |
| b) Resto | 241 | 101.888 |
| Total | 2.779 | 2.420.736 |


(*) La categoría de proveedoras incluye los intermediarios comerciales de bienes y servicios. Fuente: Banco Central de Chile.

**Distribución del empleo y firmas de proveedores PyME
por tamaño del demandante, 2016**
(cantidad)

| Tamaño | Demandante | Número de firmas | Empleo |
|--------------|-----------------|------------------|------------------|
| PyMEs | PyMEs | 105.187 | 345.426 |
| | Grandes | 25.818 | 125.942 |
| | PyMEs y Grandes | 173.831 | 1.757.786 |
| Total | | 304.836 | 2.229.155 |
| Grandes | PyMEs | 146 | 87.572 |
| | Grandes | 121 | 146.352 |
| | PyMEs y Grandes | 2.271 | 2.084.923 |
| Total | | 2.538 | 2.318.847 |


Fuente: Banco Central de Chile.

Donde una parte importante de las PYME son proveedoras y contratistas de grandes empresas.



¿Cómo se pueden mitigar los efectos de la crisis?

- Desde la política macroeconómica:
 - La expansividad que mantiene la política monetaria y el mayor impulso fiscal anunciado, contribuirán a la recuperación de la economía.
 - Al mismo tiempo, la provisión de liquidez a los mercados, la reducción de la volatilidad cambiaria a través de la intervención, la estabilidad de la TPM y el programa financiero de mediano plazo informado por el Ministerio de Hacienda contribuirán a reducir la incertidumbre.
 - Hacia adelante, será importante extender los análisis de riesgo y ejercicios de tensión a fuentes internas más allá del ciclo económico tradicional y acelerar mejoras en el funcionamiento del crédito
- Desde las políticas públicas:
 - Reducir la incertidumbre en materia de seguridad así como la efectividad, consistencia y sostenibilidad de las respuestas a las demandas ciudadanas.
 - Reconocer desequilibrios en la economía y la sociedad que pueden llegar a comprometer la sostenibilidad del desarrollo
 - Actuar con sentido de urgencia para prevenir y mitigar estos desequilibrios.



¿Cómo se pueden mitigar los efectos de la crisis?

- Desde la política macroeconómica:
 - La expansividad que mantiene la política monetaria y el mayor impulso fiscal anunciado, contribuirán a la recuperación de la economía.
 - Al mismo tiempo, la provisión de liquidez a los mercados, la reducción de la volatilidad cambiaria a través de la intervención, la estabilidad de la TPM y el programa financiero de mediano plazo informado por el Ministerio de Hacienda contribuirán a reducir la incertidumbre.
 - Hacia adelante, será importante extender los análisis de riesgo y ejercicios de tensión a fuentes internas más allá del ciclo económico tradicional y acelerar mejoras en el funcionamiento del crédito
- Desde las políticas públicas:
 - Reducir la incertidumbre en materia de seguridad así como la efectividad, consistencia y sostenibilidad de las respuestas a las demandas ciudadanas.
 - Reconocer desequilibrios en la economía y la sociedad que pueden llegar a comprometer la sostenibilidad del desarrollo
 - Actuar con sentido de urgencia para prevenir y mitigar estos desequilibrios.

¿Cómo se puede mitigar los efectos de la crisis?

- Desde las empresas:
 - Aprovechar las oportunidades de diálogo y reflexión que se han dado en estas semanas, identificando intereses comunes en el largo plazo
 - Valorar la competencia, la innovación, el respeto a los derechos de los consumidores así como a normas e instituciones.
 - Identificar oportunidades de mejora en las condiciones y ambiente de trabajo que reduzcan la rotación y permitan la acumulación de capital humano y social.
 - Reconocer la relevancia de las cadenas de valor, fortaleciendo la relación entre grandes empresas, proveedores, contratistas y distribuidores.
- Desde todos los sectores:
 - Actuar con generosidad y compromiso. Tener una visión de conjunto y pensar no sólo en lo que se puede ganar en el margen, también en todo lo que se puede perder.

Mantener la preocupación por la inflación. No olvidar que crisis se gatilló con un aumento de precios sensible para la ciudadanía

¿Cómo se puede mitigar los efectos de la crisis?

- Desde las empresas:
 - Aprovechar las oportunidades de diálogo y reflexión que se han dado en estas semanas, identificando intereses comunes en el largo plazo
 - Valorar la competencia, la innovación, el respeto a los derechos de los consumidores así como a normas e instituciones.
 - Identificar oportunidades de mejora en las condiciones y ambiente de trabajo que reduzcan la rotación y permitan la acumulación de capital humano y social.
 - Reconocer la relevancia de las cadenas de valor, fortaleciendo la relación entre grandes empresas, proveedores, contratistas y distribuidores.
- Desde todos los sectores:
 - Actuar con generosidad y compromiso. Tener una visión de conjunto y pensar no sólo en lo que se puede ganar en el margen, también en todo lo que se puede perder.

Mantener la preocupación por la inflación. No olvidar que crisis se gatilló con un aumento de precios sensible para la ciudadanía

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2019



Mario Marcel C.
Presidente

Banco Central de Chile, 12 de diciembre de 2019