

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2020

Mario Marcel C.
Presidente

Banco Central de Chile, 10 de diciembre 2020



Introducción

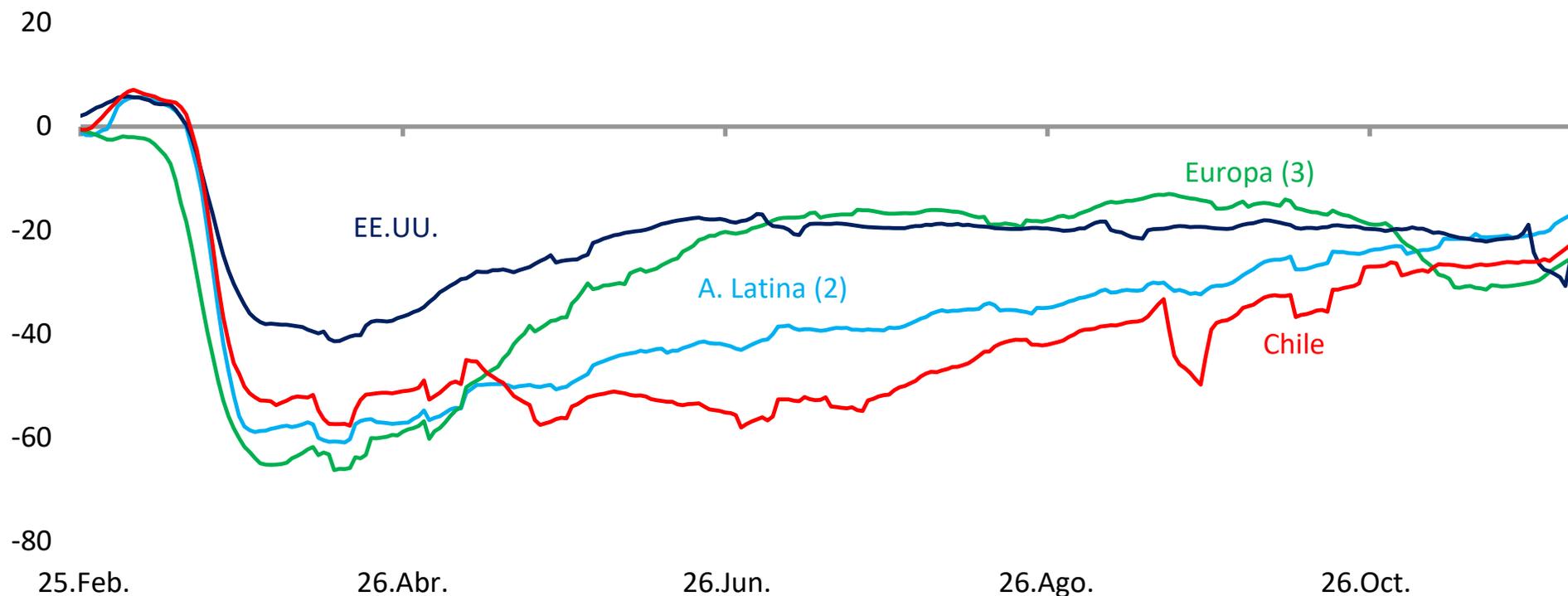
- *La economía ha seguido recuperándose gracias a la gradual apertura, con ello, muchas personas han podido regresar a sus trabajos. Desde junio la economía ha recuperado alrededor de la mitad de la caída en los cuatro meses previos. Las actividades más afectadas por el distanciamiento social se mantienen muy rezagadas.*
- *El consumo ha tenido un impulso importante por la recuperación del empleo, el pago de subsidios y el retiro de ahorros previsionales. La inversión, en cambio, enfrenta dificultades e incertidumbre en su recuperación. Las mejoras de nuestros socios comerciales ha dinamizado las exportaciones.*
- *Después de caer entre 6,25% y 5,75% en 2020, se espera que la economía crezca entre 5,5% y 6,5% en 2021. Una vacunación universal podría mejorar aún más el panorama, pero hasta entonces, rebrotes del Covid-19 podrían obligar a retroceder en el plan de apertura de las comunas.*
- *La política económica deberá acompañar la recuperación, adecuándose a las nuevas necesidades de hogares y empresas en esta etapa. La política monetaria se mantendrá altamente expansiva durante buena parte de los próximos dos años y el Banco Central estará listo para actuar ante amenazas a la estabilidad financiera.*



En los últimos meses, la movilidad de la población ha aumentado y se han ido reabriendo economías. En Chile, el aumento de la movilidad ha sido más lento que en otros países.

Movilidad (1)

(promedio móvil de siete días)



