INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2019

Joaquín Vial

Vicepresidente

Banco Central de Chile, 6 de septiembre de 2019

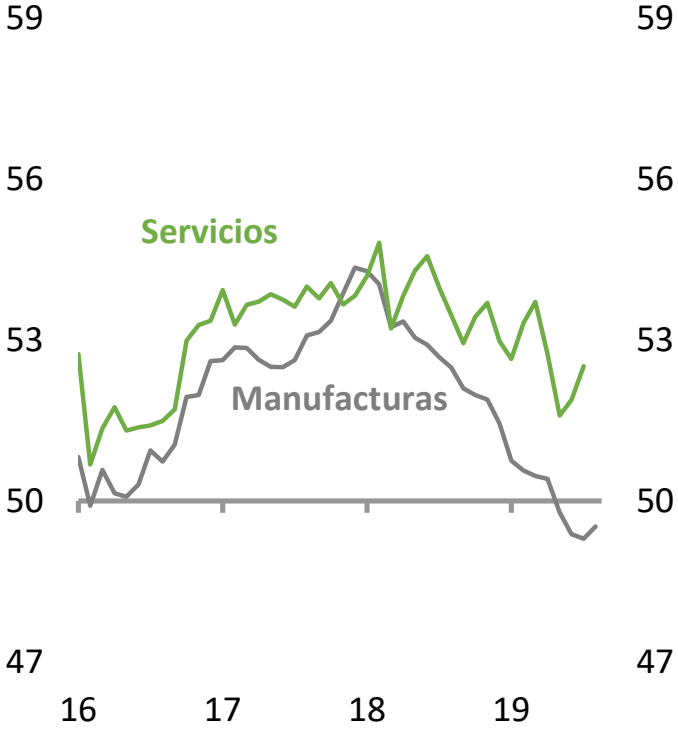
Principales mensajes

- Las perspectivas para el escenario macroeconómico se han debilitado, incrementando los riesgos para la oportuna convergencia de la inflación a 3%.
- El aumento de la incertidumbre provocado por las tensiones comerciales, la desaceleración del crecimiento en distintas economías y el descenso en los volúmenes de comercio han marcado la evolución del escenario internacional y deteriorado significativamente sus perspectivas.
- En el segundo trimestre, la actividad y la demanda crecieron por debajo de lo esperado. Si bien parte de ello se debió factores puntuales en algunos sectores, destaca el menor avance del consumo, la caída de las exportaciones y el bajo desempeño de la industria. Mientras que la inversión total tuvo un dinamismo mayor que el esperado.
- La inflación total y subyacente (IPCSAE) siguen en niveles reducidos, en torno a 2%. La convergencia de la inflación a la meta se dará en el 2021, en la última parte del horizonte de política, más tarde de lo previsto en junio.
- En este contexto, en su Reunión de septiembre el Consejo decidió reducir la tasa de interés de política monetaria (TPM) en 50 puntos base (pb), hasta 2,0%.

1 Escenario internacional

En un comienzo, se esperaba que los efectos de la guerra comercial fueran especialmente visibles en los países directamente involucrados. Sin embargo, la relevancia de las cadenas de valor global los ha transmitido a muchas más economías, como lo refleja la debilidad del comercio mundial y de la actividad manufacturera. Todo ello ha afectado de manera importante las expectativas y las decisiones de inversión en diversos países.

PMI global (1)
(índice desestacionalizado)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). Fuente: JP Morgan.

Exportaciones mundiales (2)
(variación anual, porcentaje)

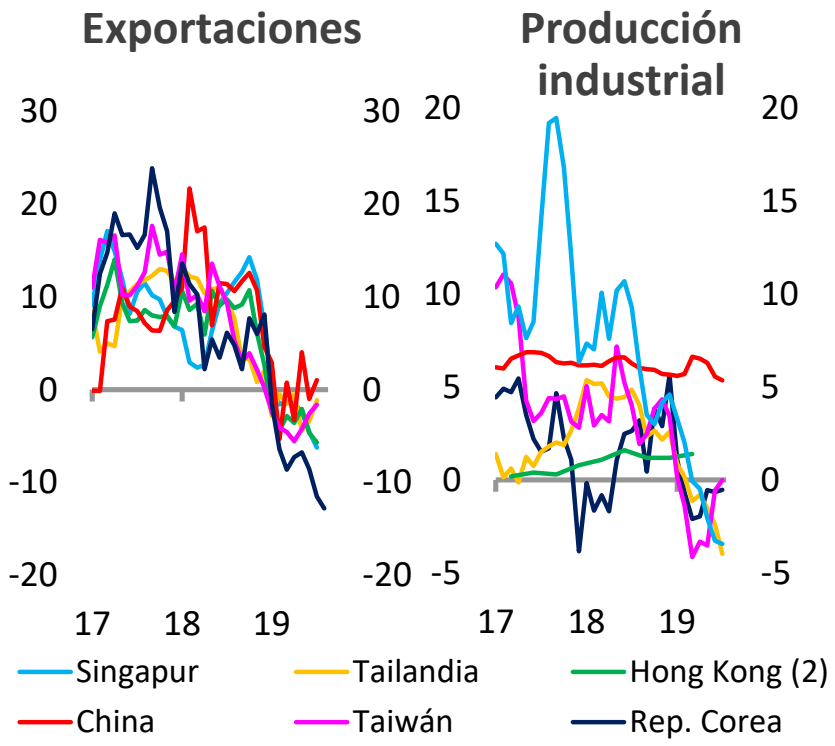
Producción industrial (2)
(variación anual, porcentaje)

(2) Promedio de tres meses móviles. Fuente: CPB World Trade Monitor.

En el mundo emergente, el menor crecimiento económico en China ha afectando al resto de Asia emergente, en particular a las exportaciones y la producción industrial. Esto ha significado un recorte relevante en las perspectivas de crecimiento para ese bloque. En América Latina, la desaceleración se explica tanto por el peor escenario externo como por factores idiosincráticos.

Indicadores Asia emergente (1)

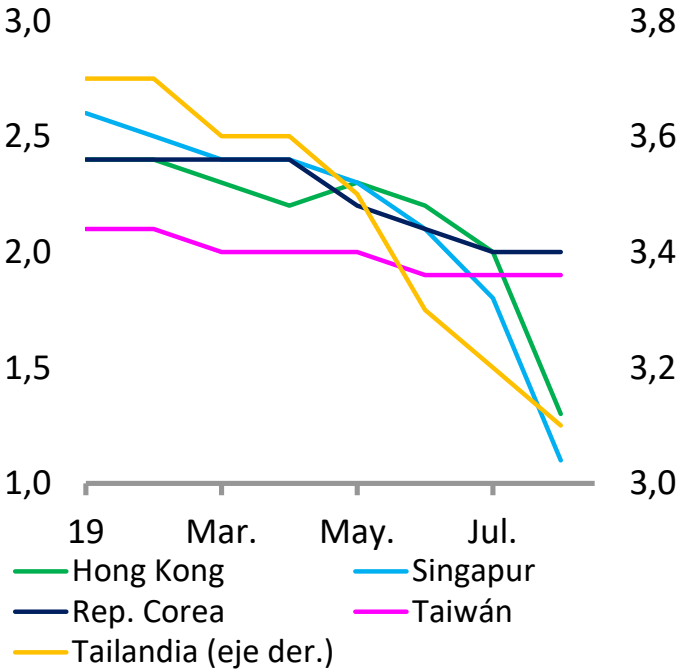
(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses. (2) Cifras de producción industrial son trimestrales. Fuente: Bloomberg y Oficina de Economía Industrial de Tailandia.

Asia emergente: perspectivas de crecimiento 2019

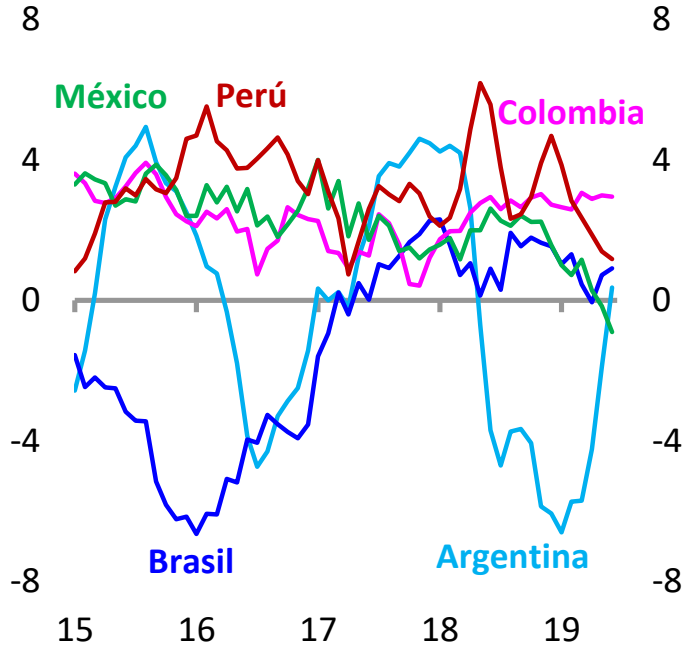
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

Índice de actividad mensual en América Latina (3)

(variación anual, porcentaje)

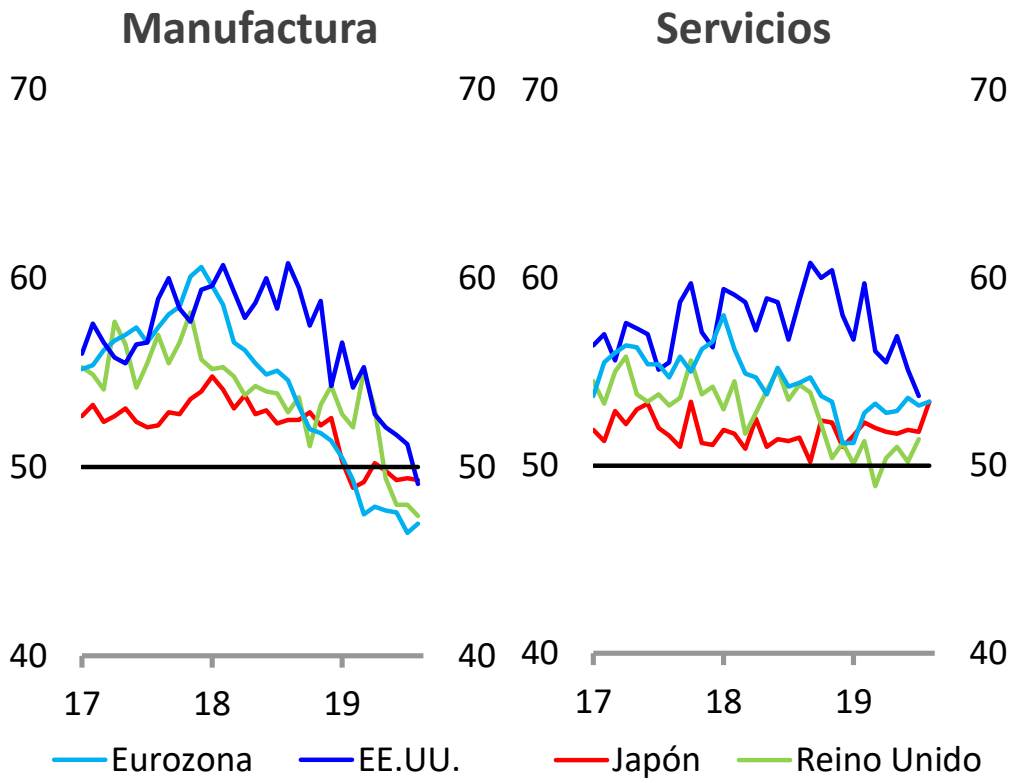


(3) Promedio de tres meses móviles. Fuente: Bloomberg

En línea con este panorama, el desempeño de las economías desarrolladas también ha caído, aunque matizado por la resiliencia que exhiben el consumo y sus fundamentos.

Perspectivas sectoriales (1)

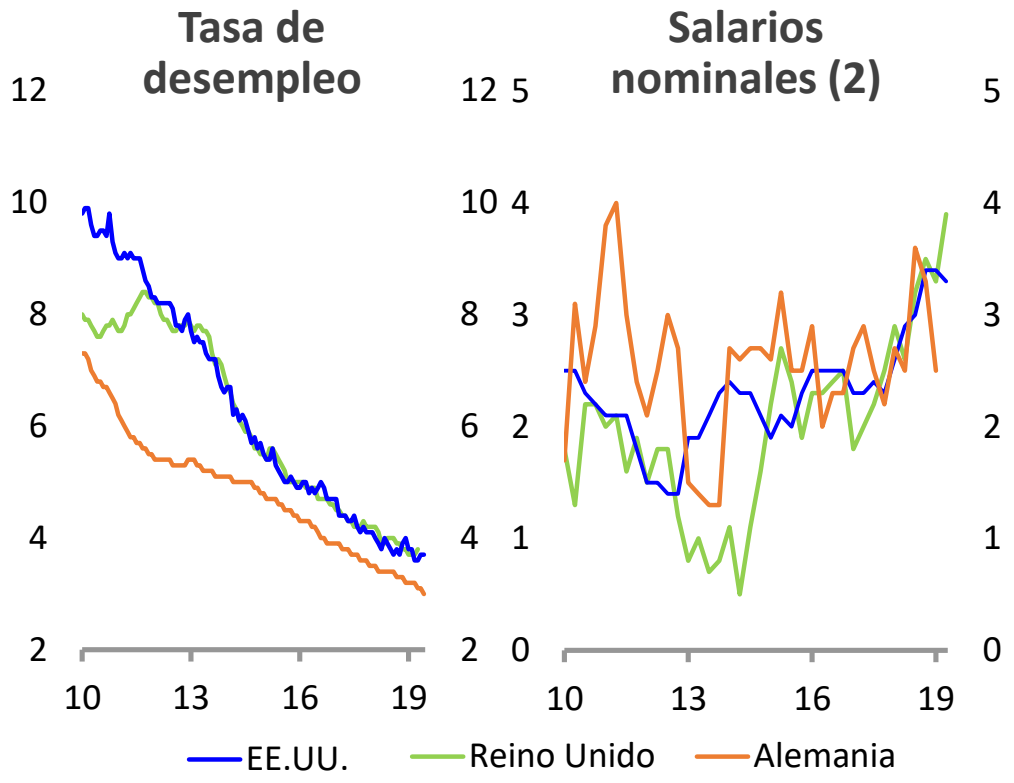
(índice de difusión, pivote=50)



(1) Medidos por el índice de gerentes de compra (PMI), excepto en EE.UU., donde se utiliza el ISM. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción). Fuente: Bloomberg.

