



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE
SENADO DE LA REPÚBLICA***

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
5 de diciembre de 2018

*El *Informe de Política Monetaria* de diciembre de 2018 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Juan Pablo Letelier. Senadores miembros de esta Comisión, senadoras y senadores.

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco Central de Chile sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria. Esta visión está contenida en detalle en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre del 2018, publicado esta mañana. Estos antecedentes aportan asimismo el trasfondo para la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria del día de ayer e incorporan información sobre el IMACEC de octubre, publicado esta mañana.

En la Reunión de Política Monetaria que sostuvimos ayer martes, el Consejo decidió por una unanimidad mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,75 por ciento. Al mismo tiempo reafirmamos que la evolución de las condiciones macroeconómicas hace posible y necesaria la gradual reducción del estímulo monetario.

Esta decisión es coherente con el análisis y escenario base de proyección que les presentaré ahora. Este análisis parte por destacar que la inflación anual ha aumentado a lo largo del año. Así, tras situarse bajo 2 por ciento casi todo el segundo semestre del 2017, hoy la inflación anual se ubica en torno a 3 por ciento. Aunque parte de este incremento se explica por los componentes más volátiles del IPC y por la depreciación del peso, la inflación de los componentes de la canasta más sensibles a la brecha de actividad —servicios y no transables— ha crecido gradual, pero sostenidamente, en el curso del 2018. Esto, en línea con la recuperación del ritmo de crecimiento que se inició hace más de un año, en un contexto de condiciones externas favorables y un impulso monetario claramente expansivo.

Este proceso tuvo una pausa en el tercer trimestre, producto de factores particulares que afectaron a la minería y la industria, pero se estima que se reanudará en el cuarto trimestre. Indicativo de ello es el IMACEC de octubre, publicado esta mañana, que arroja un crecimiento de la actividad de 4,2 por ciento anual, con un crecimiento del IMACEC no minero de 5,1 por ciento. Con esto, la economía crecerá 4 por ciento este año y entre 3,25 y 4,25 por ciento en el 2019. Algo similar ocurrirá con la inflación, que desacelerará durante algunos meses como producto de la caída en los precios internacionales de los combustibles, para luego recuperar su trayectoria de aumento, convergiendo a 3 por ciento hacia fines del 2019.

Factores claves en esta perspectiva son el dinamismo observado en la inversión y una visión del mercado laboral que, una vez incorporada toda la información disponible y ponderando el impacto que tiene el importante flujo inmigratorio de los últimos años, da cuenta de un dinamismo coherente con el mejor comportamiento de la actividad. Es así como la evolución de las condiciones macroeconómicas hace necesaria la reducción del estímulo monetario, proceso que se seguirá implementando con gradualidad y cautela, en un contexto donde la incertidumbre derivada del escenario externo aún es alta.

Evolución reciente de la actividad

Tal como ya se había anticipado en varios IPoM previos, en el tercer trimestre el PIB redujo su tasa de crecimiento anual respecto de la primera mitad del año. Esto es coherente con un escenario en que la economía crece a tasas más cercanas a su potencial —que se estima entre 3 y 3,5 por ciento— dado el avance en el proceso de cierre de las holguras de capacidad, la desaparición de factores puntuales que favorecieron el crecimiento del primer semestre y una base de comparación más exigente en el segundo (gráfico 1). En todo caso, la desaceleración del último trimestre fue superior a lo esperado, destacando un peor desempeño de la minería y la industria. En el primer sector, incidieron dificultades operativas en algunas faenas; en el segundo, un efecto significativo y mayor a lo previsto de la combinación de días feriados de septiembre.

Para todos quienes nos dedicamos a analizar la economía y su evolución es importante recordar lo difícil que es extraer conclusiones de mediano plazo a partir de la observación de datos de alta frecuencia. En no pocas ocasiones, hemos visto discusiones públicas acerca del estado de la economía que se basan en una observación particular, que al poco andar tiene una reversión significativa que anula páginas y páginas de análisis. El caso de septiembre es un buen ejemplo de ello. El Imacec de ese mes estuvo fuertemente influido por lo que llamamos el efecto calendario, dado por la cantidad de días hábiles que tiene un mes y su composición (cuántos lunes, martes, etc.). En el Recuadro III.1 de este IPoM destacamos que en el 2018 el mes de septiembre tuvo dos particularidades que ampliaron el efecto calendario más allá de lo estimado: dos días hábiles menos que septiembre del año pasado y una distribución en Fiestas Patrias que llevó a que muchas personas tomaran la semana completa de vacaciones. Esto produjo una caída significativa de actividad de la industria manufacturera, que se refleja también en el consumo de energía y las horas trabajadas en el mes (gráfico 2). Luego de que algunos lo atribuyeron a un fenómeno económico más permanente, el dato de Imacec de octubre, difundido esta mañana, demuestra la transitoriedad del efecto calendario en la industria en septiembre. En efecto,

medido en doce meses, la actividad no minera creció 5,1 por ciento, donde el mayor crecimiento se explica

por el desempeño de la industria y el comercio, los dos sectores que parecían haber retrocedido en septiembre

De este modo, las fuertes fluctuaciones que puede provocar el efecto calendario en meses particulares realzan la necesidad de analizar con cuidado la evolución de los indicadores de actividad de alta frecuencia. Es posible que el dato de un mes muestre caídas significativas de la actividad que no responden necesariamente a factores económicos y que luego son compensadas en meses posteriores, sin que ninguna de ellas deba ser leída como un cambio en la trayectoria de mediano plazo de la economía.

Por el lado del gasto interno, uno de los elementos más destacables del tercer trimestre fue el mayor dinamismo de la inversión que compensó un crecimiento algo menor del consumo. Al interior de la inversión resaltó especialmente el mejor desempeño de la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipos, cuyas tasas de variación anual se han mantenido elevadas durante todo el año (gráfico 3)

Proyección de crecimiento 2018-2020

Respecto de las proyecciones, tras crecer 2,8 por ciento en el tercer trimestre, estimamos que la economía acumulará un crecimiento de 4 por ciento en el año. Esta proyección — que considera la información de octubre conocida al cierre estadístico del IPoM— se ubica en el piso del rango estimado en septiembre (4-4,5 por ciento), lo que se explica mayormente por el peor desempeño de la actividad minera. En cambio, comparado con las proyecciones previas a septiembre el crecimiento del 2018 se ubica en el techo de las mismas (gráfico 4). Para los próximos dos años, se sigue estimando que la economía crecerá en torno a su potencial, el que irá acercándose al crecimiento de tendencia. Así, se mantienen los rangos de proyección considerados en septiembre: 3,25 – 4,25 por ciento para el 2019; 2,75 – 3,75 por ciento para el 2020.