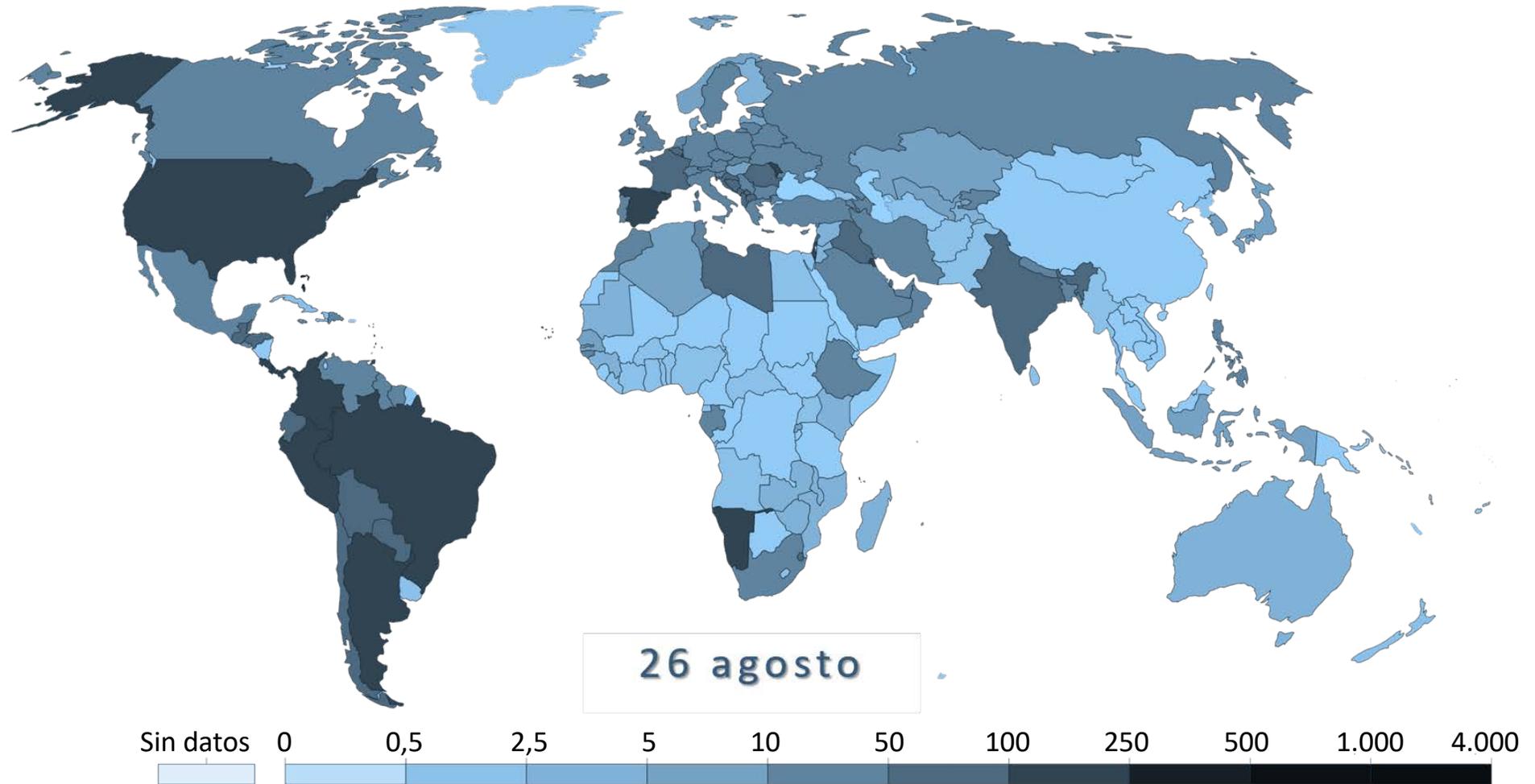
(1) Corresponde a promedio de las categorías tiendas y ocio, supermercados y farmacias, estaciones de transporte y lugares de trabajo. (2) Promedio simple entre Argentina, Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Promedio simple entre Alemania, España, Francia, Italia y Reino Unido. Fuente: Informe de movilidad de las comunidades ante el Covid-19, Google.



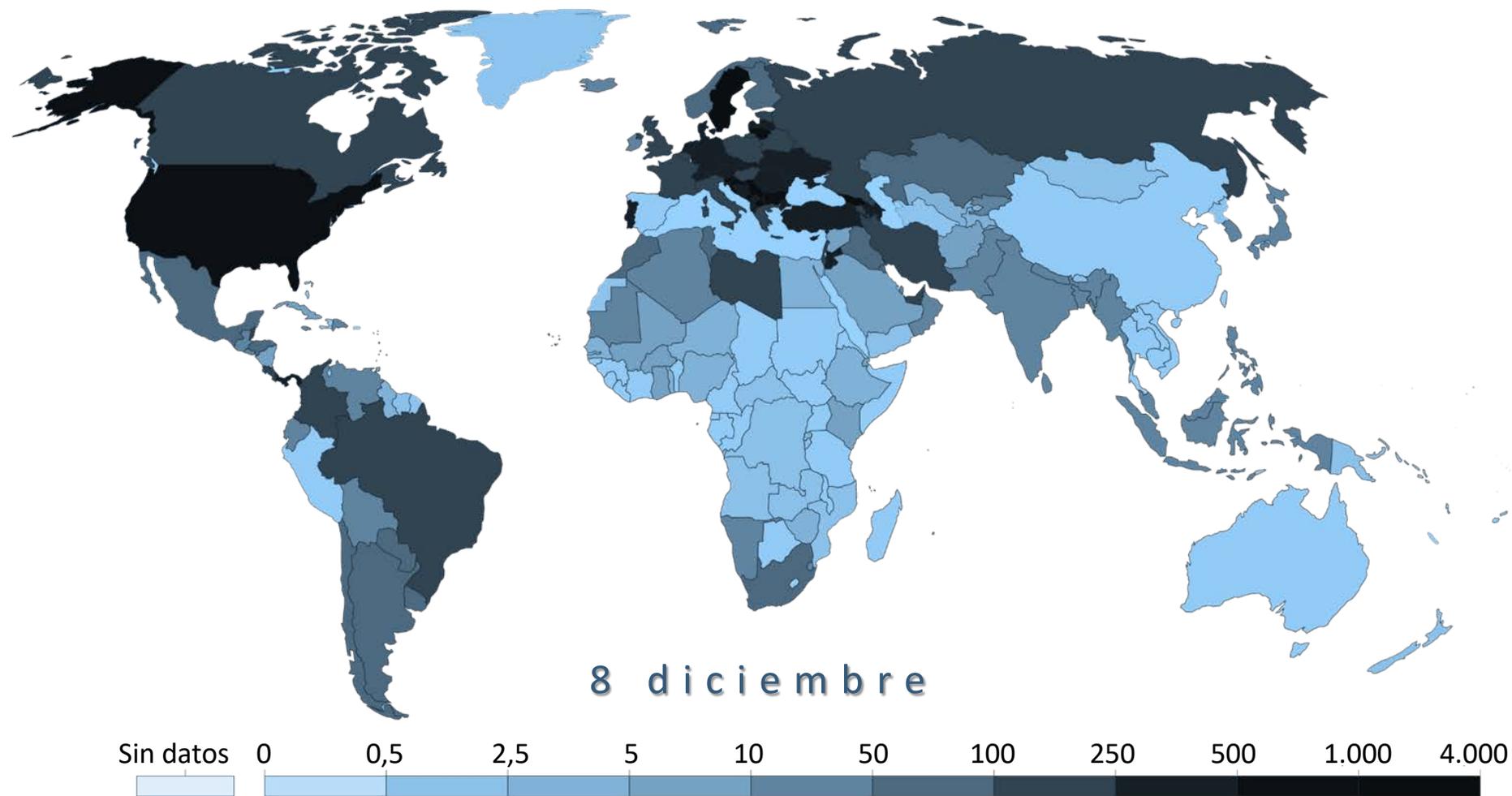
Lo anterior, en medio de rebrotes del Covid-19 en varias de ellas.