Mercado laboral economías seleccionadas

(porcentaje; variación anual, porcentaje)

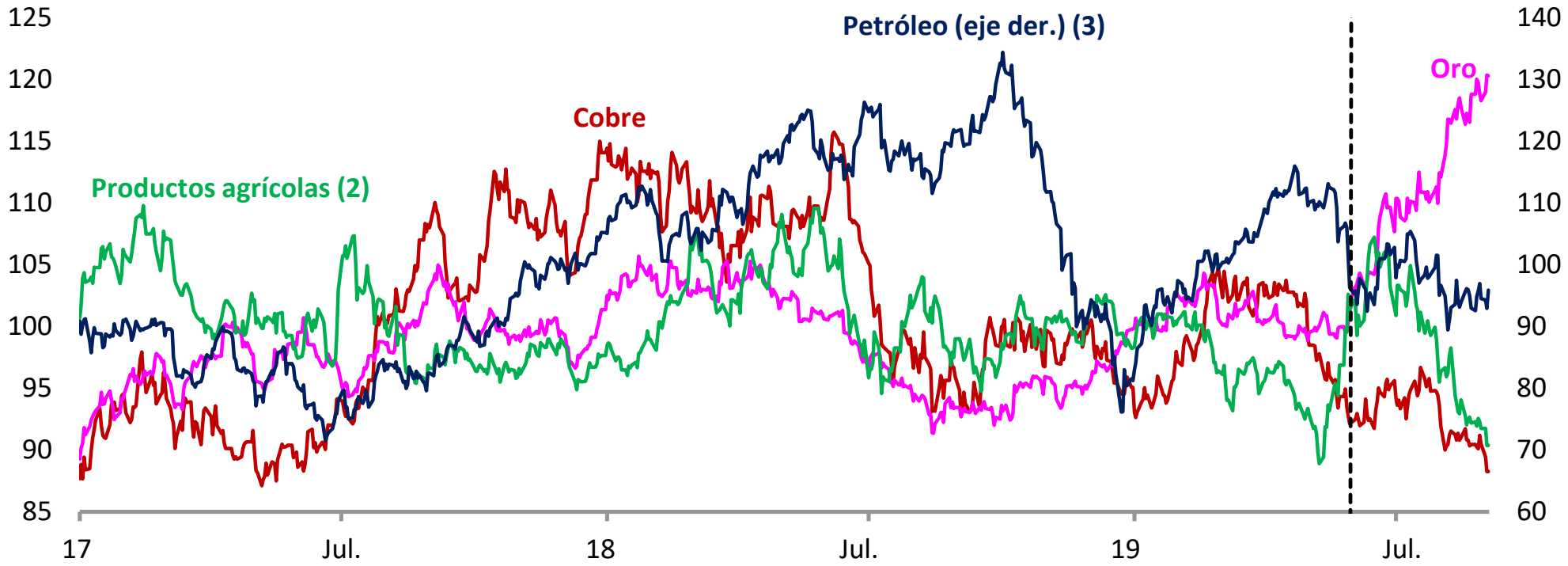


(2) Datos trimestrales. Fuente: Bloomberg.

En este contexto, los precios de las materias tuvieron caídas generalizadas, de la mano de una percepción más débil de la demanda global, por la relevancia de China como consumidor de estos productos principalmente, y un dólar más fuerte. Con todo, el valor del oro ha alcanzado su máximo en varios años, por ser considerado activo de refugio.

Precio de materias primas (1)

(índice promedio 2017-2019=100)

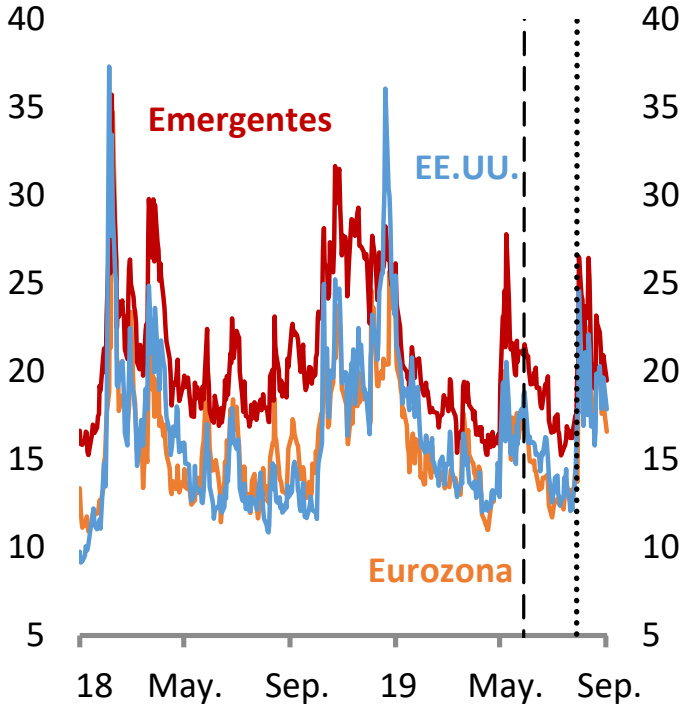


(1) Línea punteada vertical corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio. (2) Índice elaborado por Standard & Poor's y Goldman Sachs. (3) Promedio simple entre el barril de petróleo Brent y WTI. Fuente: Bloomberg.

Asimismo, se observa un deterioro de los índices de volatilidad y las plazas bursátiles, así como una depreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar y otras consideradas como refugio. En el mercado local se han replicado estos movimientos.

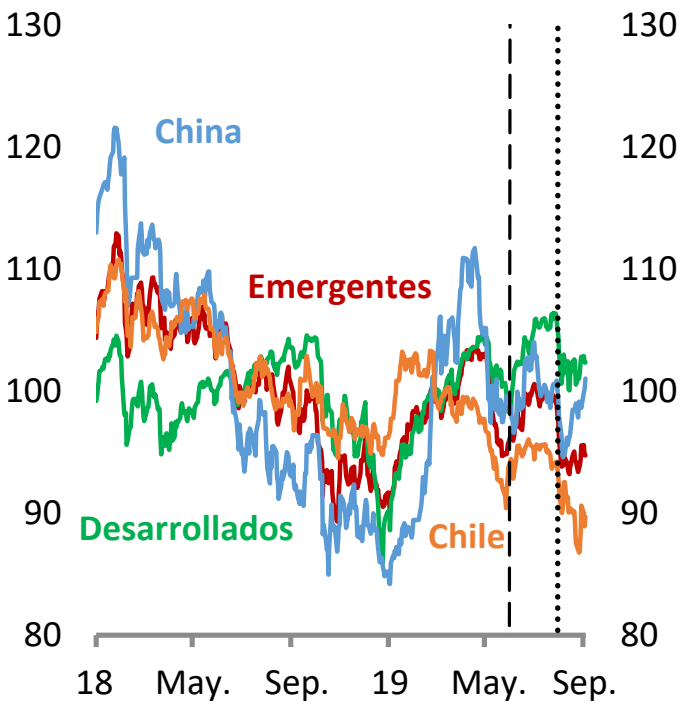
Volatilidad en bolsas (1) (2)

(porcentaje)



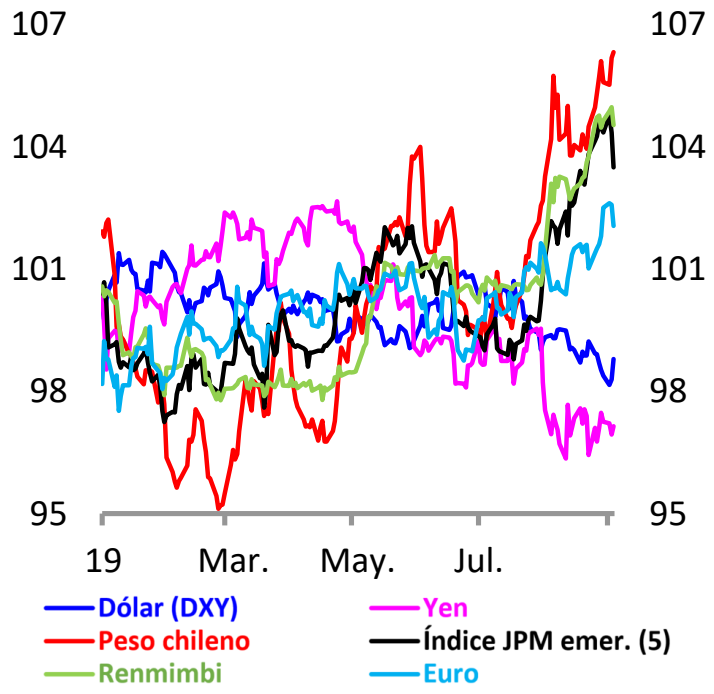
Mercados bursátiles (2) (3)

(índice 2018-2019=100)



Evolución de monedas (4)

(índice promedio 2019=100)



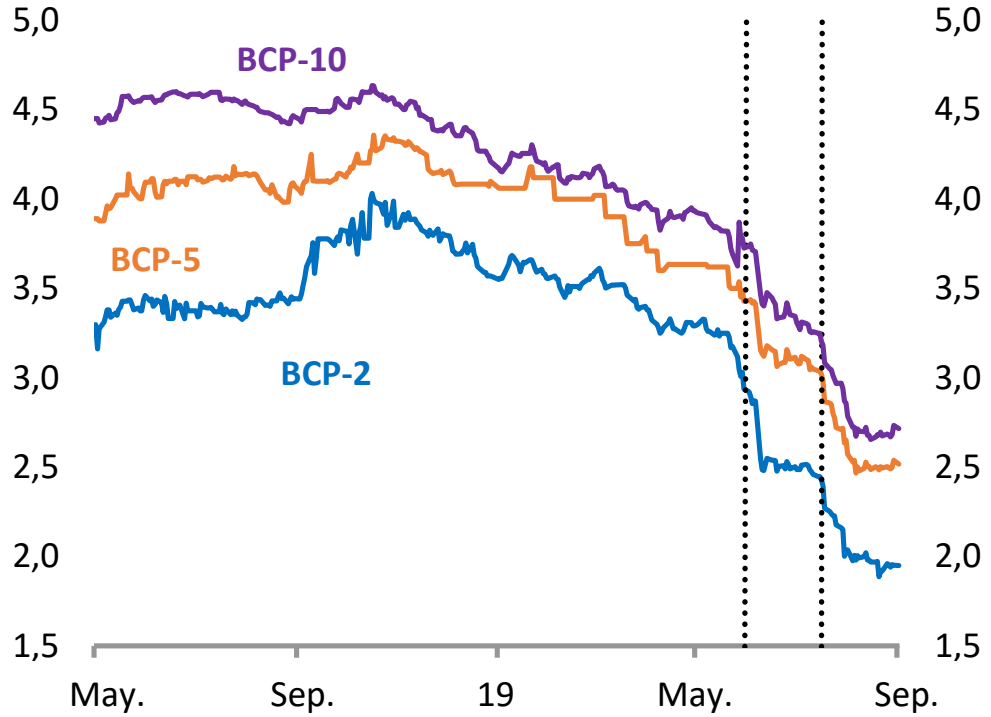
(1) Para Eurozona, países emergentes y EE.UU., la volatilidad está dada por V2TX Index, VXEEM Index y VIX Index, respectivamente. (2) Línea segmentada vertical izquierda representa el cierre estadístico del IPoM de junio. Línea punteada vertical derecha representa el anuncio realizado el 1 de agosto del 2019 sobre nuevas tarifas a importaciones chinas por parte de EE.UU. (3) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile y China se utilizan el IPSA y el Shanghai Composite Index, respectivamente. Fuente: Bloomberg.

(4) Aumento (baja) indica depreciación (apreciación). (5) Índice JP Morgan compuesto por Singapur, India, China, Chile, México, Brasil, Sudáfrica, Hungría, Rusia y Turquía. Fuente: Bloomberg.

Los desarrollos recientes han consolidado una política monetaria más expansiva en el mundo. A su vez, la elevada incertidumbre ha aumentado la preferencia por instrumentos más seguros, lo que se ha reflejado en un marcado descenso de las tasas de interés de largo plazo en el mercado de renta fija.

Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1) (2)

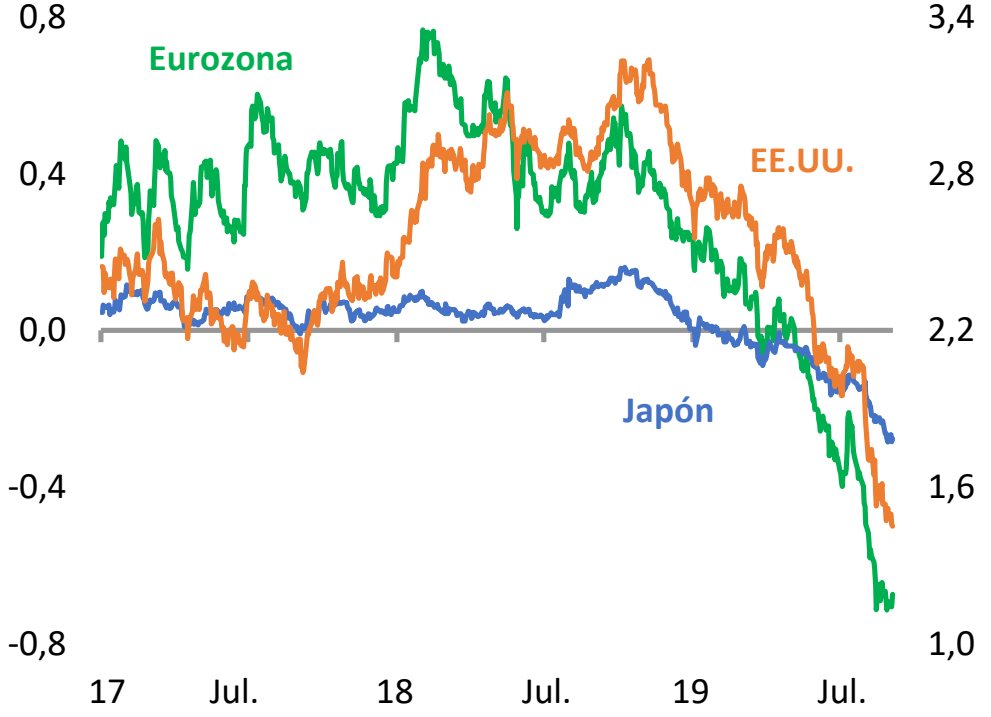
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada izquierda corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019. (2) Línea vertical punteada derecha corresponde al comunicado de la RPM de julio del 2019. Fuente: Banco Central de Chile.