En el gasto, se anticipa una composición algo distinta, con una expansión mayor de la inversión y algo menor del consumo. Sobre la primera, varios antecedentes llevan a prever un crecimiento bastante superior al considerado en septiembre. Estos incluyen las significativas revisiones al alza en el Catastro de Proyectos de la CBC, el comportamiento de las importaciones de bienes de capital, la evolución de las condiciones de oferta y demanda de crédito más expansivas (Encuesta de Crédito Bancario) y la información cualitativa del

Informe de Percepciones de Negocios (IPN). Así, para el 2019, el crecimiento de la Formación Bruta de Capital Fijo se eleva a 6 por ciento (4,5 por ciento en septiembre), mientras que para el 2020 se mantienen cifras del orden de 4 por ciento.

El caso de la inversión minera, se analiza en detalle en el recuadro III.2 de Informe. Según el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) —conocido a mediados de octubre—, para el período 2018-2021 el gasto en inversión de los proyectos mineros que este considera pasó desde cerca de 5.400 millones de dólares hasta 10.600 millones de dólares. Las mayores diferencias se concentran en los años 2019 y 2020, cuando la inversión catastrada es cerca de 3.500 millones de dólares superior a la que se esperaba previamente. Este significativo incremento es producto de la inclusión de un número reducido de proyectos que han avanzado en su concreción, pero cuya envergadura provoca efectos importantes en el escenario base. Para el 2018, donde el efecto incremental del nuevo Catastro es más acotado, se espera que la FBCF minera aumente 18 por ciento anual (algo más de 3 puntos porcentuales más que lo proyectado en septiembre). Para el 2019, su tasa de expansión anual se corrige de 7 por ciento en el IPoM de septiembre a 16 por ciento en la estimación actual. Para el 2020, si bien el incremento de nivel es notorio respecto de la proyección previa, su tasa de variación anual en comparación con la del 2019 no es muy distinta, manteniéndose algo por sobre 3 por ciento (gráfico 5).

Por el lado del consumo, este ha perdido algo de dinamismo en lo más reciente, pero se proyecta que volverá a crecer a tasas acordes con el PIB. Esto se apoya en el crecimiento que muestra la masa salarial, al considerar en su medición la información corregida de salarios del INE, la evolución de las horas habitualmente trabajadas y el crecimiento del empleo que se obtiene al incorporar el efecto de la inmigración de los últimos años. Se añade que las importaciones de bienes de consumo siguen elevadas. En lo fiscal, como supuesto de trabajo, se asume que en el 2019 la economía recibirá un impulso coherente con el presupuesto aprobado. Desde ahí en adelante, se supone que el déficit estructural seguirá la senda de descenso gradual definida por la autoridad (tabla 1).

Escenario externo

En lo externo, el escenario base considera que en los próximos dos años el impulso que recibirá la economía chilena irá declinando, aunque seguirá siendo positivo. Por una parte, tras alcanzar en el 2017 y 2018 el punto máximo de este ciclo de crecimiento, en el período 2019-2020 la tasa de expansión de la actividad de nuestros socios comerciales se reducirá. Por otra, en los últimos trimestres las condiciones financieras relevantes para las economías

emergentes comenzaron a normalizarse, proceso que seguirá su curso en los próximos dos años. El escenario base admite nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, en la medida que estos no escalen a un *shock* negativo generalizado para las economías emergentes. Por último, la reciente caída del precio del petróleo produce una relativa mantención de los términos de intercambio el 2019 y 2020. Esto considera que el cobre promediará precios similares a los de septiembre: 2,85 dólares el 2019 y 2,80 el 2020, y un precio del petróleo —promedio Brent y WTI— que promediará en torno a 60 dólares en ese lapso (tabla 2).

Condiciones financieras internas

Las condiciones financieras internas siguen siendo favorables. Por un lado, las tasas de interés de largo plazo y los indicadores de riesgo local han permanecido relativamente aislados de los desarrollos externos, mientras que las tasas a plazos menores han aumentado en línea con los desarrollos de la política monetaria. A su vez, el costo del crédito continúa en niveles bajos y las colocaciones muestran crecimientos algo mayores —en especial las comerciales y de consumo—, en un contexto de condiciones de otorgamiento de crédito que muestran ciertos grados de relajamiento (gráfico 6). La estabilidad de los mercados financieros internos contrasta con lo sucedido en los últimos meses en otros países emergentes. Esto se apoya en buena medida en el rol amortiguador que ejerce la flotación cambiaria y la amplia disponibilidad de financiamiento interno. Así, el tipo de cambio ha mostrado vaivenes importantes en los últimos meses, fluctuando entre \$660 y 690 la mayor parte del tiempo. Comparado con noviembre del año pasado, el peso se ha depreciado cerca de 7 por ciento respecto del dólar, coherente con la mayor fortaleza de esta moneda a nivel global. El tipo de cambio real se ubica en niveles cercanos a sus promedios de los últimos 15 a 20 años. Como supuesto de trabajo, se considera que oscilará en torno a estos valores durante el horizonte de proyección.

Inflación

Como mencioné en un comienzo, tras situarse bajo 2 por ciento anual casi todo el segundo semestre del 2017, la inflación total ha aumentado a lo largo de este año, ubicándose en torno a 3 por ciento durante los últimos meses. Aunque parte de este incremento se explica por los componentes más volátiles del IPC y por la depreciación del peso, la inflación de los componentes de la canasta más sensibles a la brecha de actividad —servicios y no transables— ha crecido gradual, pero sostenidamente en el curso del 2018 (gráfico 7).

En cuanto a las proyecciones, la fuerte baja del precio de los combustibles reduce la inflación del IPC estimada para este año y el próximo, con lo que cerrará el 2018 y 2019 algo por debajo de 3 por ciento. Hacia el 2020, una vez que estos efectos se desvanezcan, el IPC se ubicará en torno a 3 por ciento. A su vez, el IPCSAE se acercará a 3 por ciento en el primer semestre del 2019, para luego oscilar en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección (gráfico 8).

Política Monetaria

Respecto de la política monetaria, al igual que en septiembre, el Consejo sigue considerando que la evolución de las condiciones macroeconómicas hace necesario ir reduciendo el actual estímulo monetario.

Clave para este juicio es la evaluación del tamaño de las holguras de capacidad en comparación con la magnitud del estímulo monetario: mientras las primeras han disminuido, la política monetaria sigue siendo altamente expansiva.

Como supuesto de trabajo, el escenario base considera que la TPM seguirá aumentando en los próximos meses hasta ubicarse en torno a su nivel neutral de entre 4 y 4,5 por ciento en la primera mitad del 2020. El Consejo ha indicado que espera ir ajustando la tasa de manera gradual y con cautela. En particular, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación, aplicando los ajustes necesarios en la política monetaria ante evidencia de desviaciones significativas en una u otra dirección.

Escenarios de riesgo

Como es habitual, hay elementos internos y externos que podrían modificar las proyecciones que acabo de presentarles. Tal como en los últimos trimestres, el balance de riesgos del escenario externo relevante para Chile se mantiene sesgado a la baja.