Casos nuevos confirmados diarios de Covid-19

(número de personas por millón de habitantes)



..que han hecho alcanzar nuevos peaks de contagio en varios países de Europa y en EE.UU.



Fuente: European Centre for Disease Prevention and Control.



Paralelamente, se han ido conociendo avances importantes en el desarrollo de una vacuna contra la enfermedad.



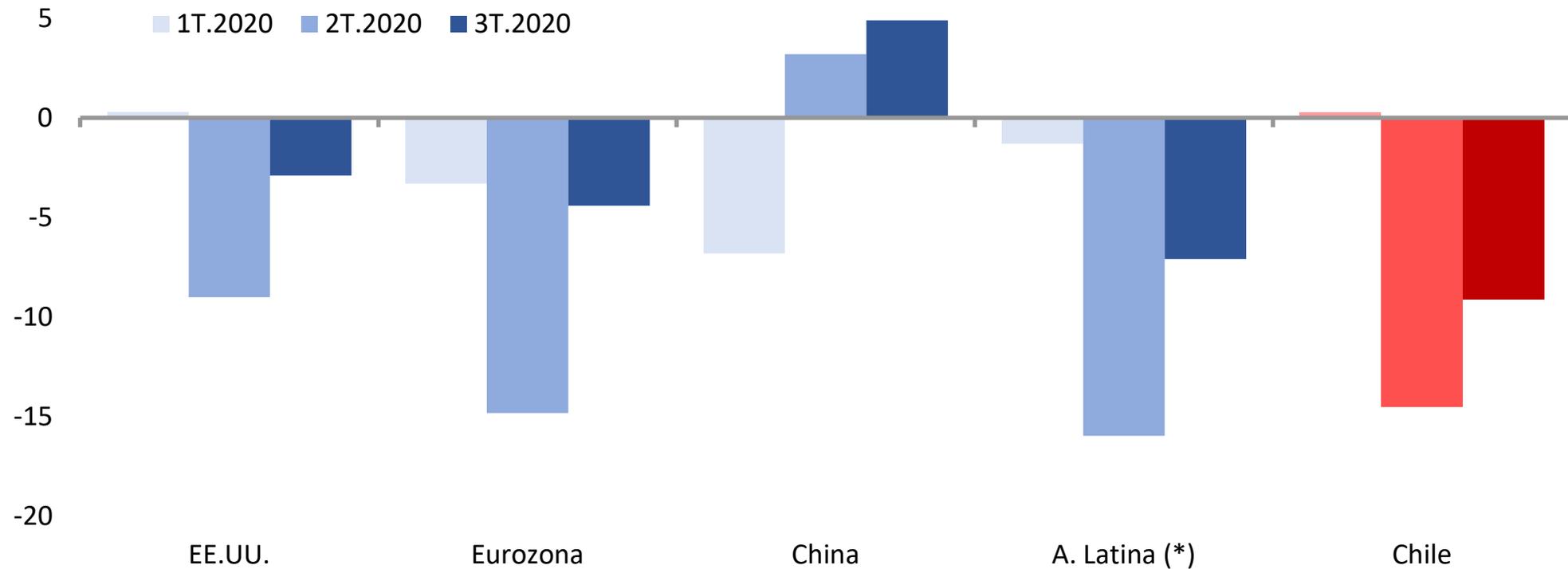
- ➔ Autoridades sanitarias en Chile y otros países han indicado que el proceso de vacunación comenzará pronto.
- ➔ Durante 2021 algunos países, principalmente desarrollados, podrían lograr que buena parte de su población esté vacunada y alcanzar la inmunidad de grupo.
- ➔ Los efectos de la vacunación sobre la actividad serán más evidentes hacia 2022.



En este contexto, la actividad global ha seguido recuperándose, aunque de manera dispar entre países. China lidera esta mejoría.

PIB economías seleccionadas

(variación anual, porcentaje)