Tasas de interés de bonos a 10 años

(porcentaje)



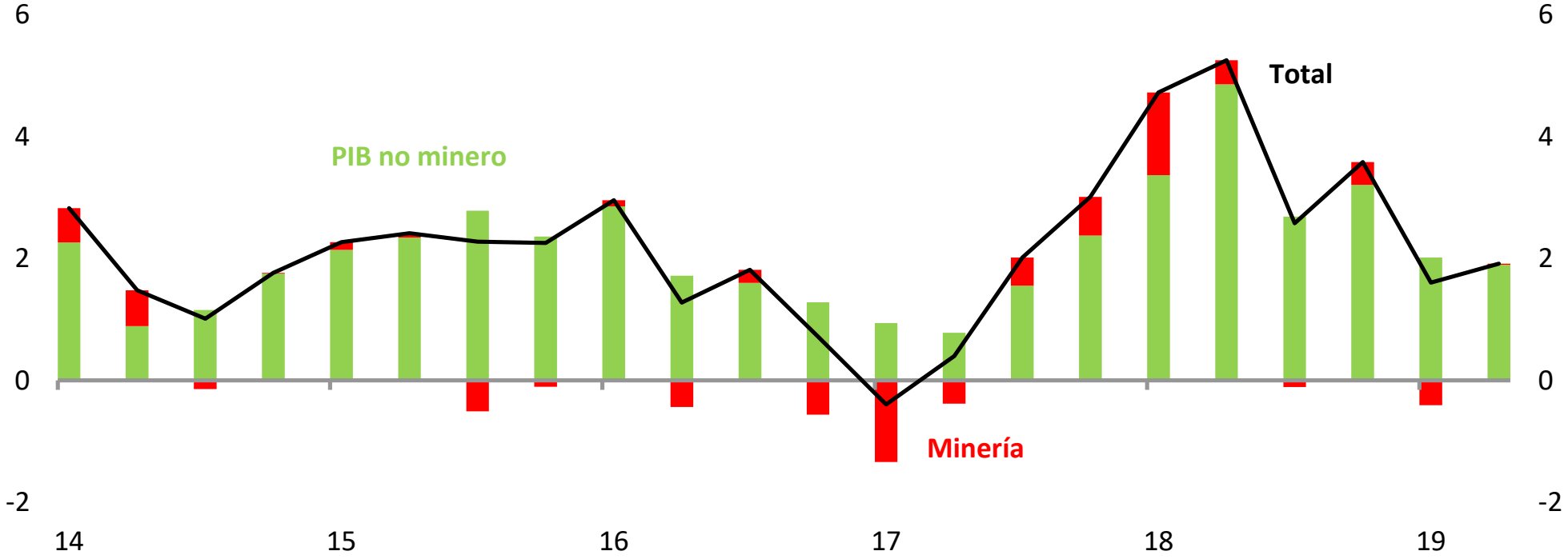
Fuente: Bloomberg.

2 Escenario interno

En el segundo trimestre, la actividad tuvo un crecimiento menor a lo previsto en junio. Esta diferencia se explicó por factores puntuales de oferta, como se observó en la minería; electricidad, gas y agua; la agricultura y en los servicios personales. También se suma la caída anual de la industria, tal como ocurre en otras economías.

Crecimiento anual del PIB

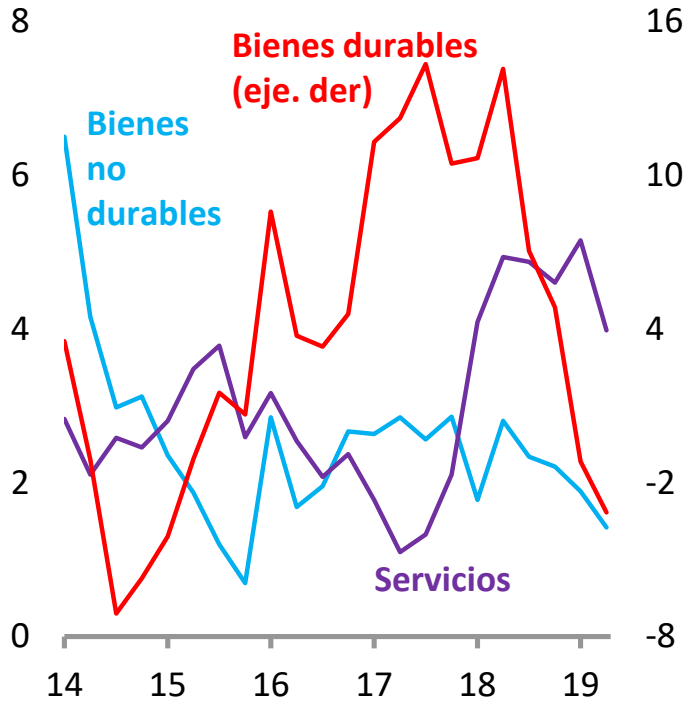
(incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

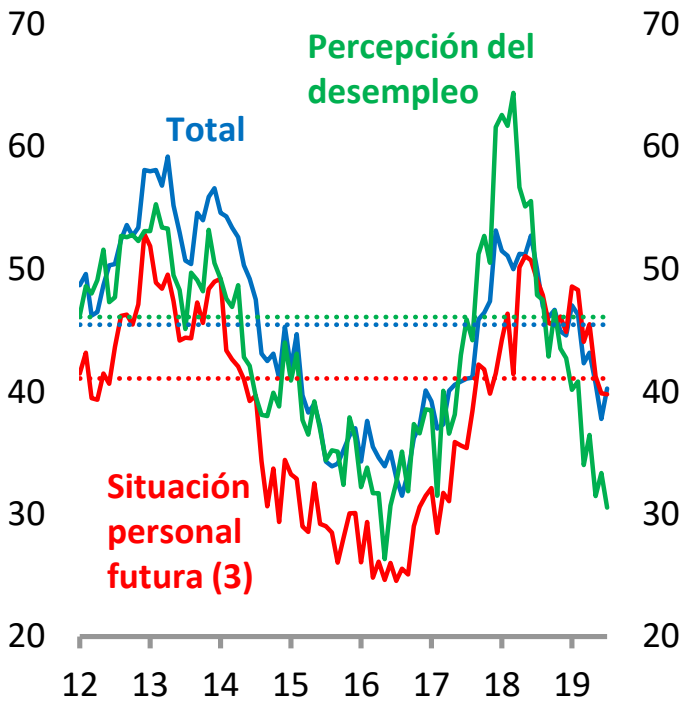
En la demanda, el consumo privado redujo su tasa de variación anual de manera transversal entre sus componentes, en particular en los bienes durables. No obstante, estos siguen en niveles elevados. El comportamiento del consumo se da en medio del marcado retroceso de las expectativas de consumidores y de una menor creación empleo asalariado privado.

Consumo privado
(variación anual, porcentaje)



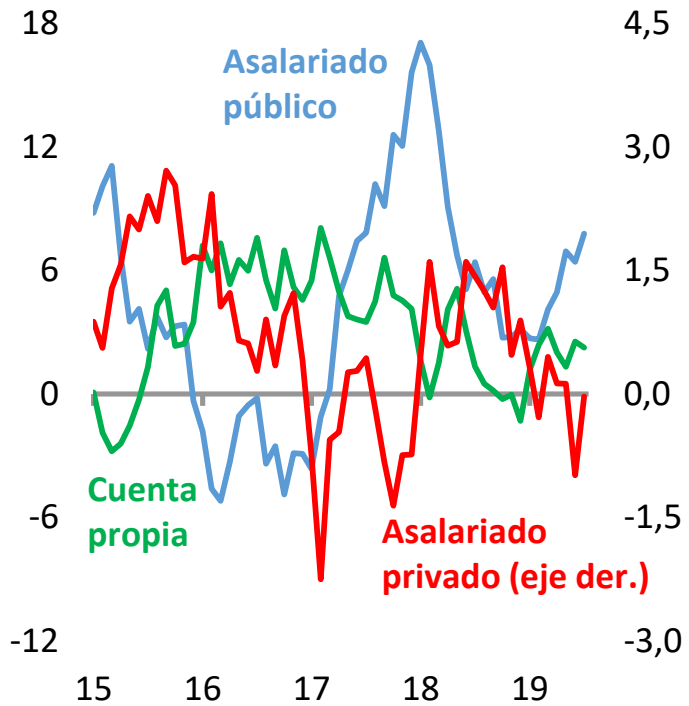
Fuente: Banco Central de Chile.

IPEC (1)(2)
(serie original)



(1) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo). (2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio del período entre marzo del 2003 y julio del 2019 para cada serie. (3) Indicador altamente correlacionado con el comportamiento del consumo. Para mayor detalle, ver documento de trabajo del Banco Central de Chile N°824, julio del 2018. Fuente: Adimark.

Empleo por categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)

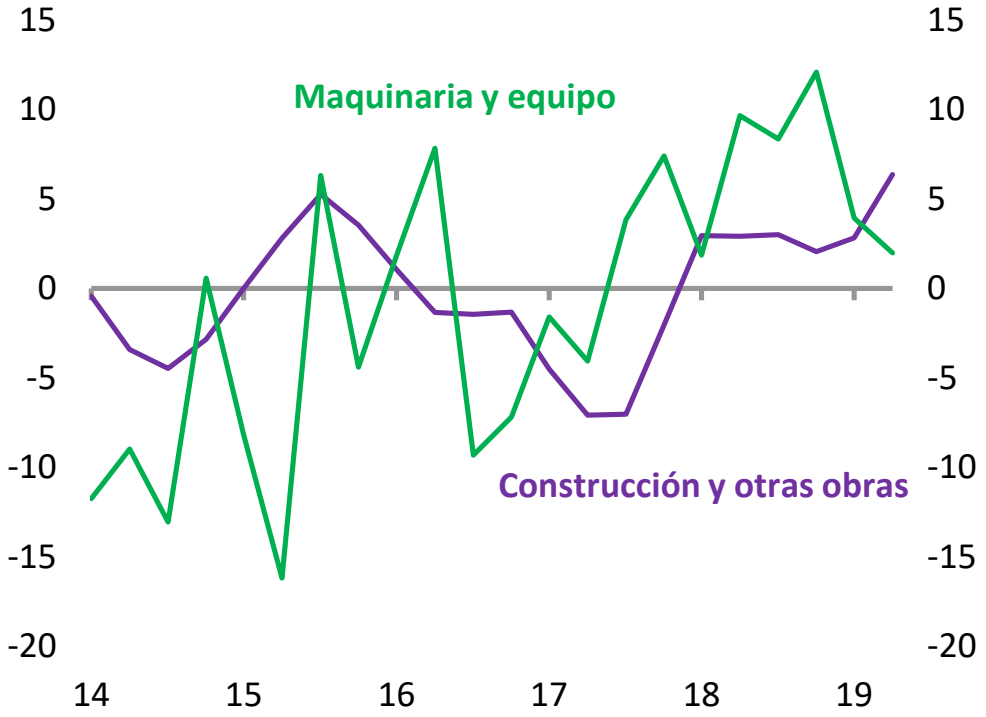


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En cambio, la inversión resultó mayor a lo previsto en el segundo trimestre, apoyada en el componente de construcción y otras obras, principalmente por el impulso proveniente de los grandes proyectos relacionados con la minería. Como se preveía, estos siguieron favoreciendo la actividad de otros rubros. Sin embargo, no se aprecia un mayor aumento de la inversión en el resto de los sectores y el crecimiento anual de maquinaria y equipos volvió a descender.