El principal riesgo continúa siendo un deterioro abrupto de las condiciones financieras para las economías emergentes, que podría generarse por diversos elementos. Por un lado, sigue siendo relevante lo que pase en EE.UU., tanto en términos de la evolución de la inflación, como por su política monetaria y sus perspectivas de actividad. Por otro lado, persisten riesgos geopolíticos importantes. El conflicto comercial ha tendido a reenfocarse entre EE.UU. y China, en un contexto donde las autoridades de la economía asiática han activado

diversas medidas de estímulo, pero se mantienen riesgos financieros, mientras se materializa el rebalanceo de su economía. De todos modos, las reuniones sostenidas entre ambos países durante la cita del G20, parece indicar que este conflicto no seguirá escalando, al menos por un tiempo. En Europa, ha tomado mayor fuerza la incertidumbre en torno al Brexit y la compleja situación de Italia. Finalmente, si bien se estima que el menor precio del petróleo responde principalmente a factores de oferta —lo que reduce las presiones inflacionarias en el corto plazo—, queda por establecer cuánto de ello podría reflejar factores de demanda más permanentes. En los últimos meses ha ocurrido un ajuste relevante en los precios de los activos financieros en el mundo desarrollado que podría estar reflejando un cambio en los premios por riesgo, coherente con un escenario de incertidumbre que se ha mantenido por largo tiempo.

En lo interno, estimamos que los riesgos para la actividad están balanceados. La economía se ha desacelerado respecto de comienzos de año, lo que era un fenómeno largamente anticipado. No obstante, esta desaceleración podría ser algo más persistente si el consumo no retoma el dinamismo esperado. Por otra parte, el repunte de la inversión podría acentuarse en la medida que se vaya avanzando en la materialización de otros proyectos de mayor tamaño.

Respecto de la inflación, estimamos que los riesgos están balanceados. Diversos indicadores apuntan a que la economía seguirá consolidando el proceso de cierre de las holguras de capacidad, mientras que otros muestran la respuesta de componentes más sensibles del IPC. Así es como las expectativas a dos años plazo están alineadas con la meta de política.

Cabe hacer notar que el IPoM incluye en esta oportunidad un mayor desarrollo de las implicancias de escenarios de riesgo para la política monetaria. Esto permitirá tener una mejor apreciación de la reacción del Banco Central frente a desviaciones respecto del escenario base. Esto refleja el propósito del Consejo de elevar la transparencia en la conducción de la política monetaria y orientar a los mercados y la comunidad sobre su posible evolución futura.

En suma, seguimos considerando que las holguras de capacidad se han venido reduciendo durante los últimos trimestres y lo continuarán haciendo en los próximos dos años. En estas circunstancias, para que la inflación converja a la meta en el horizonte de política, es necesario que el estímulo monetario siga reduciéndose paulatinamente en los próximos meses. Con esto, reafirmamos nuestro compromiso de conducir la política monetaria con

flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de dos años.

Separata del IPoM: Mercado laboral

El mercado laboral juega un rol central en el funcionamiento de la economía, y en particular para la política monetaria. En el corto plazo, la manera en que este mercado responda a *shocks*, y la forma en que ajuste el empleo y los salarios, será clave para el comportamiento de variables como la actividad, el consumo y los precios. En el largo plazo, el mercado laboral tiene un papel central en el crecimiento tendencial, tanto por la evolución del factor trabajo como por su contribución al crecimiento de la productividad.

Por ello, el marco analítico de la política monetaria siempre ha puesto una atención especial sobre el comportamiento del mercado del trabajo. En efecto, esto constituye un eje central del marco conceptual que fundamenta la política monetaria moderna, desde las distintas nociones de la curva de Phillips a los modelos nekeynesianos de equilibrio general que hoy sustentan nuestro proceso de proyección y análisis. En esta perspectiva, junto con el IPoM de diciembre, hemos incluido en esta oportunidad un estudio especial sobre el funcionamiento del mercado del trabajo. Este se apoya en el análisis de nuevas bases de datos que nos permiten entender algunas claves sobre el funcionamiento de este mercado que hasta ahora no eran accesibles.

El análisis del mercado laboral, aunque se haga con la intención de derivar implicancias macroeconómicas, debe poner atención a la estructura del mismo y a la manera en que las decisiones individuales de millones de trabajadores y empleadores, distintos entre sí en diversas dimensiones, determinan el comportamiento de los agregados. Sin embargo, el estudio empírico de esa diversidad no es fácil, y muchas veces está ausente del debate macroeconómico. La mayor parte de los indicadores del mercado laboral que se informan regularmente y se comentan en el debate público, como lo índices salariales, la tasa de desempleo o el crecimiento del empleo, no solo son muy agregados, sino que representan movimientos netos. Ello implica que mucha información relevante, como las diferencias en el comportamiento de distintos grupos o cambios en la composición de los flujos, no está presente en el análisis ni el debate público. La omisión de esta información es más importante en economías como la chilena, donde la composición de la fuerza de trabajo y el empleo es muy heterogénea y donde esta puede cambiar en períodos relativamente cortos de tiempo como parte del propio proceso de transición al desarrollo.

Afortunadamente, los avances en la capacidad de procesamiento de datos han aumentado de manera muy importante las posibilidades de ir más allá de los indicadores agregados, complementando estos con el uso de microdatos asociados al comportamiento y características de trabajadores y empleadores individuales. Para el caso de Chile, el acceso a nuevas bases de datos provenientes de registros administrativos, y la capacidad de procesar ese volumen de información de manera analítica, es especialmente valioso. El uso de información desagregada es relevante para caracterizar y entender mejor estos desarrollos, así como aparentes puzzles y paradojas en el comportamiento del mercado del trabajo en los últimos años.

Un buen ejemplo de la relevancia de disponer de fuentes alternativas de información es lo que ha sucedido en los últimos años con la oferta laboral. Así, mientras diversos indicadores apuntan a que a lo largo del último año la economía chilena ha ido cerrando sus holguras de capacidad, las estadísticas tradicionales del mercado laboral que proporcionan distintas encuestas sugieren un bajo dinamismo en la creación de empleo, generando dudas comprensibles sobre cuánto de la recuperación del crecimiento se ha traspasado al empleo y por qué habría un aparente rezago entre ambas variables. Esto, en un contexto, en que fuentes de información administrativa —como el número de afiliados a las AFP o el total de cotizantes del seguro de cesantía— sugieren un mejor desempeño del mercado laboral (grafico 9).

En el caso del empleo, las estadísticas tradicionalmente utilizadas en Chile se construyen en base a una extrapolación de los resultados de encuestas a la población, mediante factores de expansión, los que a su vez se basan en proyecciones de población que se actualizan en cada Censo. Así, entre una actualización y la otra, las encuestas no tienen la capacidad para reflejar cambios exógenos en la población. Por ello, un fenómeno de inmigración de una magnitud como el que ha experimentado Chile en los últimos años, no puede ser representado correctamente mientras no se realice una actualización de los factores de expansión.