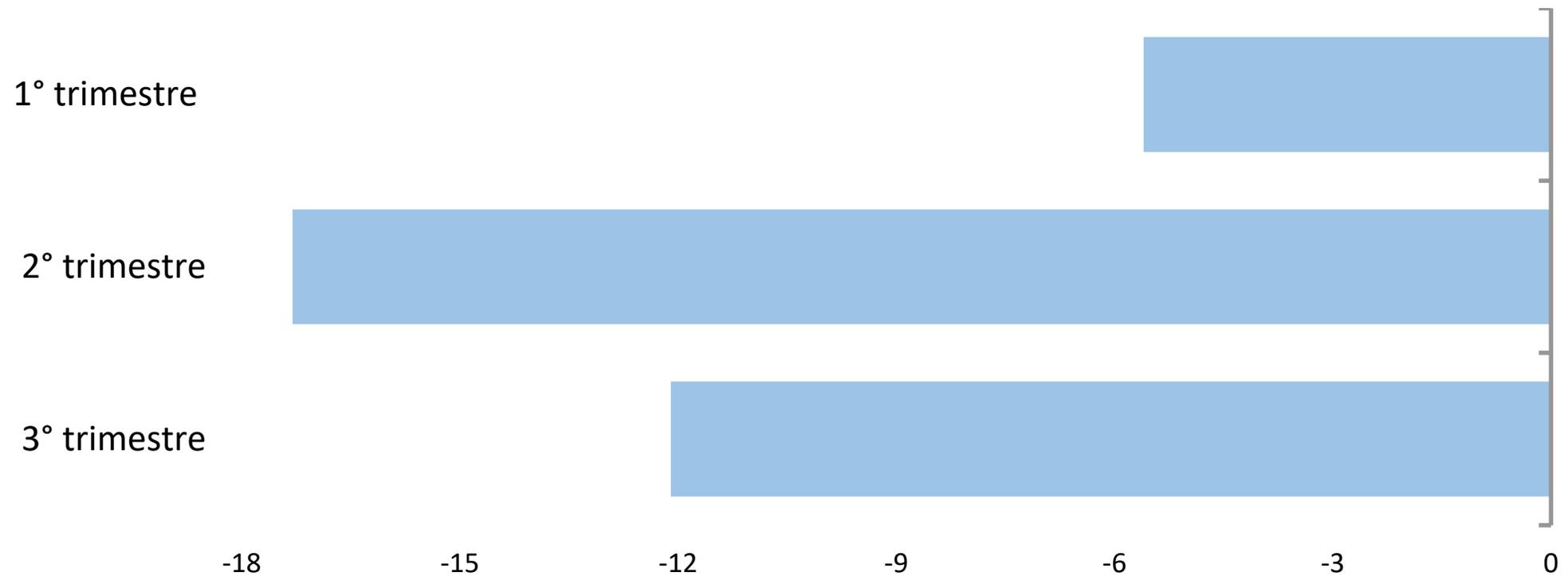
(*) Promedio ponderado a PPC entre Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú según cifras del World Economic Outlook (WEO, Octubre 2020). Para Argentina, cifra del 3T.2020 corresponde al promedio de las variaciones anuales del EMAE entre julio, agosto y septiembre. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



La reapertura de las economías también ha contribuido a revertir los deterioros en materia laboral.

Horas trabajadas en el 2020 a nivel global

(variación respecto del cuarto trimestre del 2019, porcentaje)

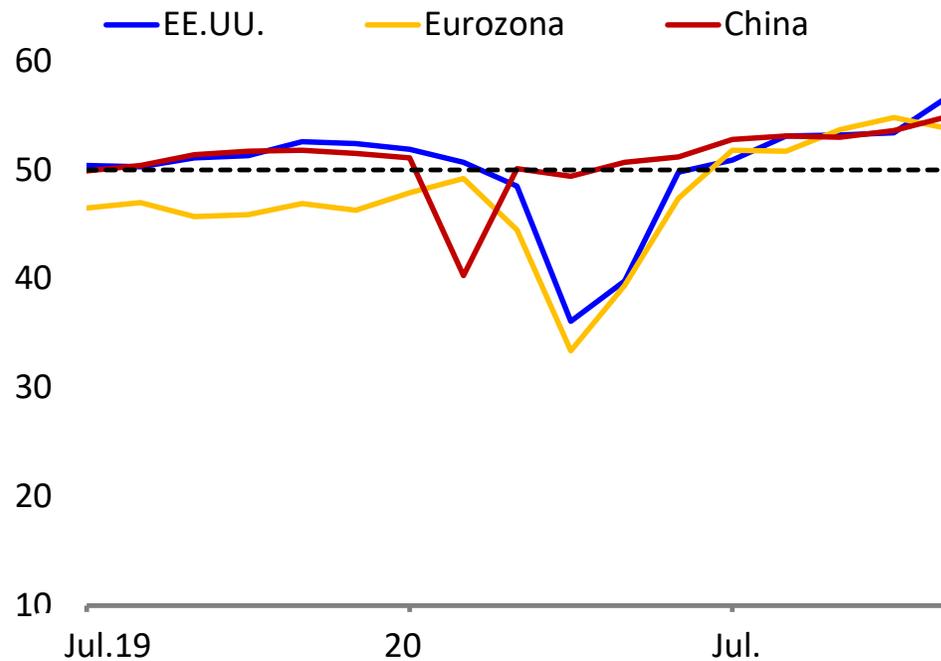


Fuente: Organización Internacional del Trabajo.