Formación bruta de capital fijo

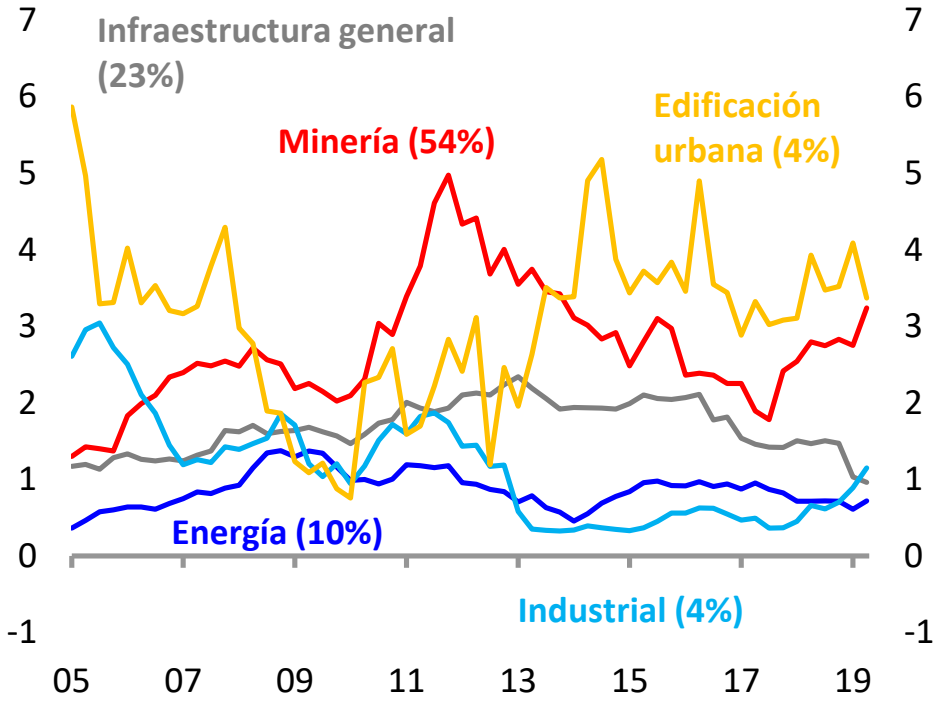
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Obras de ingeniería por sectores (*)

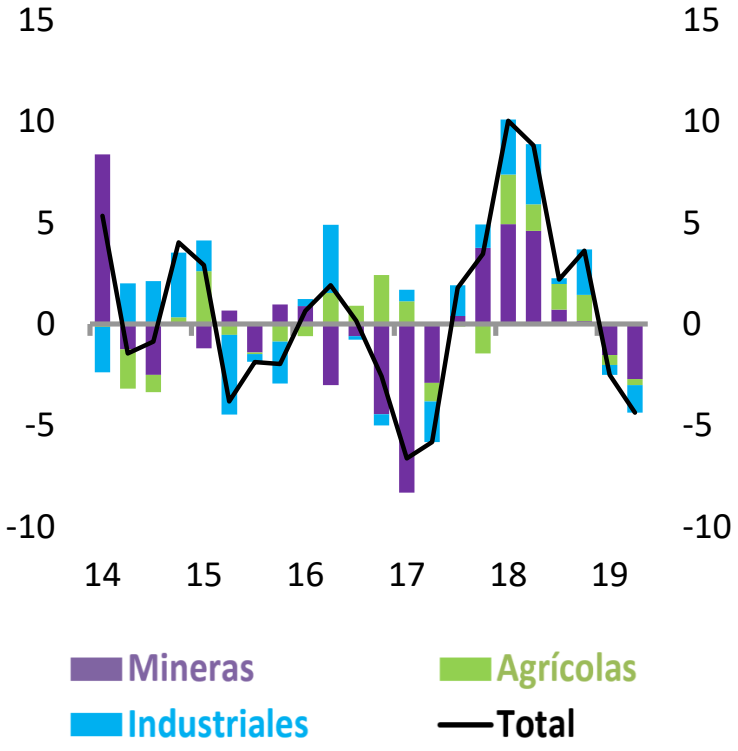
(índice base 1996=1)



(*) Porcentajes entre paréntesis corresponden a la participación del sector dentro de la actividad total del 2018. Estos suman 96% del total. Fuente: Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería de Chile A.G.

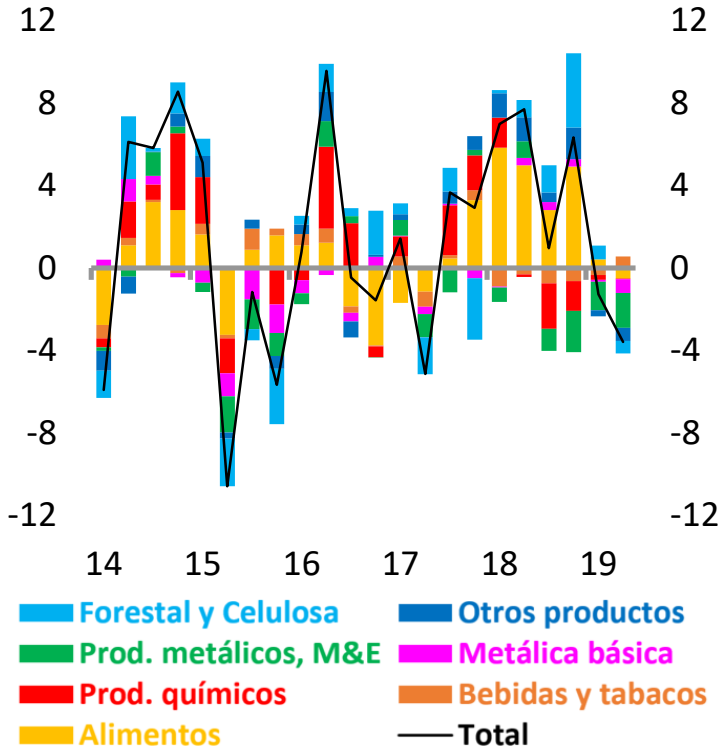
Hasta ahora, los efectos directos de la guerra comercial en el comercio chileno han sido acotados y heterogéneos. En las exportaciones, parte de su caída anual se explicó por factores de oferta en algunos sectores, y bases de comparación exigentes en otros. El magro desempeño de América Latina ha seguido afectando a la industria metálica básica.

Crecimiento anual de las exportaciones reales
(incidencias, porcentaje)



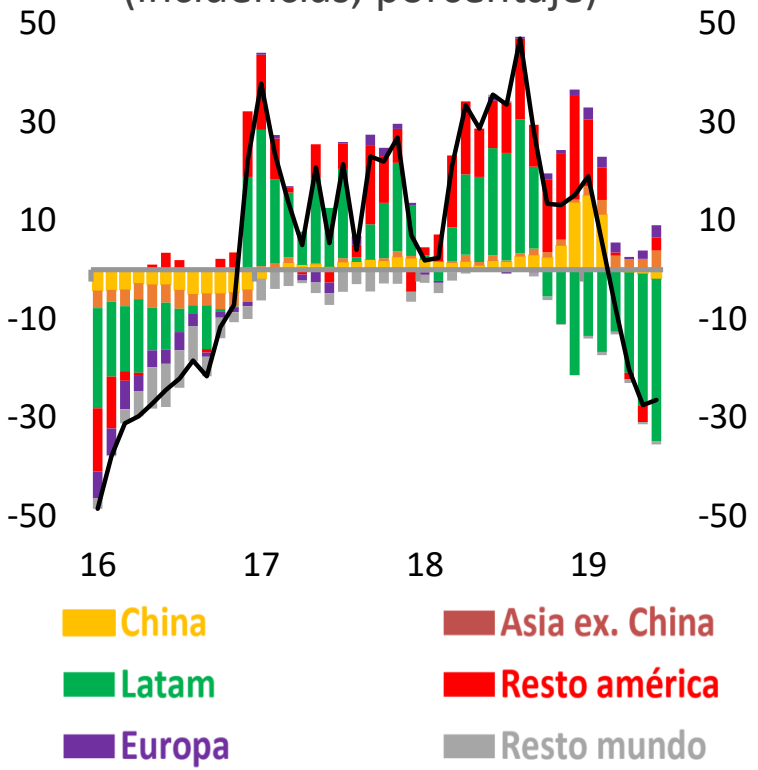
Fuente: Banco Central de Chile.

Crecimiento anual del volumen de las exportaciones industriales
(incidencias, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Crecimiento anual de las exportaciones industriales metálica básica por destino
(incidencias, porcentaje)

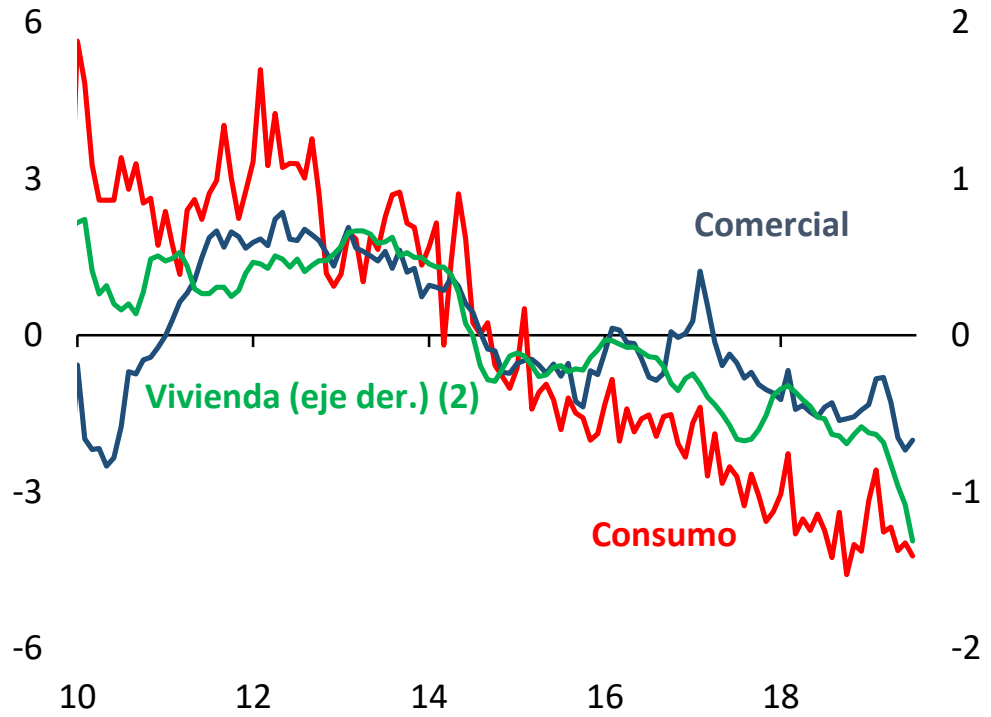


Fuente: Banco Central de Chile.

El costo del crédito interno continúa bajo, con tasas de interés de colocaciones que, incluso, siguieron disminuyendo en todos los segmentos. El crecimiento real anual de las colocaciones de consumo y empresas ha continuado descendiendo respecto de principios de año, exceptuando el segmento hipotecario.

Tasa de interés por tipo de colocación (1)

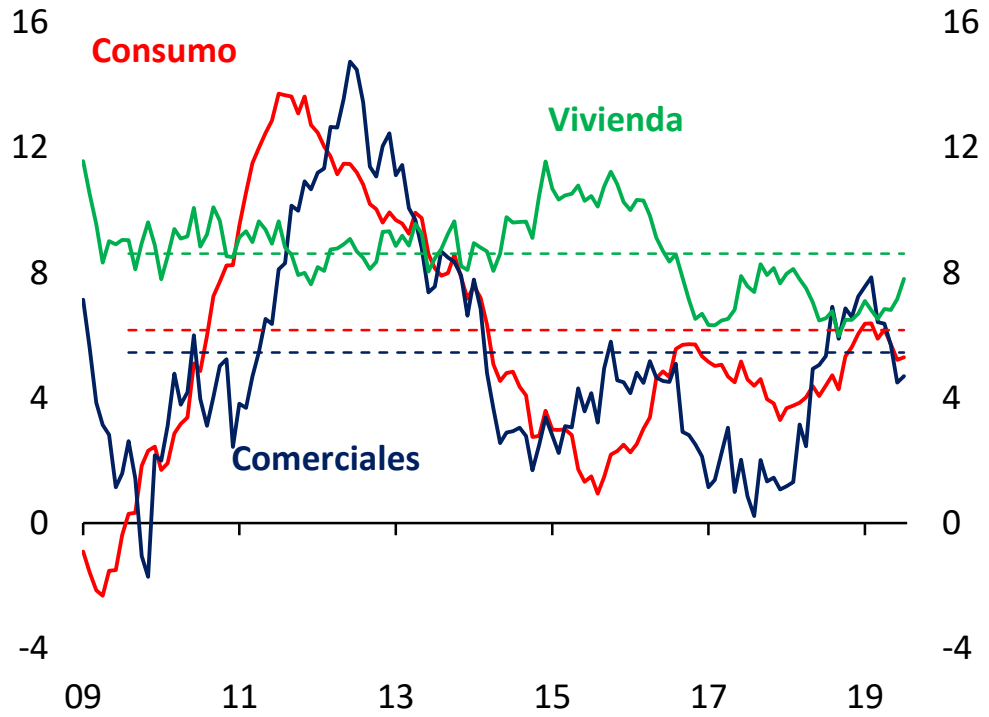
(desvíos respecto al promedio 2010-2019)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

Colocaciones reales (3) (4)

(variación anual, porcentaje)

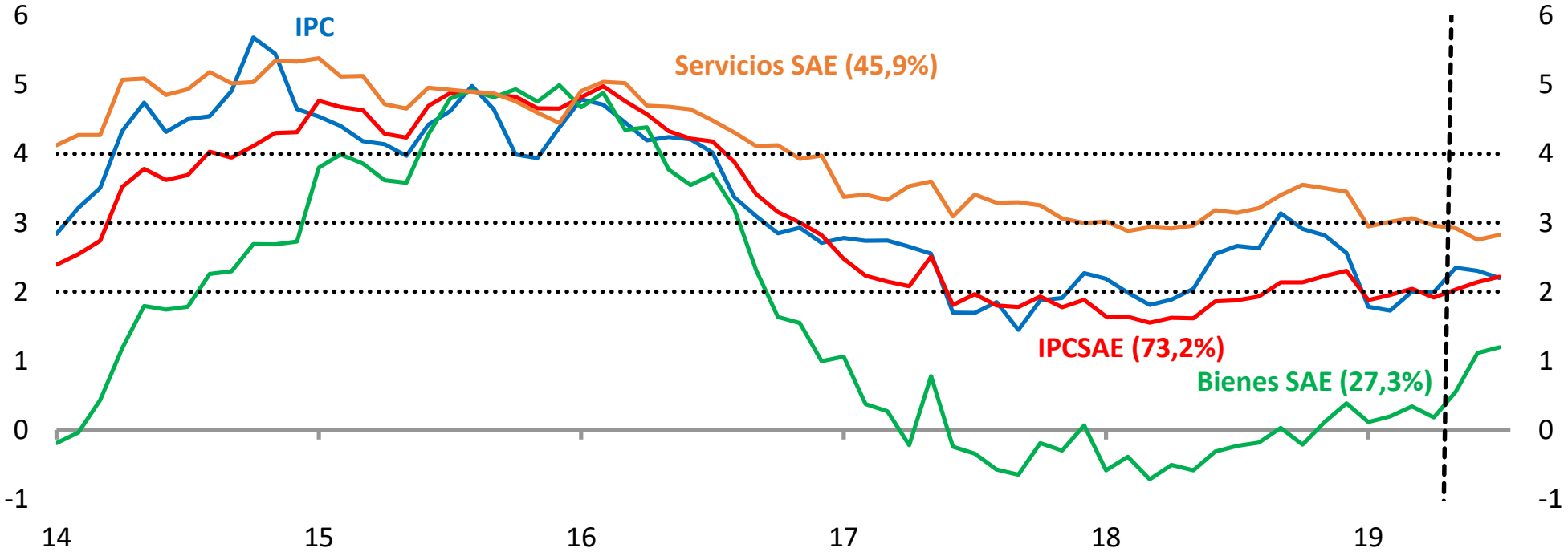


(3) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2018. (4) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

La inflación del IPC y del IPCSAE continúa en torno a 2%, sin mayores diferencias respecto de lo previsto en junio. No obstante, a nivel de componentes del IPCSAE se observan cambios más significativos.