De este modo, la información sobre niveles de la fuerza de trabajo, empleo y otros agregados relevantes que informa las distintas encuestas no son necesariamente una representación fiel de la realidad cuando se producen cambios sustantivos en los agregados poblacionales. Como mostramos en el Recuadro III.3 del IPoM, a partir de distintas fuentes de información, se puede realizar una revisión de la evolución del empleo considerando el impacto de los flujos migratorios que recientemente se han producido en Chile. En particular, este ejercicio arroja que entre el 2016 y 2018 el empleo habría crecido entre uno

y dos puntos porcentuales anuales por encima de lo que han venido arrojando las encuestas —es decir, entre el doble y el triple de lo que indica el dato de encuestas para los últimos años. La diferencia en el crecimiento se origina en los supuestos que se utilicen respecto de los nuevos inmigrantes que han ingresado al país en el último año, que aun no son conocidas. Dado que las magnitudes relativas y tasas que se obtienen de las encuestas, incluida la tasa de desocupación, no deberían cambiar mucho, esto significa que en los últimos tres años el mercado del trabajo chileno ha sido capaz de absorber entre 120 y 190 mil personas más por año que lo que indican las encuestas, sin un aumento significativo del desempleo.

Tanto las cifras revisadas de remuneraciones como las correcciones estimadas para el empleo se encuentran en línea con lo que indican los registros administrativos recientes y están claramente por encima de lo que se obtendría si no se consideraran los ajustes al crecimiento del empleo, las remuneraciones y las horas efectivamente trabajadas.

Esta evaluación, no implica que las holguras del mercado laboral estén cerradas o hayan desaparecido. La absorción completa del incremento de la oferta laboral puede tomar más tiempo, por lo que este mayor crecimiento del empleo no implica que no exista mayor desempleo. De hecho, los indicadores salariales —tanto las cifras revisadas del INE como los registros administrativos— muestran tasas de crecimiento bajas, coherentes con una mayor oferta laboral, visión que coincide con lo recogido en el Informe de Percepciones de Negocios.

El estudio especial sobre el mercado del trabajo, sin embargo, va más allá de la revisión de cifras coyunturales, buscando entender las características del mismo que inciden sobre su comportamiento en el curso del ciclo económico y en plazos más largos. En particular, este presenta una caracterización del mercado laboral en Chile desde una perspectiva empírica, utilizando diversas fuentes de información para entregar una panorámica amplia.

Los principales hechos estilizados que revela este análisis (tabla 3) indican que la fuerza de trabajo en Chile muestra un aumento en la participación de mujeres y una reducción en la de los jóvenes, en línea con la mayor cobertura de educación superior para las nuevas generaciones. Asimismo, el capital humano ha crecido de manera importante, pero se mantiene rezagado respecto de países desarrollados en cobertura y especialmente en calidad. El retorno a la experiencia laboral de los trabajadores chilenos es bajo en el contexto internacional, con amplias diferencias entre personas con distintos niveles educacionales.

Respecto de las características del mercado del trabajo, notamos que el trabajo informal ha disminuido en Chile, pero continúa elevado (en torno a 30 por ciento del empleo total), muy por encima de los estándares de países desarrollados. Al mismo tiempo, el mercado laboral es muy dinámico, con una alta rotación relativa a otros países y con una importante incidencia de empleos a plazo fijo. Sobre el empleo asalariado, este se concentra crecientemente en empresas de mayor tamaño. Los salarios reales han crecido con fuerza para todos los niveles de ingreso, pero persiste una alta dispersión. Las diferencias salariales se correlacionan con diferencias en duración del empleo (la rotación). Por último, la tasa de desempleo agregada muestra una tendencia a la baja, en parte importante por la caída en la participación relativa de los trabajadores más jóvenes, y las horas trabajadas han caído de manera sistemática durante los últimos veinte años.

En lo que dice relación con el empleo femenino los datos confirman que los ingresos laborales de las mujeres son menores que los de los hombres, incluso controlando por características como la educación, la ocupación y la experiencia. Además, el perfil de crecimiento de ingreso de las mujeres en el ciclo de vida es significativamente más bajo que el de los hombres, al mismo tiempo que las mujeres tienen una menor probabilidad de mantener sus empleos, y son más propensas a transitar desde el desempleo a la inactividad. De todos modos, la creciente importancia de los sectores de servicios en la actividad económica, en línea con el mayor desarrollo del país, ha facilitado la inserción de la mujer en el mercado laboral.

El Estudio también analiza cómo diversas características del mercado laboral influyen en la evolución de la productividad agregada de la economía (tabla 4). Por un lado, la acumulación de capital humano que ocurre con la experiencia y la antigüedad en el trabajo permite aumentar la productividad total de factores. Por otro, el mercado laboral permite reubicar trabajadores hacia empleos donde son más productivos y donde pueden obtener mayores salarios. En ese sentido, las transiciones entre empleos contribuyen a la productividad agregada, en la medida que dichos flujos ocurran, en general, desde empresas menos productivas hacia aquellas con mejor desempeño.

No obstante, para un conjunto amplio de trabajadores la mayor movilidad no conduce necesariamente a mejoras salariales o mayor productividad. En particular, para un 46 por ciento de los casos, la rotación no trae consigo mejoras salariales. Este fenómeno es más prevalente para trabajadores que exhiben altas tasas de rotación y bajos ingresos. Los trabajadores que rotan menos tienen ganancias salariales significativamente mayores a lo

largo del tiempo. Hacia el largo plazo, este fenómeno vincula mayores desigualdades salariales con un menor crecimiento de la productividad, tema que amerita un estudio en mayor profundidad.

Luego se estudia cómo el mercado del trabajo en Chile responde a fluctuaciones económicas (tabla 5). El análisis revela que, en general, existen múltiples márgenes de ajuste que permiten amortiguar *shocks* macroeconómicos y aliviar el efecto en el desempleo que se observaría si dichos márgenes no estuvieran presentes. Estos márgenes incluyen los cambios en la composición entre el empleo asalariado y cuenta propia, cambios en las tasas de participación, las altas tasas de rotación y transiciones rápidas entre empleos asalariados, la creación de empleo en empresas nuevas, y la flexibilidad salarial del trabajo dependiente.

Al mismo tiempo, la evidencia sugiere que los costos asociados de dicho ajuste, tanto para trabajadores como para la productividad agregada de la economía, pueden ser significativos. Los resultados presentados también tienen implicancias en cómo los *shocks* que enfrenta la economía pueden afectar la evolución de los salarios y las presiones inflacionarias, información de particular importancia para la política monetaria. Así, pese a la capacidad de ajuste del mercado laboral, los períodos de debilidad tienen asociados costos importantes. En particular, el proceso de reasignación hacia empleos de mejor calidad y empresas más productivas, con su consecuente impacto en productividad agregada y poder adquisitivo de los trabajadores, se ve disminuido en la parte baja del ciclo. Para algunos trabajadores, especialmente aquellos en la parte temprana de su desarrollo laboral, esto puede tener efectos muy persistentes.

Estos antecedentes explican la necesidad de contar con una batería más amplia de indicadores para monitorear el comportamiento del mercado del trabajo en el corto plazo. En particular, es útil complementar la información de encuestas con la proveniente de bases de datos administrativos y los agregados tradicionales de ocupación y desocupación con información sobre renunciadas, despidos y contrataciones.