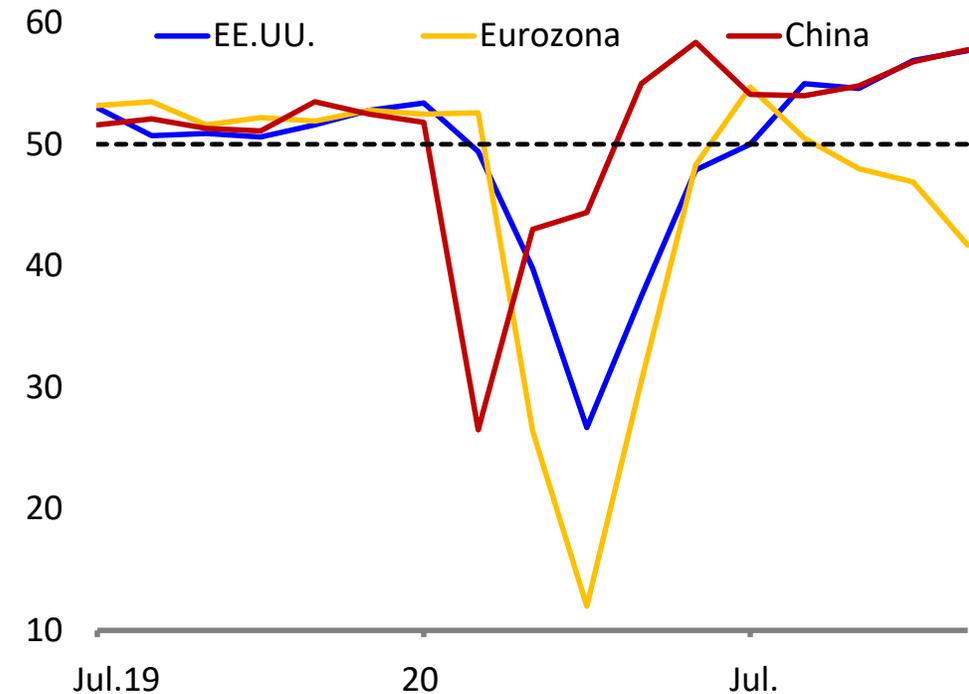


Por sectores económicos, el repunte ha sido heterogéneo, manteniéndose una mayor debilidad de aquellos ligados al consumo de servicios versus los de bienes. En este ámbito también destaca la recuperación de China.

PMI manufacturas (*)
(índice de difusión)



PMI servicios (*)
(índice de difusión)



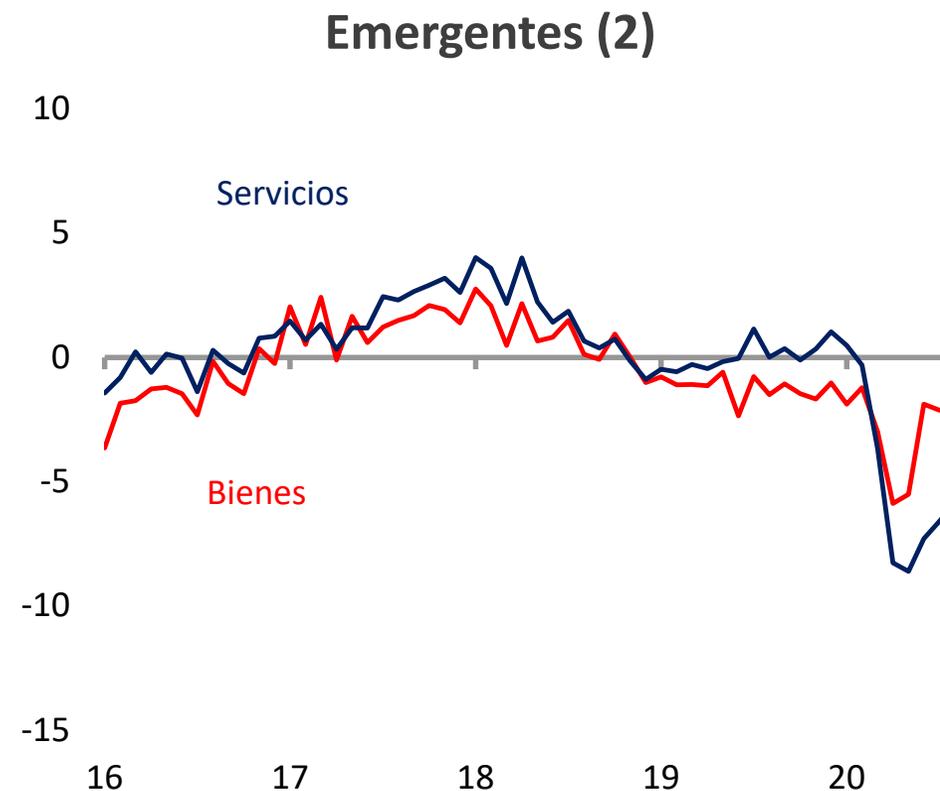
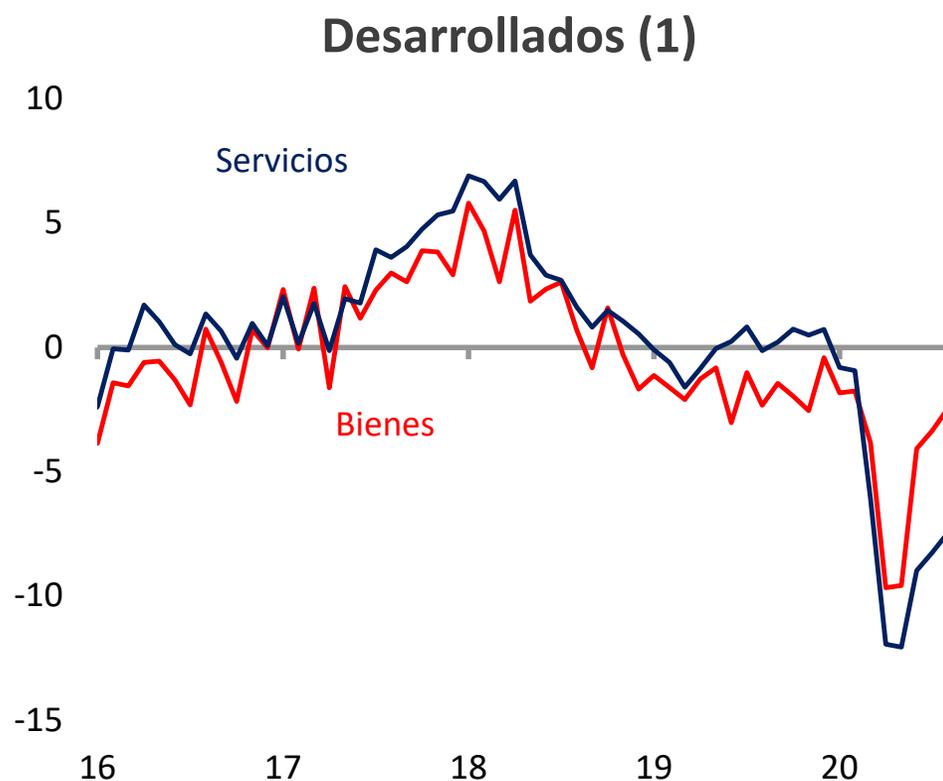
(*) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo). Fuente: Bloomberg.