Indicadores de inflación (1) (2)

(variación anual, porcentaje)

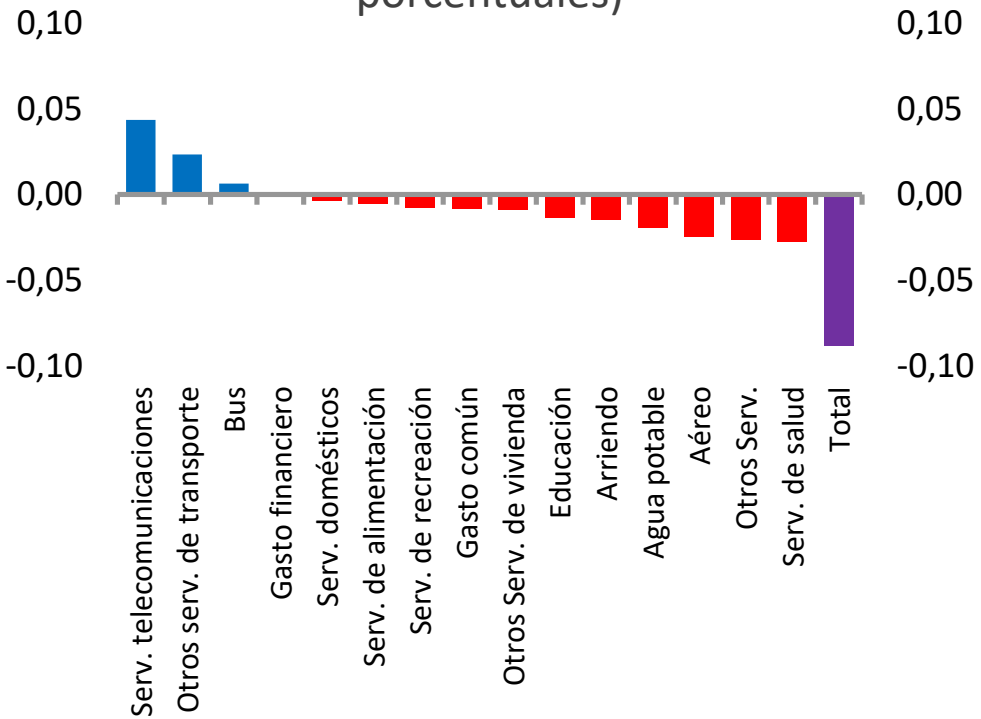


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En los últimos meses ha llamado la atención la evolución de la inflación de servicios del IPCSAE, que ha resultado menor que lo anticipado y se ubica en niveles bajos en perspectiva histórica. Destaca lo generalizado de la sorpresa entre sus componentes y que las líneas más ligadas al estado de la brecha de actividad y del mercado laboral se han ajustado aún más.

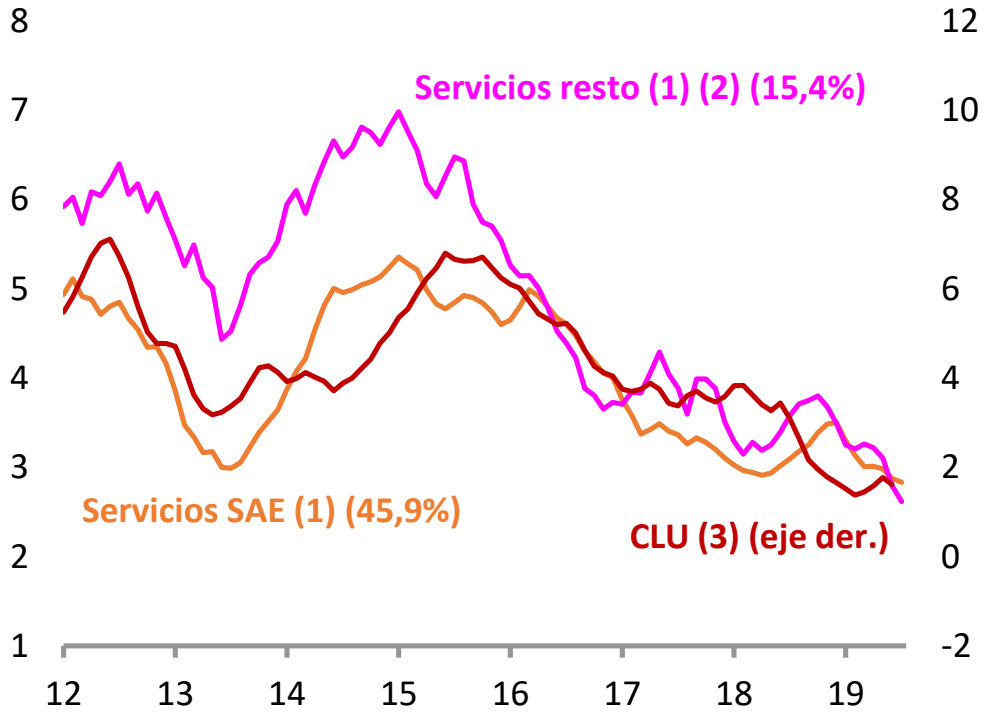
Servicios SAE: sorpresas acumuladas desde IPoM de junio

(incidencias mensuales acumuladas, puntos porcentuales)



Servicios SAE y costos laborales unitarios

(prom. móvil de tres meses de la variación anual, porcentaje)

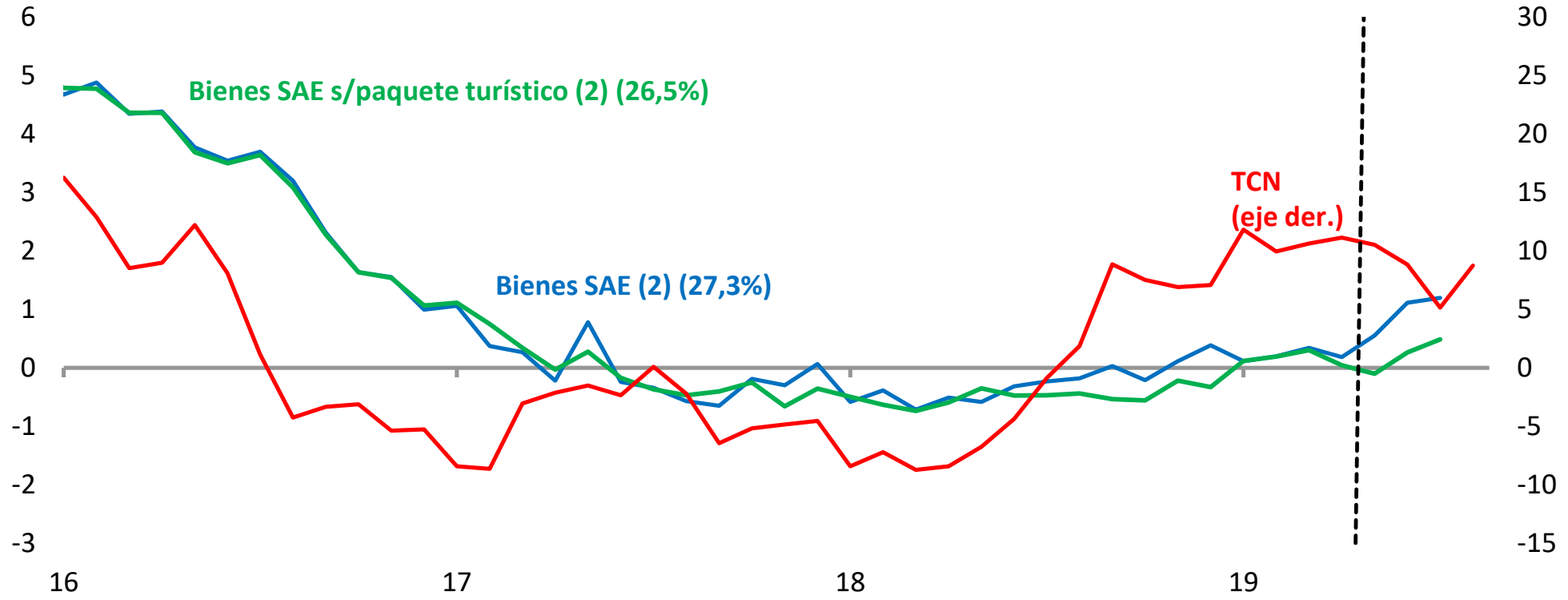


(1) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (2) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2017. (3) Construido en base a cifras del INE. Promedio móvil de doce meses de la variación anual. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En cambio, la inflación de bienes del IPCSAE resultó superior a lo previsto, en un contexto en que el peso se volvió a depreciar en términos anuales frente al dólar de EE.UU.

Tipo de cambio e IPCSAE de bienes (1)

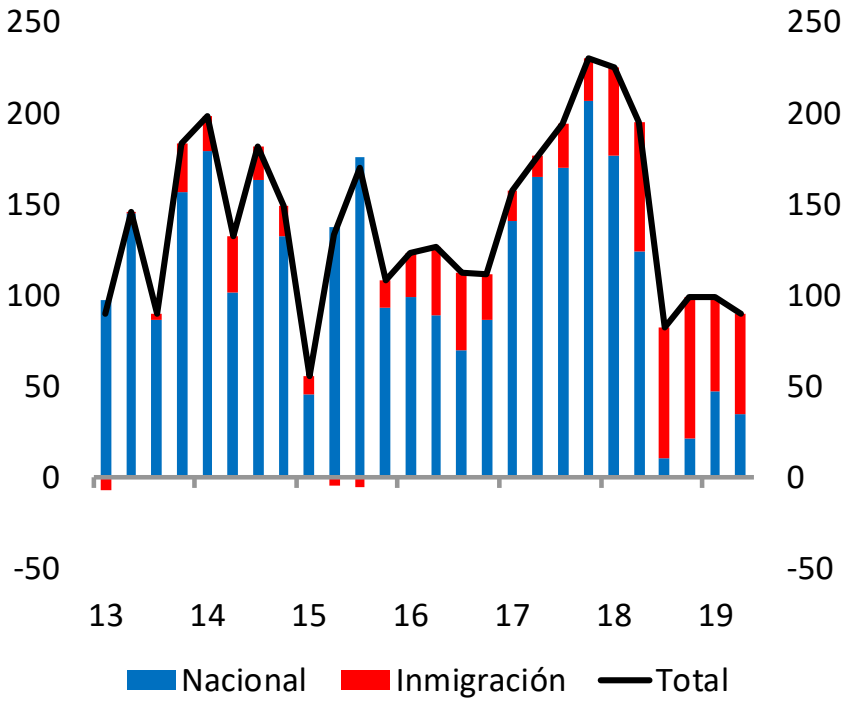
(variación anual, porcentaje)



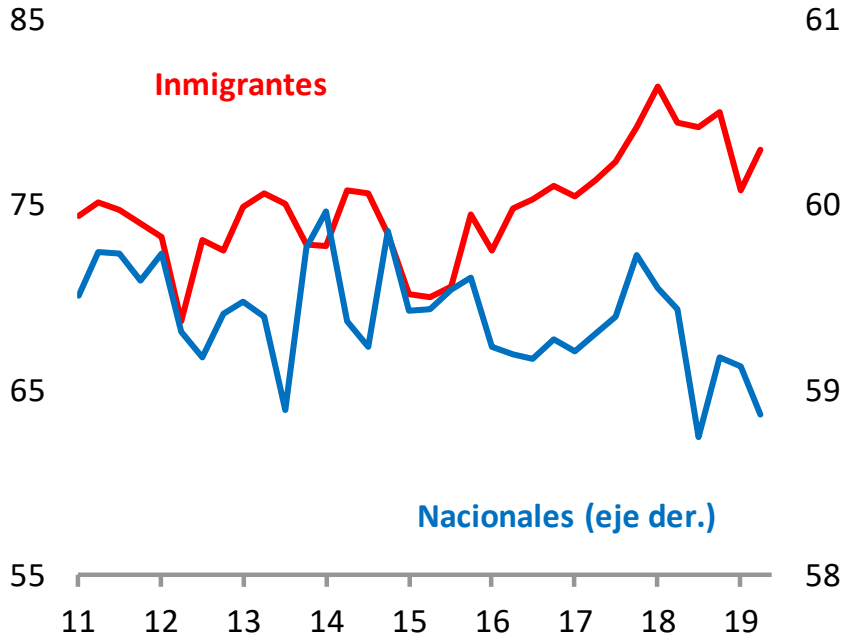
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Respecto del mercado laboral, parte importante del crecimiento de la fuerza laboral ha provenido de los inmigrantes. Esto es una consecuencia natural del significativo influjo de extranjeros y el hecho que su tasa de participación laboral es mayor a la de los nacionales, en parte porque la gran mayoría de los inmigrantes están en los grupos de edad con mayor participación en la fuerza de trabajo.