De todos modos, como Banco ya hemos avanzado en estos temas. La evidencia presentada se basa en parte importante en investigación actualmente en curso dentro del Banco Central de Chile, y complementa de manera natural algunos de los principales tópicos discutidos el Informe de Crecimiento Tendencial del 2017. También muestra la generosidad de múltiples instituciones que, mediante convenios, han colaborado en la provisión de esta

información, incluyendo el Instituto Nacional de Estadísticas, el Servicio de Impuestos Internos, el Registro Civil, la Dirección del Trabajo y el Ministerio de Educación.

Este estudio se engloba dentro de los actuales esfuerzos del Banco Central por mejorar su comprensión de la economía chilena, e incorporar este nuevo conocimiento dentro de su marco de análisis y estrategia de modelación, en línea con las mejores prácticas internacionales. Además, este Informe cumple un rol público, por el cual el Banco Central pone a disposición de analistas, académicos y el público interesado un cuerpo de evidencia y análisis que puede enriquecer el debate de políticas públicas y ayudar a una mejor interpretación del comportamiento de la economía chilena.

Palabras finales

Antes de concluir esta presentación quisiera referirme a la concreción de una iniciativa que anticipamos en la presentación del IPoM de septiembre, ante el pleno del Senado. En esa ocasión anunciamos que el Banco impulsará una evaluación externa de su desempeño en el cumplimiento de los dos mandatos de su Ley Orgánica, es decir, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Para este efecto se convocaría a un panel compuesto por connotados expertos mundiales en banca central.

Hoy queremos informar que hemos designado a los cinco economistas extranjeros que integrarán el citado panel de expertos. Este será presidido por Karnit Flug, ex gobernadora del Banco de Israel, y por los profesores Petra Geraats, de la Universidad de Cambridge, Inglaterra; Guillermo Calvo, de la Universidad de Columbia, Estados Unidos; Enrique Mendoza, de la Universidad de Pensilvania Estados Unidos; y Donald Kohn, investigador senior de la Institución Brookings, quien además ejerció como vicepresidente de la Reserva Federal de Estados Unidos.

La selección del panel se basó en la vasta experiencia profesional y conocimiento de la banca central de sus integrantes, todos economistas destacados a nivel mundial. El grupo actuará con total independencia para recabar información y entrevistar a expertos locales y extranjeros. Entre los temas que serán objeto de evaluación por parte del panel se encuentran el marco analítico y las facultades con que cuenta el Banco, su proceso de formulación de políticas, comunicación y resultados. El panel pondrá especial énfasis en los últimos años de funcionamiento de la entidad.

El informe final de evaluación será presentado en la cuenta institucional que el Banco debe realizar ante el Senado en pleno, en septiembre del 2019, lo que adquiere especial connotación en el marco del cumplimiento de sus 30 años de autonomía. Esperamos que el trabajo del panel no solo aporte una opinión técnica, independiente e informada del desempeño del Banco en las áreas que le ha encomendado la ley, sino también genere propuestas concretas de mejora que podamos incorporar a nuestra agenda institucional.

Con esto, creo que demostramos nuestro compromiso de cumplir con nuestras responsabilidades ante el país en tres niveles. Primero, realizando un análisis lo más objetivo posible de las perspectivas de la economía y derivando sus implicancias para la política monetaria. Segundo, aplicando nuestros recursos para profundizar el análisis en un área de importancia crucial para la economía, generando al mismo tiempo información que puede ser de interés más amplio para la opinión pública, el mundo académico y las políticas públicas. Tercero, generando mecanismos para fortalecer la rendición de cuentas ante la ciudadanía, por intermedio de este Senado, e identificar nuevas posibilidades de mejora en nuestro quehacer.

Muchas gracias

Gráfico 1

Crecimiento del PIB

(variación real anual, porcentaje)

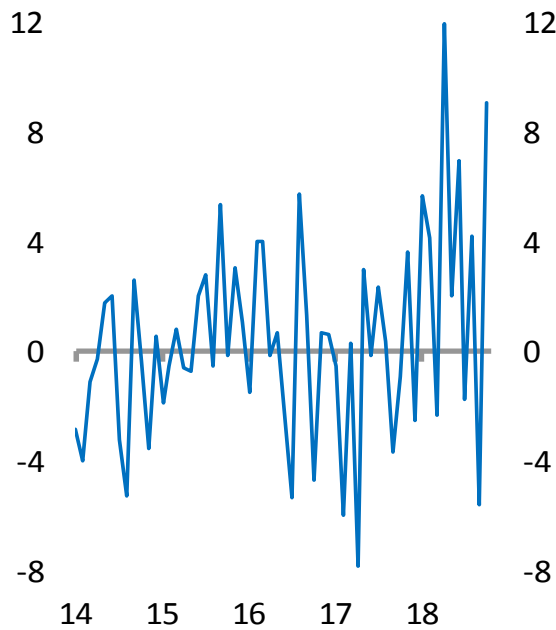


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

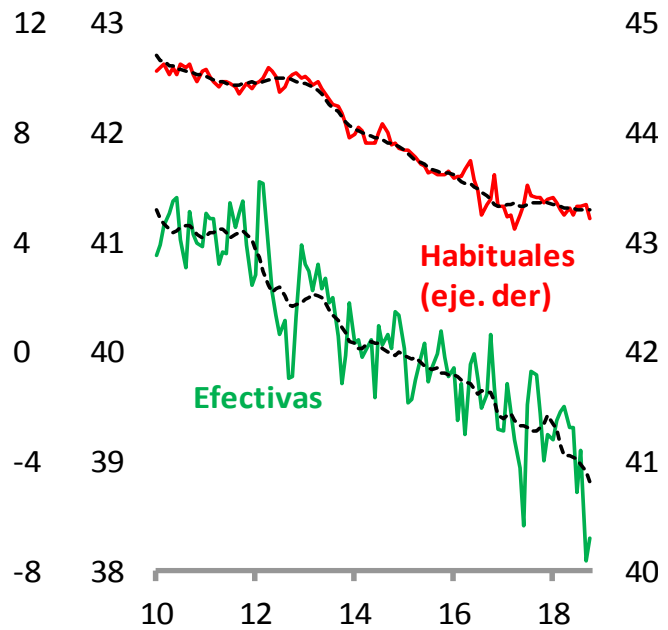
Índice de producción manufacturera

(variación anual, porcentaje)



Horas asalariadas privadas trabajadas (*)