El repunte del consumo y producción de bienes ha dado impulso al comercio internacional, favoreciendo en especial a los exportadores de materias primas y de bienes de consumo.

Exportaciones nominales

(variación anual, porcentaje)

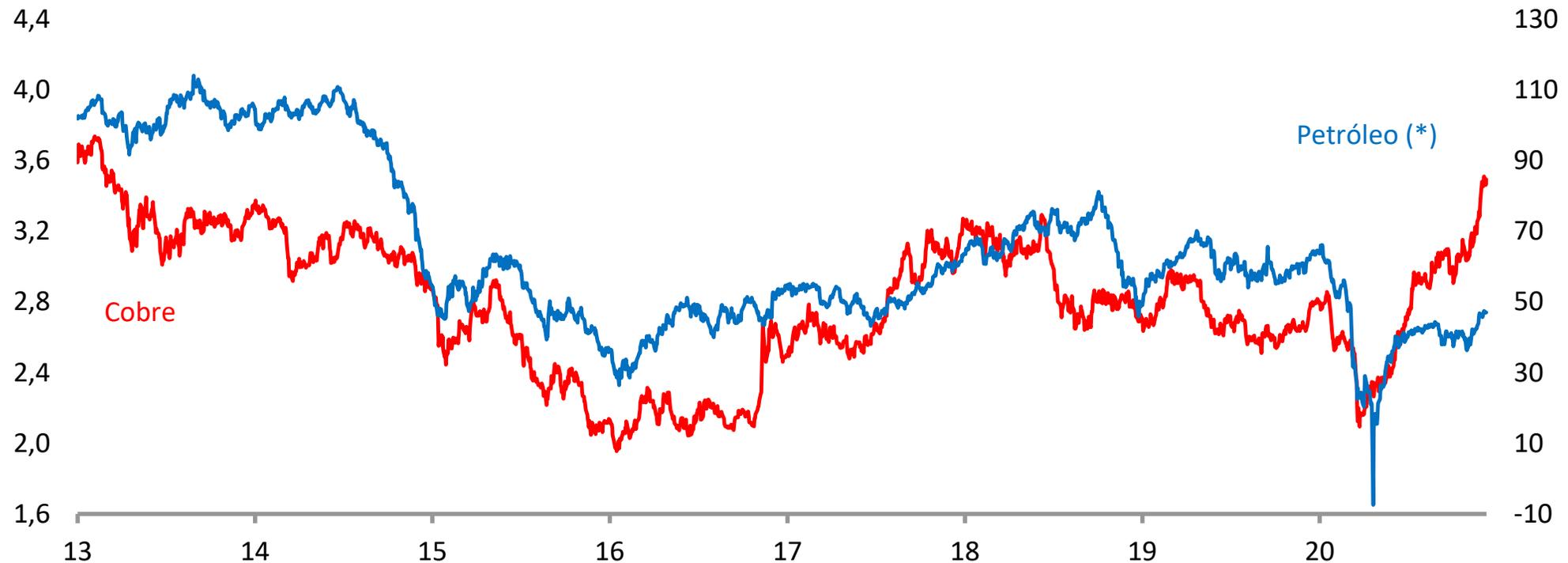


(1) Incluye a Australia, Bélgica, Canadá, Rep. Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Japón, Corea, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. (2) Incluye a Bielorrusia, Brasil, Bulgaria, China, Hungría, India, Polonia, Rumania, Rusia, Turquía y Ucrania. Fuente: Organización Mundial del Comercio.



En este contexto, los precios de las materias primas han continuado subiendo en los últimos meses. El precio del cobre se ha consolidado en niveles por sobre los US\$3 la libra.

Precios de materias primas (dólares la libra; dólares el barril)



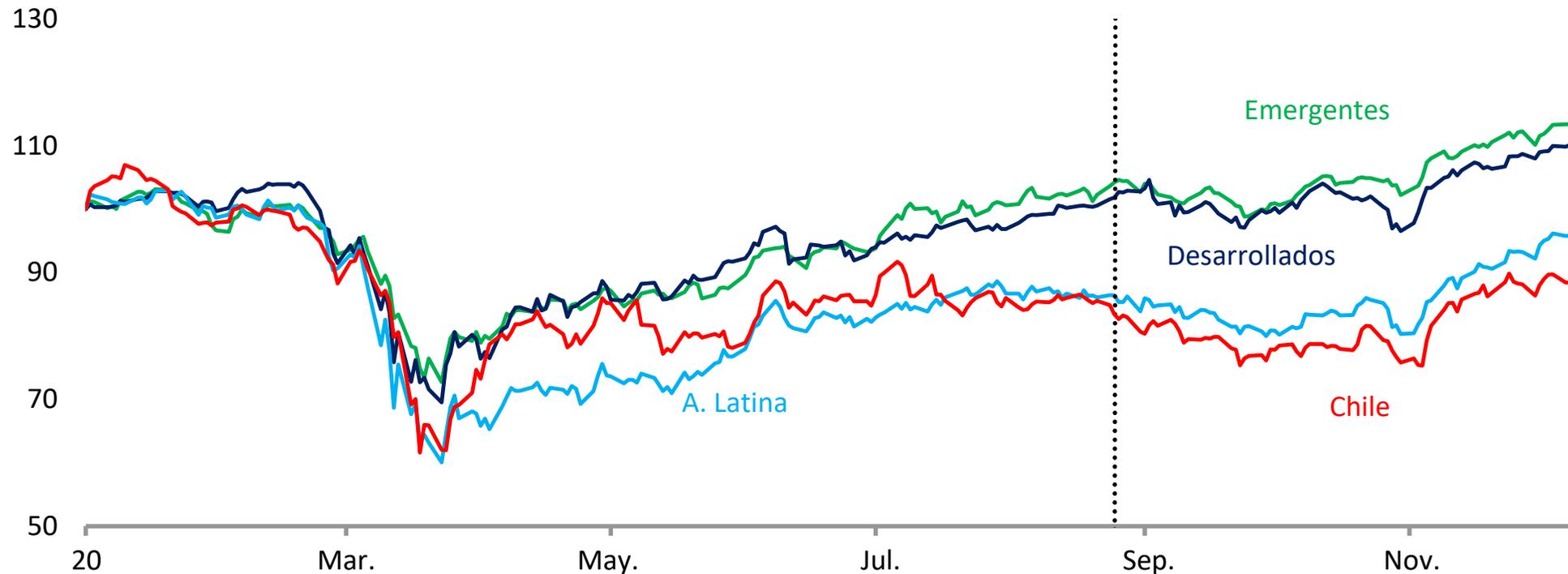
(*) Promedio simple entre el Brent y el WTI. Fuente: Bloomberg y Cochilco.