Crecimiento de la fuerza de trabajo
(diferencia anual, miles de personas)

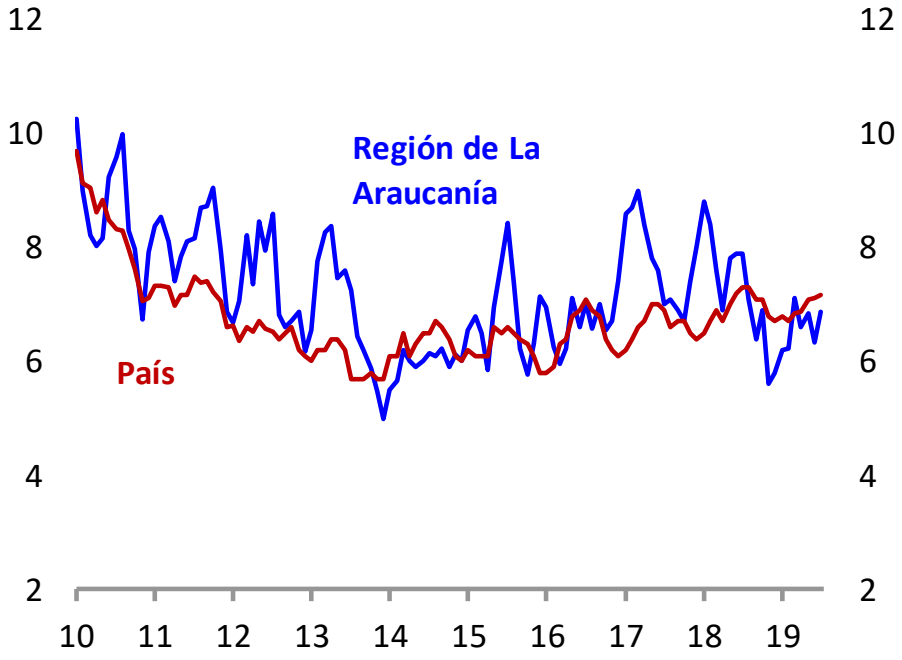


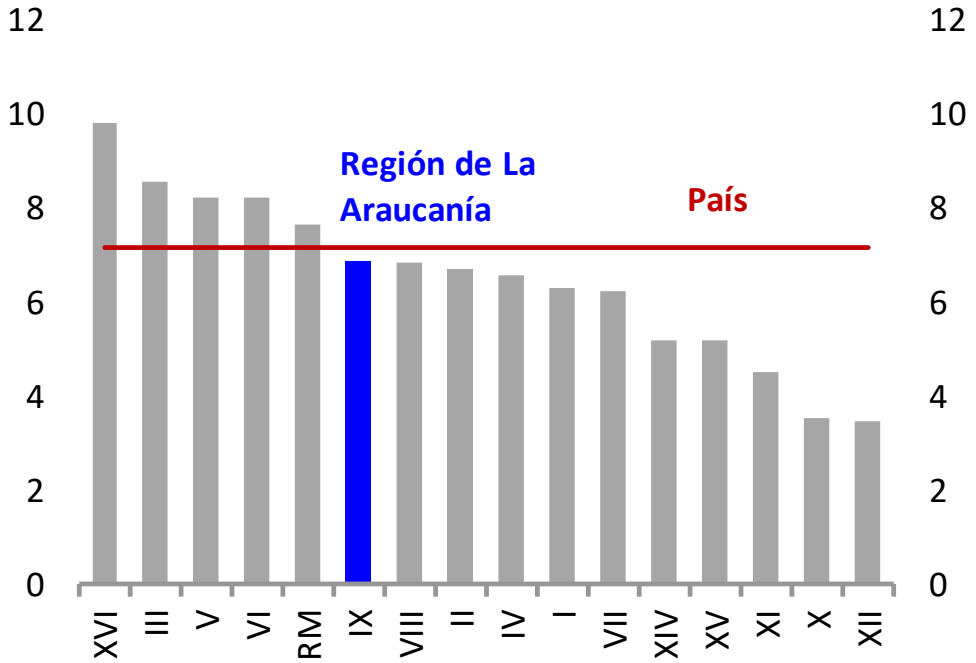
Tasa de participación
(porcentaje)



A pesar del fuerte flujo de inmigración la tasa de desempleo nacional, y también la de la región ha permanecido estable a niveles históricamente bajos.

Tasa de desempleo
(porcentaje)





Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La inmigración actúa, como se ha mencionado en ocasiones anteriores, a través de canales de oferta y demanda que, en el largo plazo, generan un efecto expansivo sobre el PIB y un aumento acotado en la inflación. En el corto plazo, sin embargo, la velocidad de los ajustes no es evidente.

Efectos de la inmigración en la inflación

En el período de ajuste, depende de:

- disposición a trabajar a distintos niveles salariales
- velocidad de ajuste del stock de capital.
- evolución de la productividad.

Aumento de la fuerza laboral
Reducción de las presiones de costos

Aumento del consumo
Aumento de la inversión

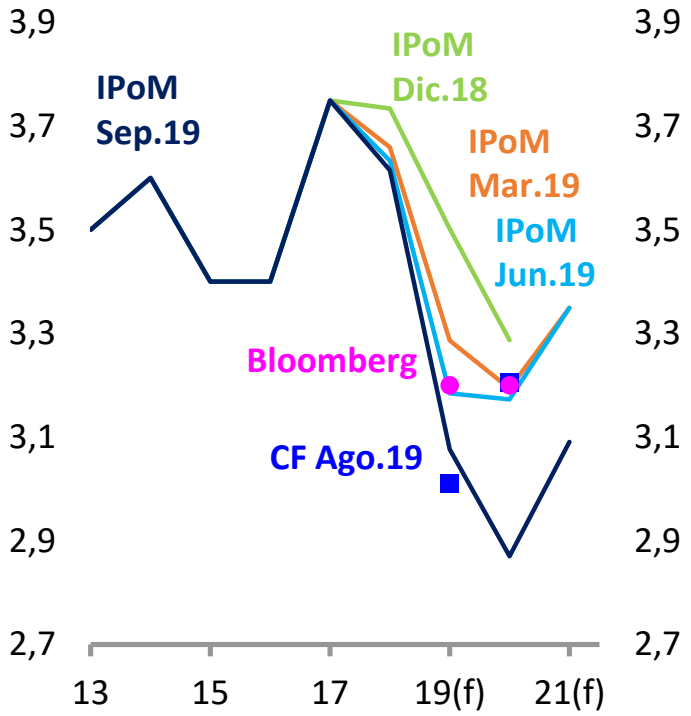
En el período de ajuste, depende de:

- propensión al ahorro de la población inmigrante

3 Perspectivas y riesgos

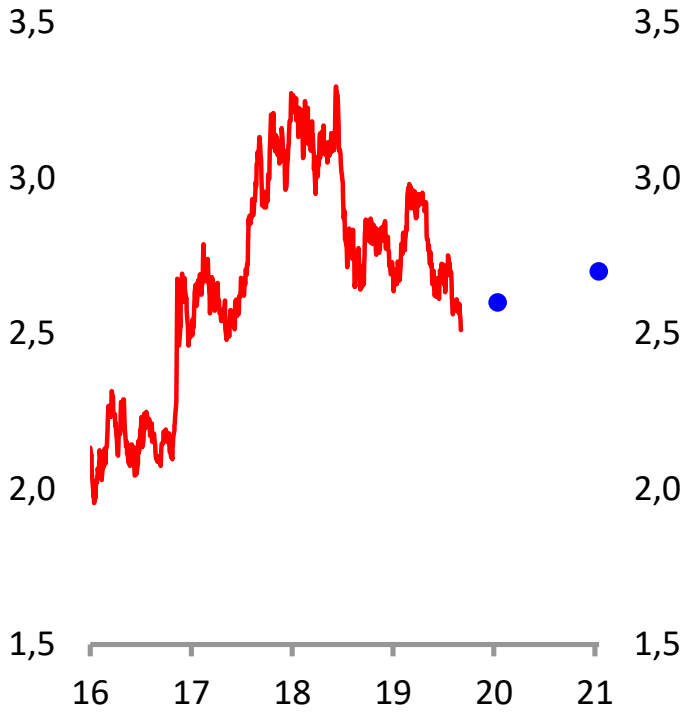
El escenario internacional ha tenido cambios importantes en los últimos meses, que llevan a que el impulso externo que recibirá la economía chilena disminuya de manera sustantiva respecto de lo considerado en el IPoM previo. El escenario base reduce de forma relevante el crecimiento mundial para el período 2019-2021. Los términos de intercambio serán algo menores, conjugando un menor precio del cobre con la baja en el valor del petróleo.

Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)



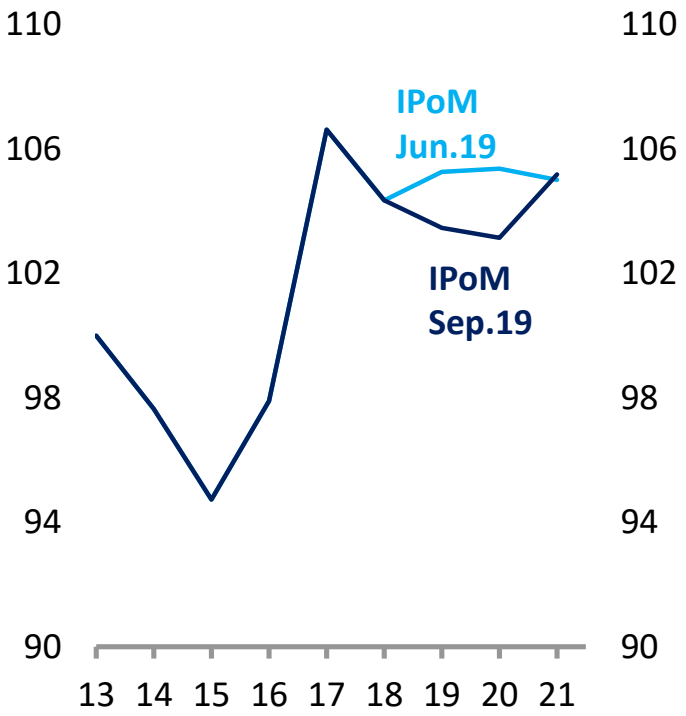
(f) Proyección. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Forecasts.

Precio del cobre (1)
(dólares la libra)



(1) Puntos azules corresponden a la proyección para 2020 y 2021. Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

Términos de intercambio (2)
(índice 2013=100)



(2) Para el 2018 corresponde a estimación. Desde el 2019 al 2021 corresponden a la proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

El ajuste de las proyecciones de crecimiento se da con mayor intensidad en las economías emergentes. Destaca Asia, donde la menor tasa de crecimiento que se prevé para China tiene efectos importantes en el resto de la región. En particular por la fuerte integración de las economías de Asia emergente a las cadenas de valor global.

Crecimiento mundial

(variación anual porcentaje)

	2017	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
			IPoM Jun.19	IPoM Sep.19	IPoM Jun.19	IPoM Sep.19	IPoM Jun.19	IPoM Sep.19
Mundo a PPC	3,7	3,6	3,2	3,1	3,2	2,9	3,3	3,1
Mundo a TC de mercado	3,2	3,0	2,5	2,5	2,5	2,3	2,7	2,5
Socios comerciales	3,7	3,6	3,2	3,1	3,2	2,9	3,3	3,1
Estados Unidos	2,4	2,9	2,2	2,2	1,7	1,6	1,7	1,7
Eurozona	2,4	1,9	1,1	1,1	1,5	1,3	1,6	1,4
Japón	1,9	0,8	0,7	0,7	0,5	0,5	1,0	0,7
China	6,9	6,6	6,1	6,1	6,0	5,5	5,9	5,7
India	6,7	6,8	7,3	7,0	7,4	6,8	7,4	7,0
Resto de Asia	4,4	4,1	3,8	3,7	3,8	3,0	4,0	3,2
América Latina (excl. Chile)	1,1	0,4	0,8	0,2	2,0	1,4	2,5	1,8
Exp. de prod. básicos	2,7	2,3	2,0	1,9	2,0	2,0	2,2	2,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El crecimiento acumulado para el período 2019-2021 se ajusta a la baja. Esto incorpora mayores tasas de expansión en la segunda mitad de este año que no serán capaces de compensar el bajo desempeño del primer semestre. Esto considera que algunos factores negativos del segundo trimestre no se revertirán, el menor dinamismo del consumo tendrá algo de persistencia y el menor impulso externo reducirá las exportaciones.

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

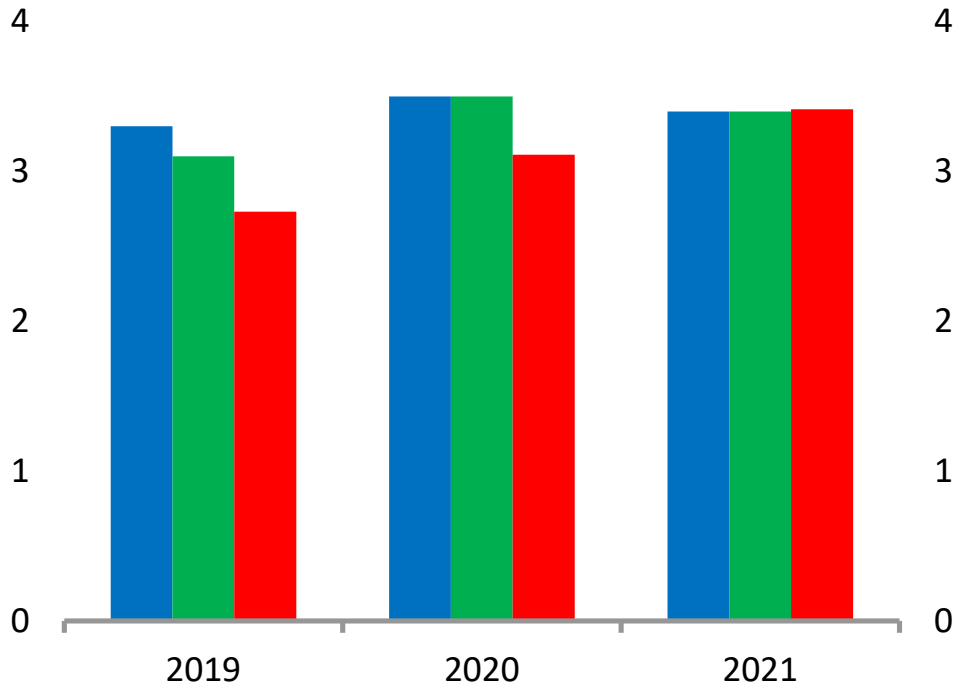
	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
		IPoM Jun.19	IPoM Sep.19	IPoM Jun.19	IPoM Sep.19	IPoM Jun.19	IPoM Sep.19
PIB	4,0	2,75-3,5	2,25-2,75	3,0-4,0	2,75-3,75	3,0-4,0	3,0-4,0
PIB minero	5,2						
PIB no minero	3,9						
Demanda interna	4,7	2,9	2,4	3,8	3,5	3,5	3,6
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,9	3,4	3,0	3,9	3,3	3,5	3,6
Formación bruta de capital fijo	4,7	4,5	4,0	5,1	4,0	4,1	4,1
Consumo total	3,7	3,1	2,7	3,5	3,1	3,4	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,0	0,6	-1,3	3,6	1,6	2,7	2,2
Importaciones de bienes y servicios	7,6	0,6	-1,9	4,3	2,3	2,7	2,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-2,9	-3,3	-2,8	-3,1	-2,8	-2,6
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	19,6	19,9	19,3	20,2	19,9	20,5	20,6
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,3	21,8	21,9	22,1	22,1	22,3	22,1

(f) Proyección.