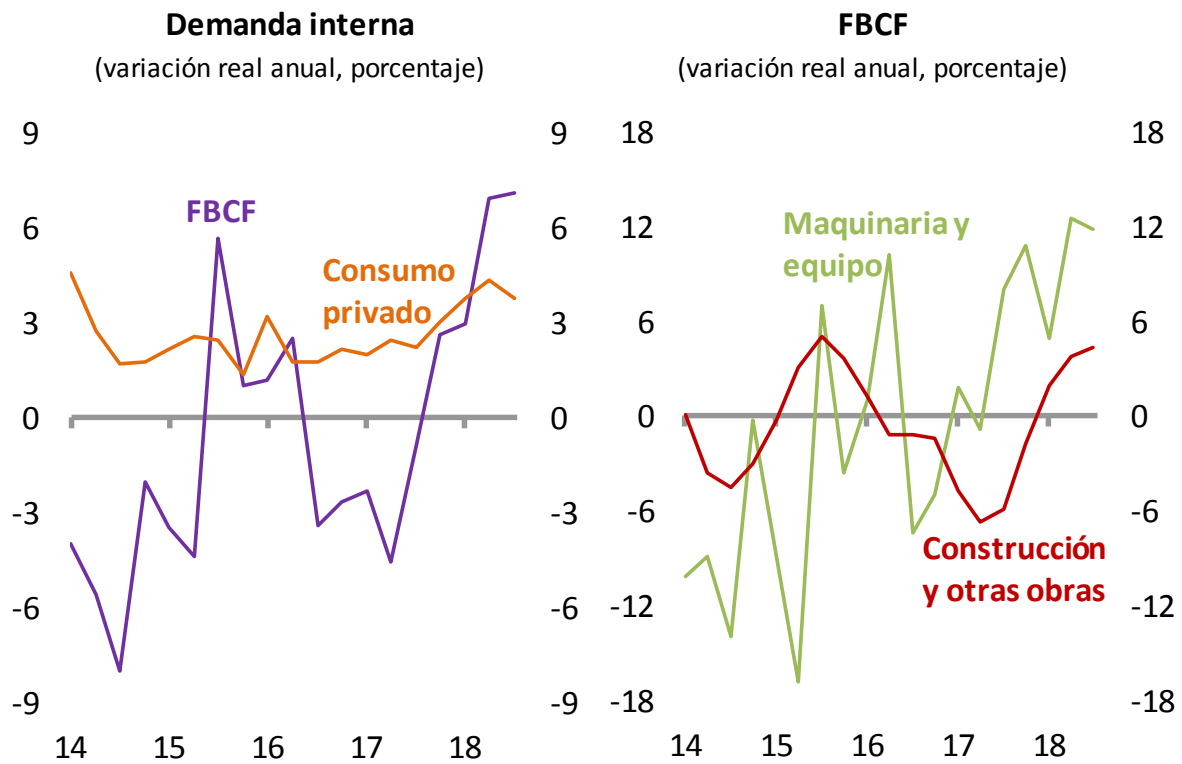
(niveles desestacionalizados, promedio semanal)



(*) Líneas negras punteadas corresponden al promedio móvil anual centrado de cada serie.

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

Gráfico 3

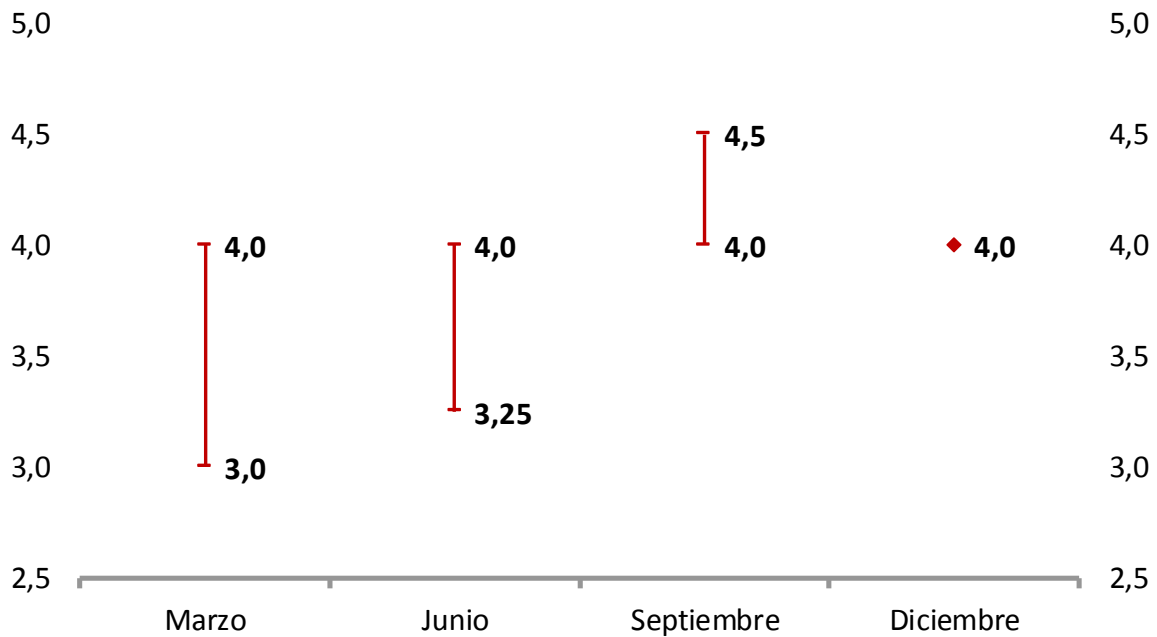


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

Proyecciones de crecimiento 2018 (IPoM)

(variación real anual, porcentaje)

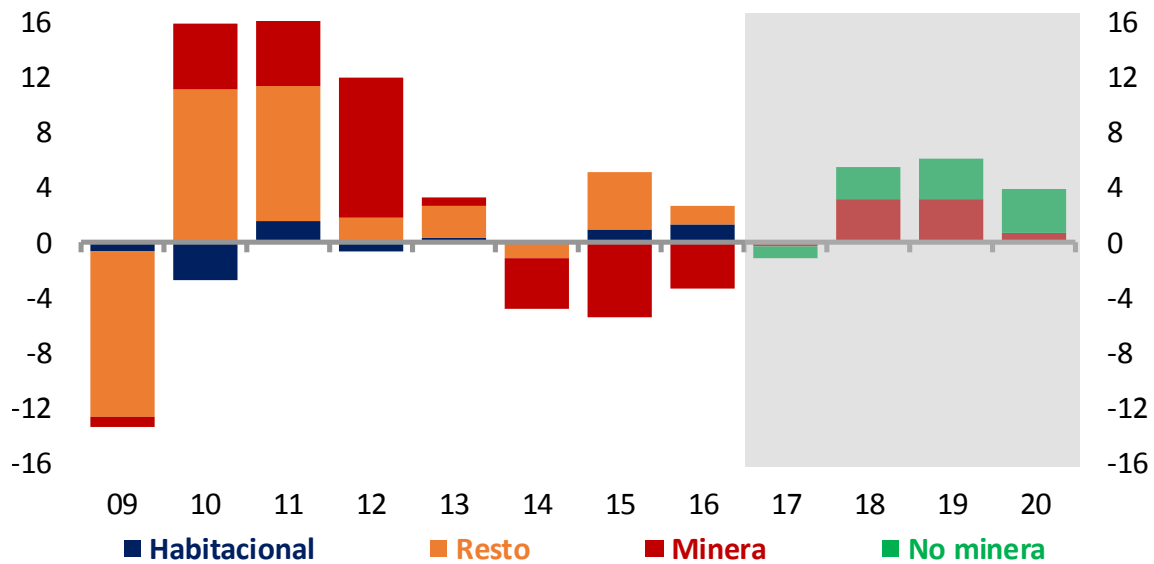


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)