Los mercados financieros externos conservan un tono favorable, en medio de la abundante liquidez global y alentados en las últimas semanas por el optimismo en torno a una vacuna.

Mercados bursátiles (1) (2)

(índice 1 de enero 2020 = 100)



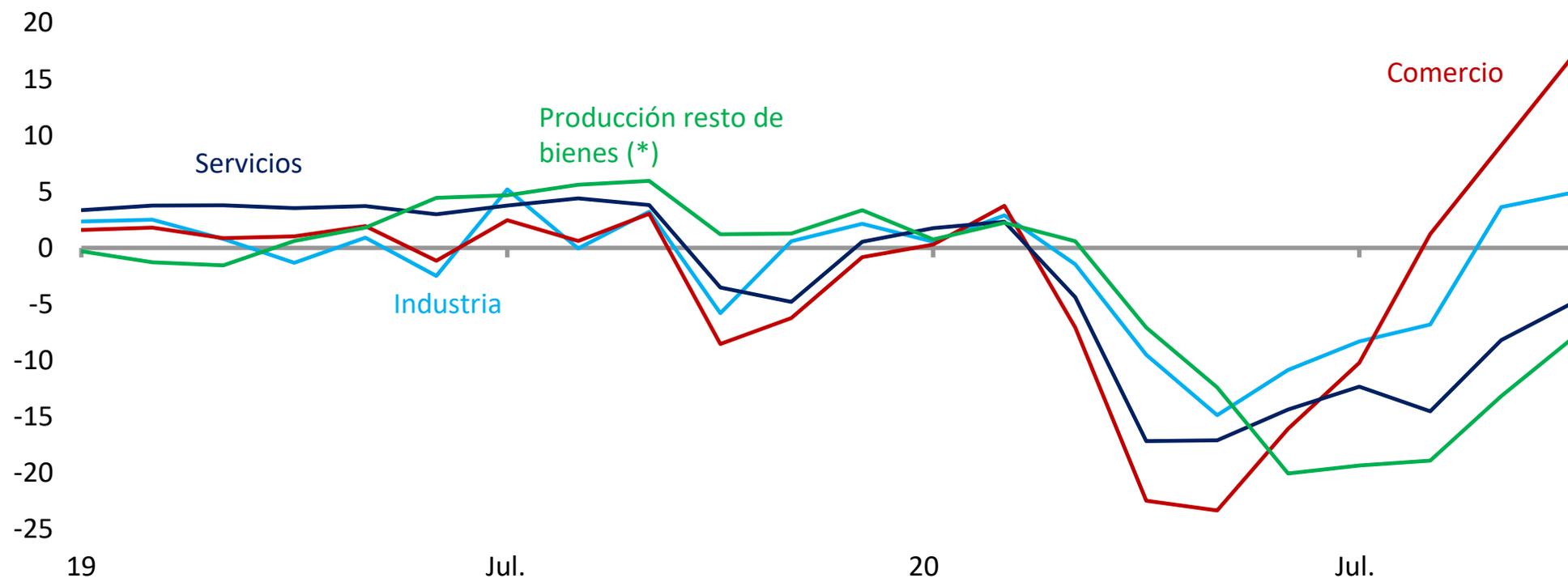
(1) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile se utiliza el IPSA. (2) Línea vertical punteada indica el cierre estadístico del IPoM de septiembre de 2020. Fuente: Bloomberg.



Chile ha seguido las tendencias globales sobre la evolución de la movilidad y el desempeño de la economía, con avances dispares entre sectores y una recuperación que, en octubre, fue más lenta que lo previsto.

Imacec

(variación anual, porcentaje)



(*) Considera las actividades agropecuario-silvícola, pesca, EGA y gestión de desechos, y construcción. Fuente: Banco Central de Chile.



Ello ha influido en la recuperación del mercado laboral, que mantiene importantes holguras.



Se han recuperado cerca de un tercio de los puestos de trabajo perdidos durante la pandemia



A octubre, los ocupados ausentes eran cerca de 900 mil personas, desde un *peak* de algo más de 1,3 millones en julio