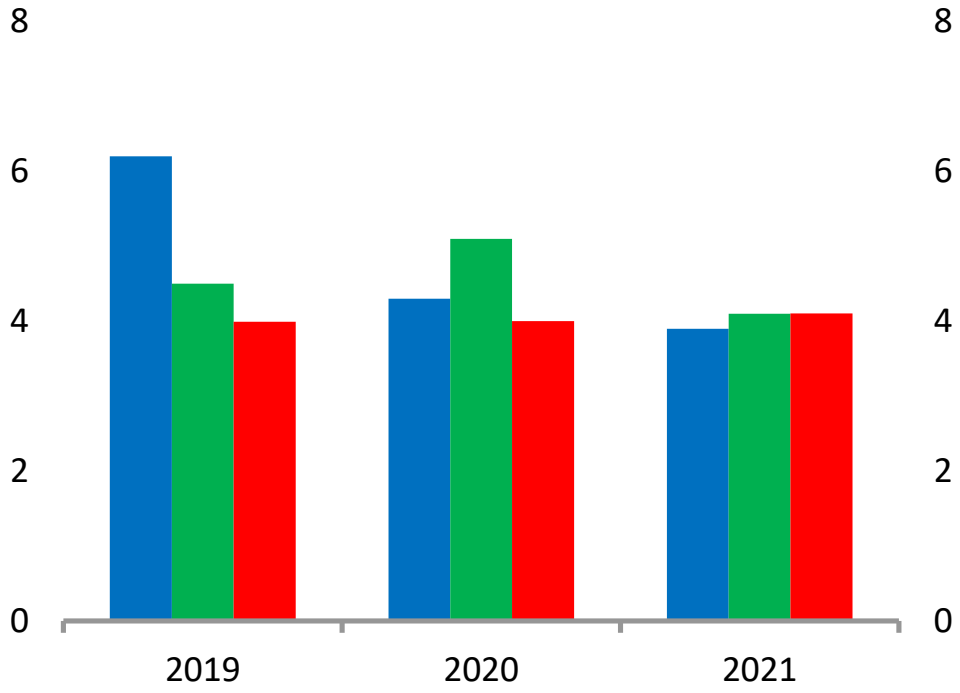
Fuente: Banco Central de Chile.

La proyección para el consumo privado se ajusta a la baja, dada la evolución de sus fundamentos. Hacia el 2020 y 2021 consumo total retomará tasas de expansión mayores acordes con el PIB. En el escenario base, se supone que la inversión estará impulsada principalmente por su parte minera. En cambio, la de los sectores no mineros se anticipa menos dinámica que lo previsto en junio.

Proyecciones consumo total
(variación anual, porcentaje)



Proyecciones FBCF
(variación anual, porcentaje)



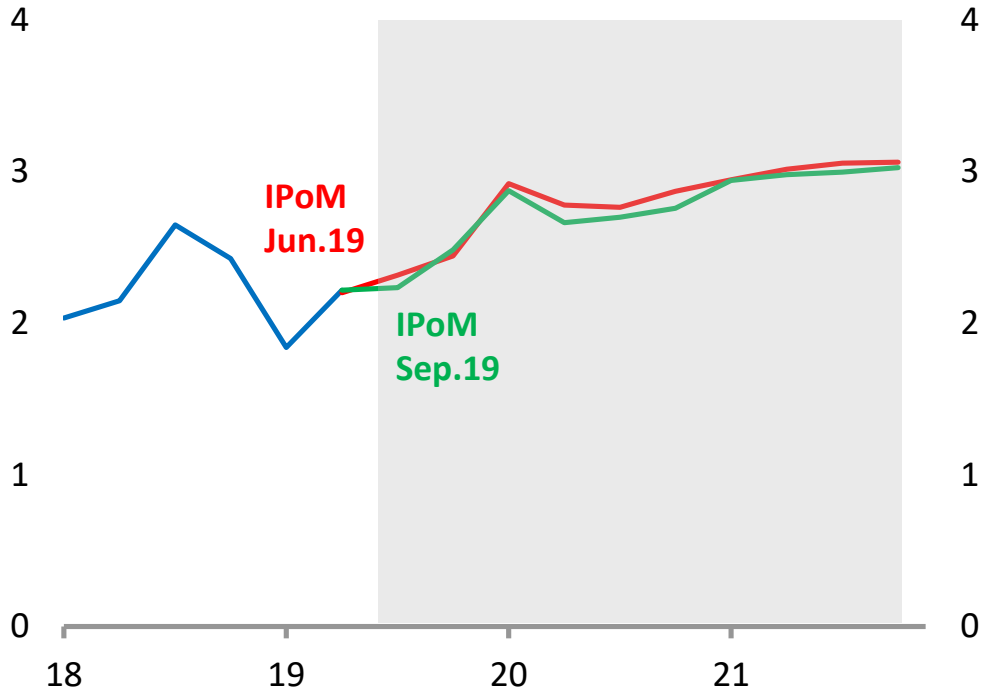
IPoM Mar.19 IPoM Jun.19 IPoM Sep.19

Fuente: Banco Central de Chile.

La convergencia de la inflación a la meta ocurrirá durante el 2021, en la última parte del horizonte de política. Ello considera que las sorpresas inflacionarias acumuladas en el componente de servicios demorarán en revertirse, en línea con una brecha de actividad más abierta que lo previsto y que comenzará a cerrarse más tarde.

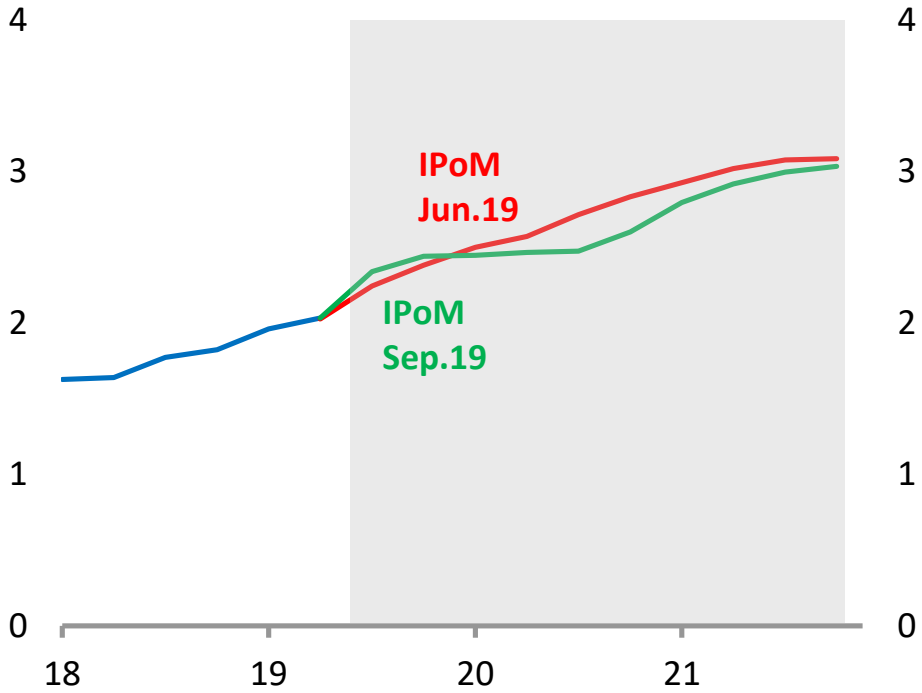
Proyección de inflación IPC (1) (2)

(variación anual, porcentaje)



Proyección de inflación IPCSAE (1) (2)

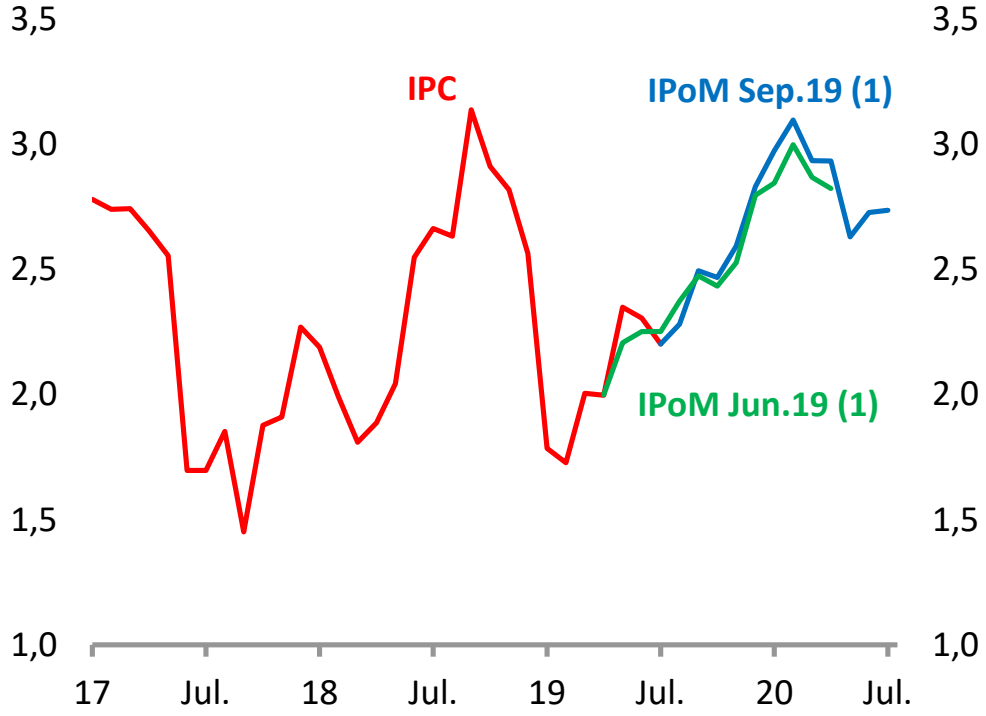
(variación anual, porcentaje)



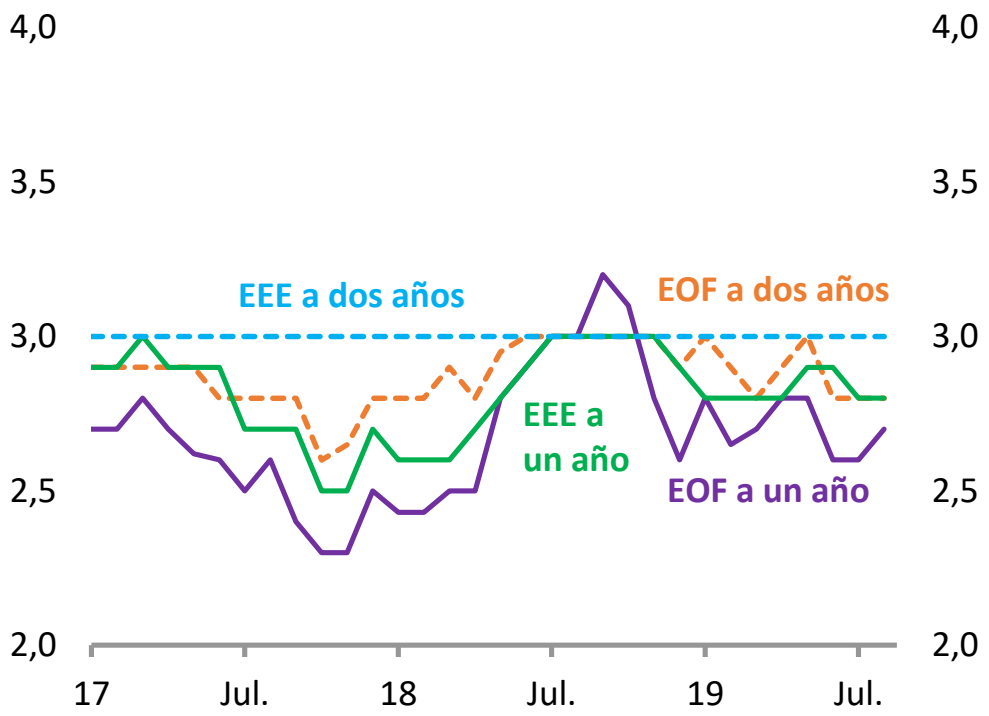
(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2019, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En este contexto, las expectativas privadas para inflación se han reducido a un año plazo y, coherente con el escenario base del IPoM, prevén que la convergencia a 3% se dará en el 2021.