(puntos porcentuales)



(*) Para el 2017 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para informar las proyecciones del 2018, 2019 y 2020 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2017	2018 (f)		2019 (f)		2020 (f)	
		IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Sep.18	IPoM Dic.18	IPoM Jun.18	IPoM Dic.18
PIB	1,5	4,0-4,5	4,0	3,25-4,25	3,25-4,25	2,75-3,75	2,75-3,75
PIB minero	-2,0						
PIB no minero	1,8						
Demanda interna	3,1	4,6	4,7	3,7	3,8	3,3	3,3
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,8	4,1	4,0	3,7	3,9	3,7	3,6
Formación bruta de capital fijo	-1,1	5,0	5,5	4,5	6,0	3,9	3,9
Consumo total	2,7	3,8	3,6	3,4	3,3	3,6	3,5
Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	4,9	4,8	4,2	4,1	2,8	2,8
Importaciones de bienes y servicios	4,7	6,2	7,3	4,4	5,0	2,8	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-2,2	-2,8	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	20,2	20,5	20,9	20,5	20,8
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,6	21,7	22,0	22,1	22,6	22,4	22,8

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2

Crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)

	2017	2018 (f)		2019 (f)		2020 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Sep.18	Dic.18	Sep.18	Dic.18	Sep.18	Dic.18
Mundo a PPC	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3
Mundo a TC de mercado	3,2	3,1	3,1	2,9	2,8	2,8	2,7
Socios comerciales	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	3,3
Estados Unidos	2,2	2,9	2,9	2,3	2,3	1,9	1,7
Eurozona	2,4	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
Japón	1,7	1,0	0,9	0,8	0,8	0,5	0,5
China	6,9	6,6	6,6	6,2	6,1	6,1	6,0
India	6,7	7,3	7,3	7,6	7,6	7,6	7,5
Resto de Asia	4,4	4,2	4,2	4,1	4,0	4,2	4,1
América Latina (excl. Chile)	1,1	1,3	0,9	2,1	1,8	2,6	2,5
Exp. de prod. básicos	2,7	2,3	2,5	2,2	2,3	2,2	2,2

(f) Proyección.

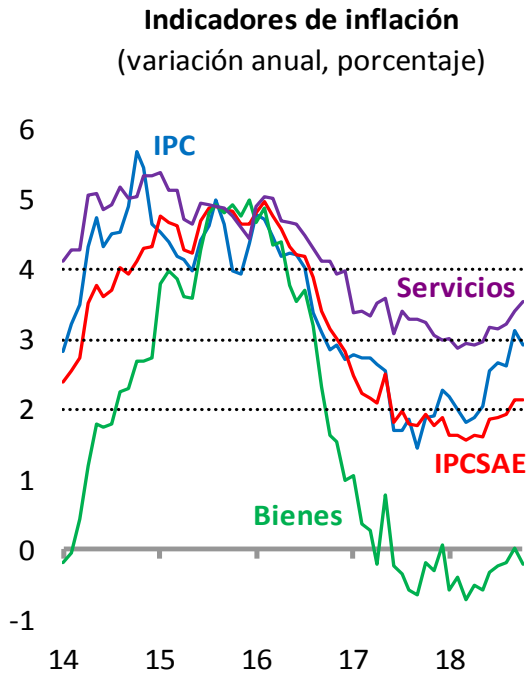
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

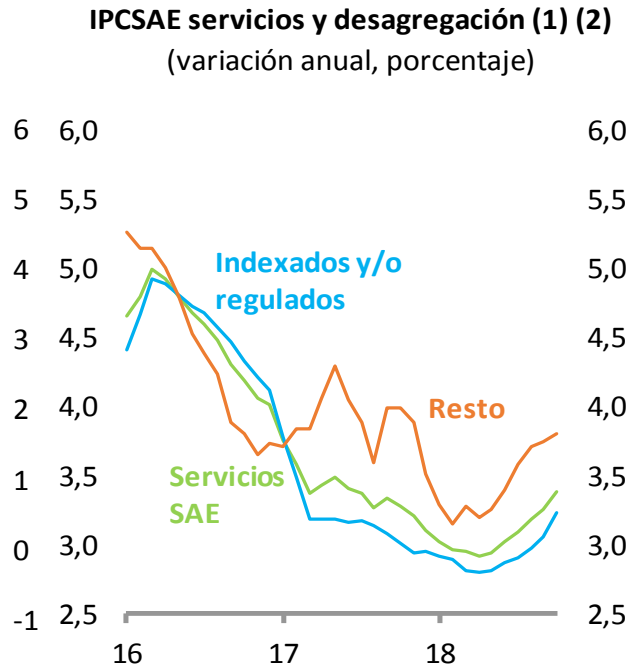


(1) Datos reales construidos con el empalme del IPC base (3) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones
 anual 2013. (2) Líneas horizontales punteadas corresponden al efectuadas en cada mes. (4) Corresponden a colocaciones en
 promedio de los últimos 10 años de cada serie. Fuente: Banco UF. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la
 Central de Chile en base a información de la SBIF. SBIF.

Gráfico 7

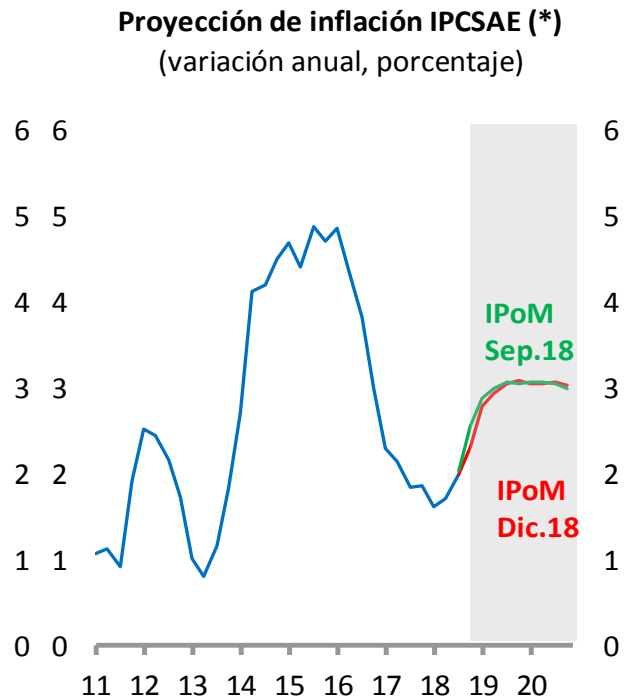
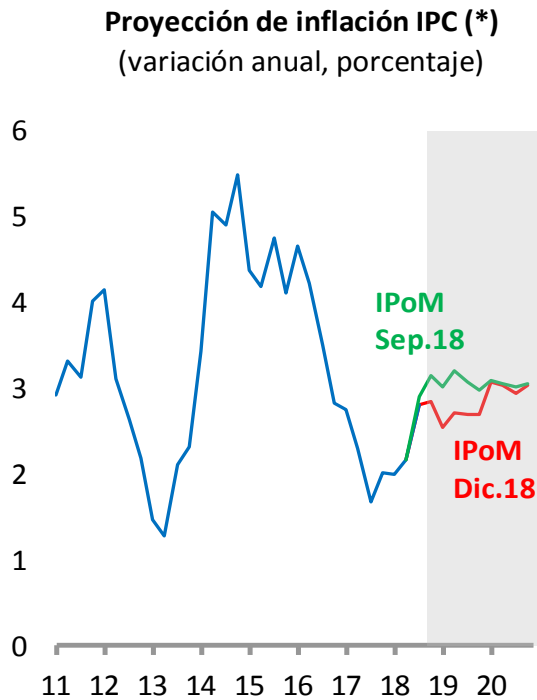