Seguros de inflación
(variación anual, porcentaje)



Encuesta a analistas (2)
(variación anual, porcentaje)

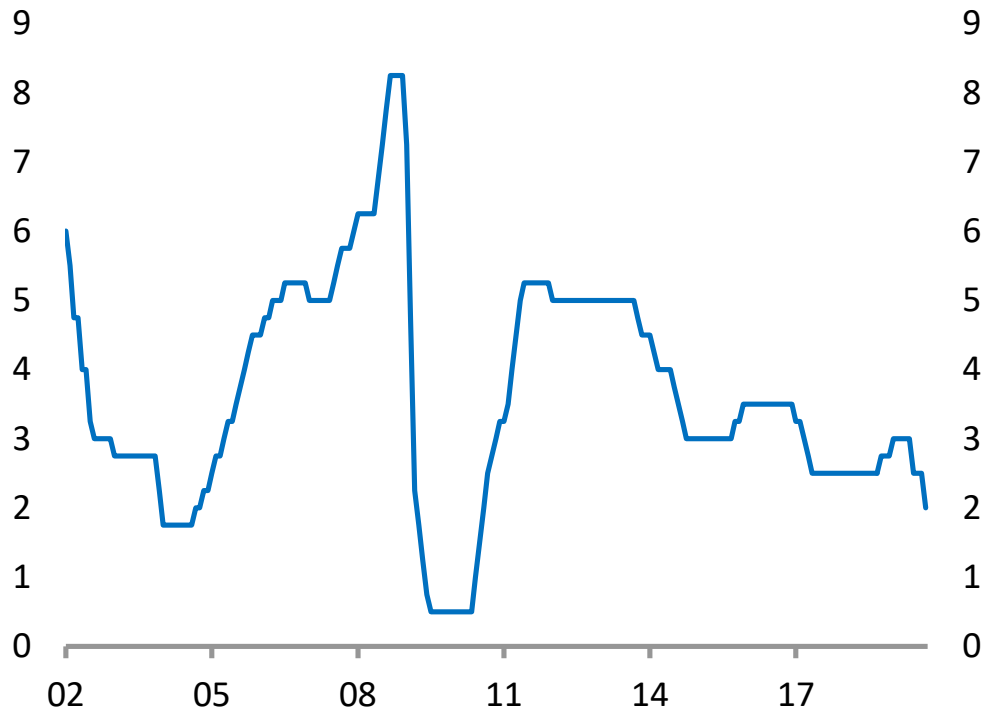


(1) Para el IPoM de junio y de septiembre del 2019, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 03/06/2019 y al 28/08/2019, respectivamente. (2) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, corresponde a la última encuesta publicada en el mes. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Con estos antecedentes, el Consejo estima que los eventos recientes han puesto en riesgo la oportuna convergencia de la inflación a la meta. Así, en su Reunión de septiembre decidió reducir la TPM en 50pb, hasta 2,0%. Hacia adelante, la oportunidad para retirar el estímulo dependerá de que los datos muestren clara evidencia de la convergencia inflacionaria en el horizonte de política.

Tasa de política monetaria

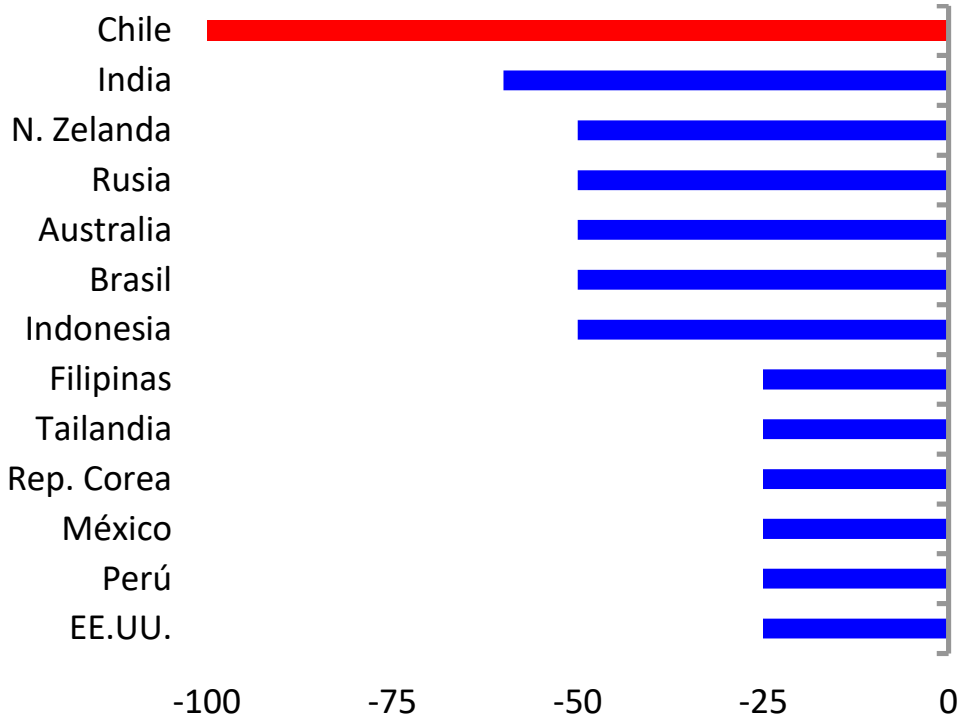
porcentaje



Fuente: Banco Central de Chile.

Ajustes de TPM desde junio del 2019

(puntos base)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El Consejo estima que el escenario de proyecciones está sesgado a la baja para la actividad y equilibrado para la inflación.

Eventos	Efecto sobre la convergencia inflacionaria	Reacción de política monetaria
Desaceleración del crecimiento del consumo y la inversión	**(-)**	Mayor estímulo
Demanda responde con mayor fuerza a expansividad de las condiciones financieras	**(+)**	Menor estímulo

En esta oportunidad el Consejo pondera más los que justifican un mayor impulso monetario.

También se analizó la posibilidad de ocurrencia de eventos más extremos.

Eventos más extremos	Efecto sobre la convergencia inflacionaria	Reacción de política monetaria
Empeoramiento bastante más profundo de la situación externa	**(-)**	Estímulo considerablemente mayor
Debilidad del consumo y la inversión limita efectividad de la política monetaria	**(-)**	Estímulo considerablemente mayor

Comentarios finales

El escenario macroeconómico ha tenido cambios relevantes en los últimos meses:

- La economía ha mostrado un dinamismo menor al previsto
- La inflación permanece en niveles bajos y se prevé que lo seguirá estando hasta bien avanzado el horizonte de política
- Las perspectivas del escenario internacional se han deteriorado significativamente

El Consejo estima que los eventos recientes han puesto en riesgo la oportuna convergencia inflacionaria. Por ello, en su Reunión de septiembre, decidió reducir la TPM hasta 2,0%, señalando que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.

Hacia el mediano plazo, el proceso de normalización del estímulo monetario dependerá de que los datos den señales claras de una superación del cuadro más adverso y se asegure una convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

Así, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2019

Joaquín Vial

Vicepresidente

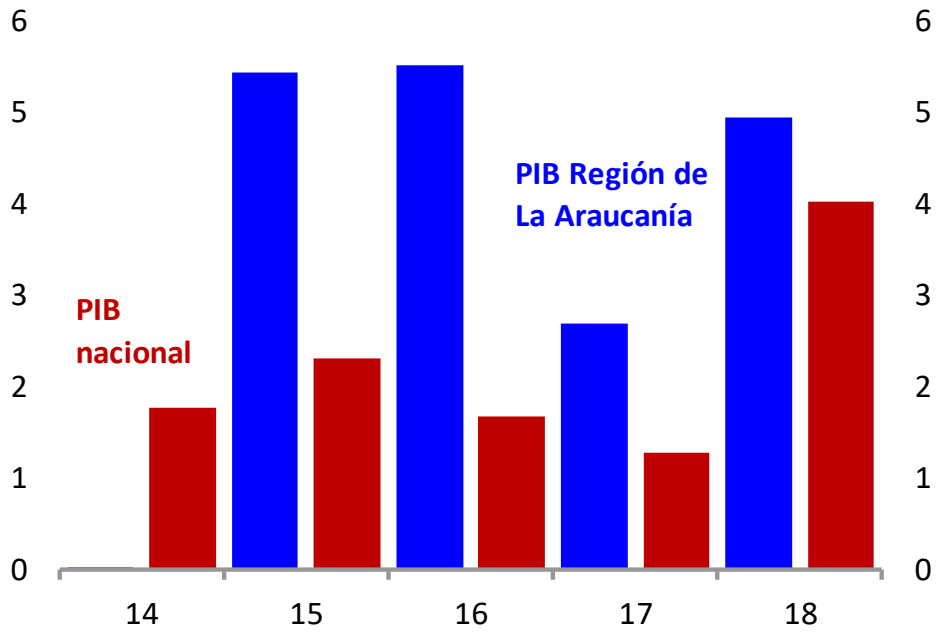
Banco Central de Chile, 6 de septiembre de 2019

1 Región de La Araucanía

En el 2018 la tasa de crecimiento de la actividad sobrepasó a la del país ese año.

PIB nacional y de la región

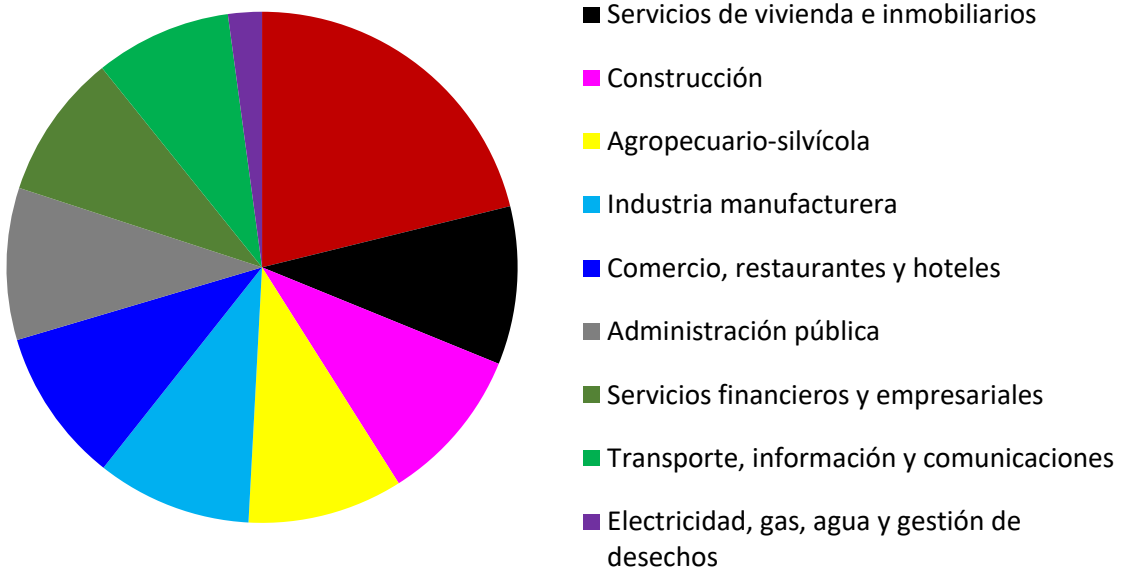
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

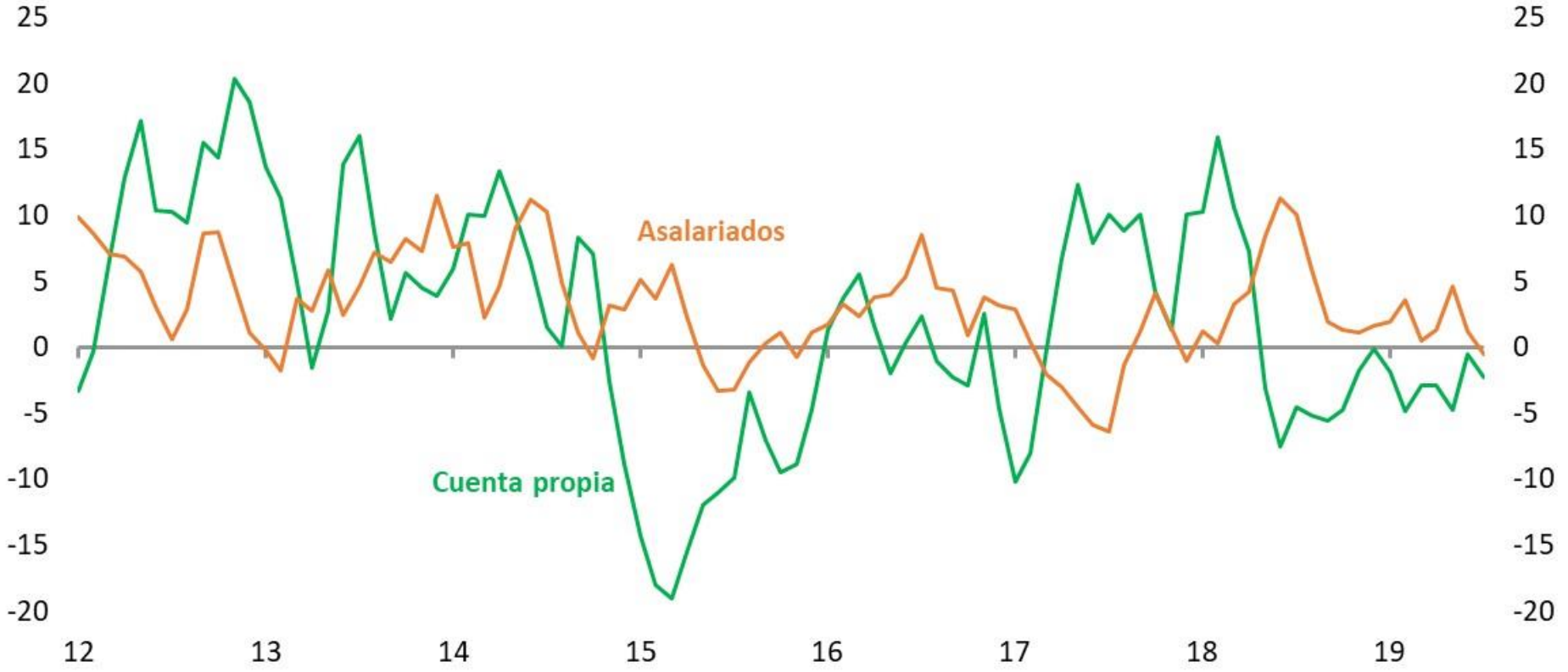
Composición regional del PIB sectorial (2017)

(porcentaje)



El empleo asalariado cayó 0,5% anual y el por cuenta propia bajó 2,3% anual, en el trimestre móvil finalizado en julio del 2019.

Creación de empleo por categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

IPN: Percepciones en Temuco

Gran parte de los entrevistados señaló que el desempeño de sus negocios siguió siendo positivo. Si bien para una fracción de los consultados, el resultado de las ventas ha sido menor que lo esperado, los entrevistados siguieron indicando que el 2019 será un buen año.

De todos modos, algunos han moderado sus perspectivas de crecimiento por algunos focos de incertidumbre a nivel externo e interno.

Las presiones de costos se han mantenido contenidas, incluidas las salariales.

En varios casos, los entrevistados comentaron que el alza en el precio de sus productos ha sido menor que lo deseado por una amplia oferta de productos y una alta competencia en los mercados.

La mayoría de los entrevistados ratificó que tiene proyectos de inversión, principalmente ligados a la automatización y a hacer más eficientes sus procesos.

En el plano financiero, gran parte de los entrevistados dio cuenta de favorables condiciones de tasas, aunque no de la necesidad de tomar más crédito.