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



(1) Promedio móvil de tres meses. (2) Para mayor detalle ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2017. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 8

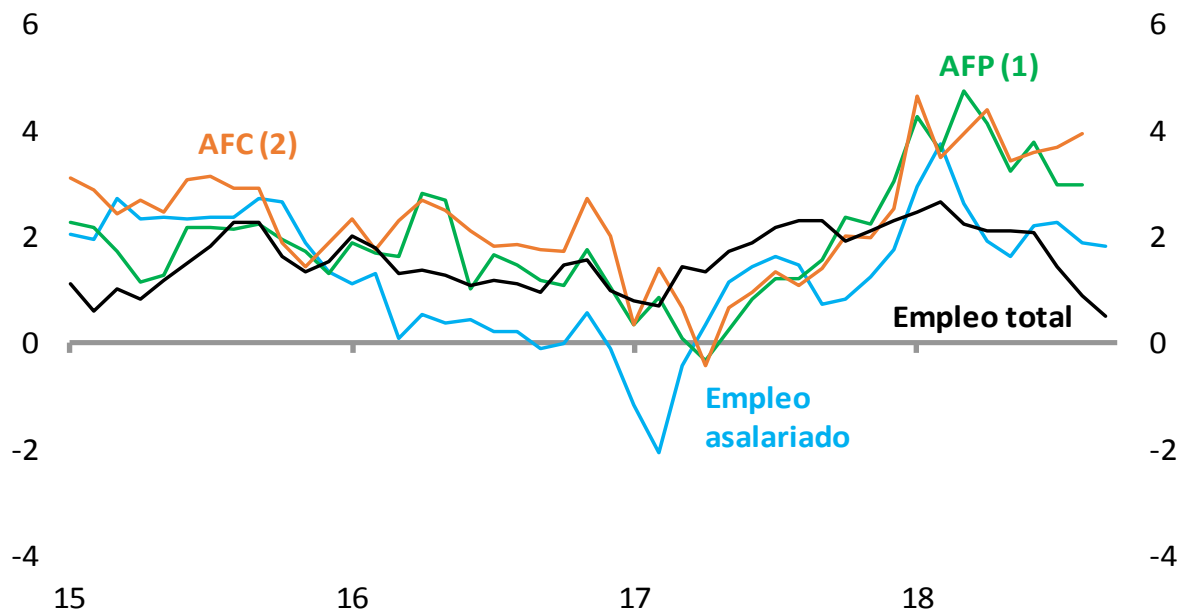


(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2018, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 9

Empleo

(variación anual, porcentaje)



(1) Corresponde al número de cotizantes dependientes.

(2) Total de cotizantes del seguro cesantía.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

Tabla 3

Hechos estilizados del mercado laboral chileno

1. Ha aumentado la participación de mujeres y se ha reducido la de los jóvenes, en línea con la mayor cobertura de educación superior.
2. El capital humano ha crecido de manera importante, pero se mantienen rezagos respecto a países desarrollados en cobertura y especialmente calidad.
3. El retorno a la experiencia laboral de los trabajadores chilenos es bajo en el contexto internacional, con amplias diferencias entre personas con distintos niveles educacionales.
4. El trabajo informal ha disminuido en Chile, pero continúa muy por encima de los estándares de países desarrollados.
5. El empleo asalariado se concentra crecientemente en empresas de mayor tamaño (más de la mitad del total).
6. Los salarios reales en Chile han crecido con fuerza para todos los niveles de ingreso, pero, persiste una alta dispersión relacionada con la duración del empleo.
7. Los ingresos de las mujeres son menores y crecen más lento, incluso controlando por características como educación, ocupación y experiencia.
8. Las mujeres tienen una menor probabilidad de mantener sus empleos, y son más propensas a transitar desde el desempleo a la inactividad.

Tabla 4

Movilidad, perfiles de ingreso, y productividad agregada

<p>1. Existe una paradoja de la movilidad laboral. Si bien una mayoría de las transiciones de empleo se asocian a ganancias salariales (54%), la otra parte (46%) no trae consigo mejoras salariales.</p>
<p>2. Esta paradoja es más prevalente para trabajadores que exhiben altas tasas de rotación y bajos ingresos.</p>
<p>3. Trabajadores que rotan menos tienen ganancias salariales significativamente mayores a lo largo del tiempo, reflejando el valor de desarrollar capital humano específico con su empleador, como por mayores ganancias de transiciones directas entre empleos.</p>
<p>4. Trabajadores de alta rotación obtienen ganancias más acotadas de permanecer empleados, tienen menores ganancias en transiciones directas, y muestran menor crecimiento de ingresos en su vida laboral.</p>

Tabla 5

El ajuste cíclico del mercado laboral

<p>1. El mercado laboral chileno tiene múltiples márgenes de ajuste para responder a las perturbaciones cíclicas, disminuyendo el impacto en desempleo: composición entre el empleo asalariado y cuenta propia, cambios en las tasas de participación, las altas tasas de rotación y transiciones rápidas entre empleos asalariados, la creación de empleo en firmas nuevas y la flexibilidad salarial del trabajo dependiente.</p>
<p>2. La flexibilidad salarial del trabajo dependiente se da principalmente en las transiciones a nuevos empleos. Los salarios de estos trabajadores son especialmente sensibles al ciclo. Junto con las altas tasas de rotación, esto facilita el ajuste de costos por parte de las empresas y amortigua el impacto de los <i>shocks</i> negativos en la contratación. Los resultados señalan que los salarios individuales son más flexibles que lo observado en las estadísticas agregadas, enfatizando la importancia de contar con microdatos en tiempo real para detectar la evolución de las presiones inflacionarias y así ayudar a la toma de decisiones de política monetaria.</p>
<p>3. Pese a la capacidad de ajuste del mercado laboral, períodos de debilidad tienen asociados costos importantes. En particular, el proceso de reasignación hacia empleos de mejor calidad y firmas más productivas, se ve disminuido en la parte baja del ciclo. Para algunos trabajadores, especialmente aquellos en la parte temprana de su desarrollo laboral, esto puede tener efectos muy persistentes.</p>