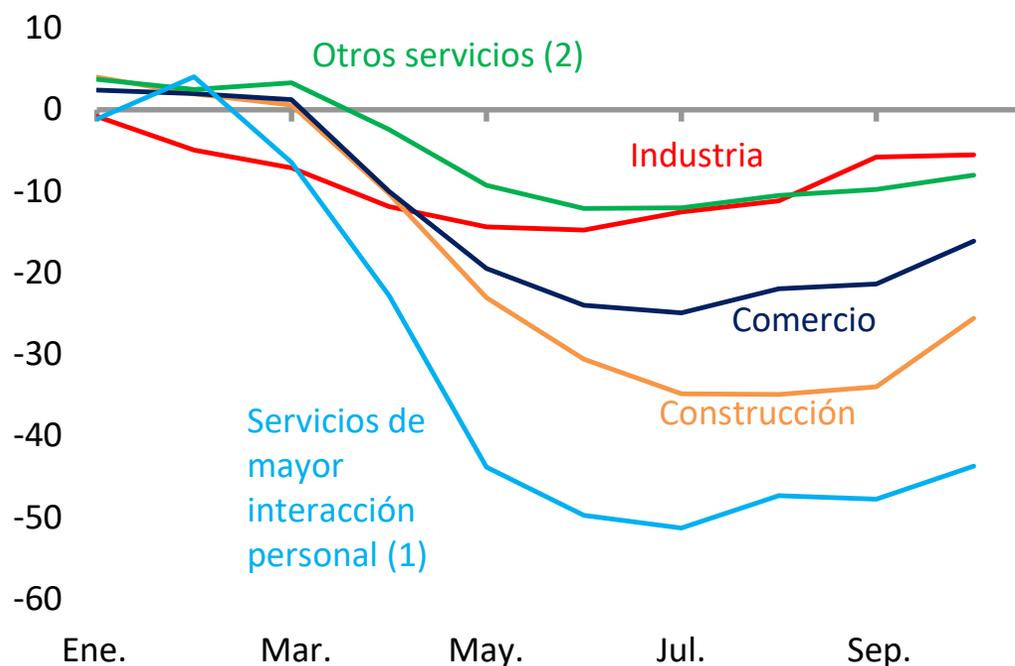
Los ingresos laborales reales han evolucionado positivamente



La mejora del empleo ha sido heterogénea entre sectores. Destaca el comercio, donde el empleo no ha logrado el mismo repunte que la actividad del sector.

Empleo por sectores

(variación anual, porcentaje)



(1) Incluye actividades de alojamiento y de servicio de comidas; y artísticas, de entretenimiento y recreativas. (2) Incluye actividades financieras y de seguros; inmobiliarias; profesionales, científicas y técnicas; de organizaciones y órganos extraterritoriales; de servicios administrativos y de apoyo; de los hogares como empleadores; atención de la salud humana y de asistencia social; administración pública y defensa; enseñanza; y otras actividades de servicios. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

El empleo informal y por cuenta propia están entre las categorías que más se han recuperado

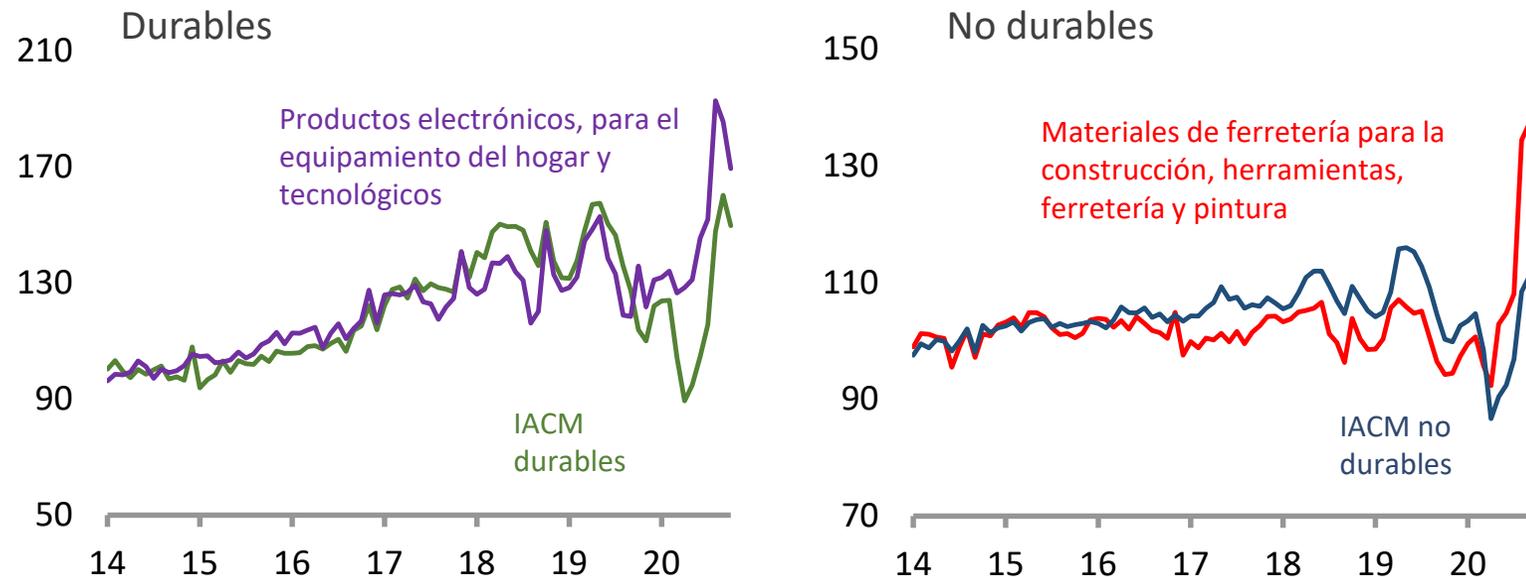


Un elemento importante en el desempeño de la economía chilena en los últimos meses ha sido el retiro de ahorros previsionales, que ha dado un empuje significativo al consumo de bienes.

	Primer retiro	Segundo retiro
Monto (efectivo/potencial)	US\$17.000 millones	US\$17.000 millones
Efecto en PIB (puntos porcentuales)	+/-1,8	+/-1,0

Índice de Actividad del Comercio al por Menor

(índice 2014 = 100, series desestacionalizadas)



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



Un efecto de este mayor impulso ha sido la sustantiva desacumulación de inventarios en el comercio, en medio de una lenta reposición de los stocks por parte de las empresas.



Las importaciones de bienes de consumo no han tenido el mismo dinamismo que las ventas.

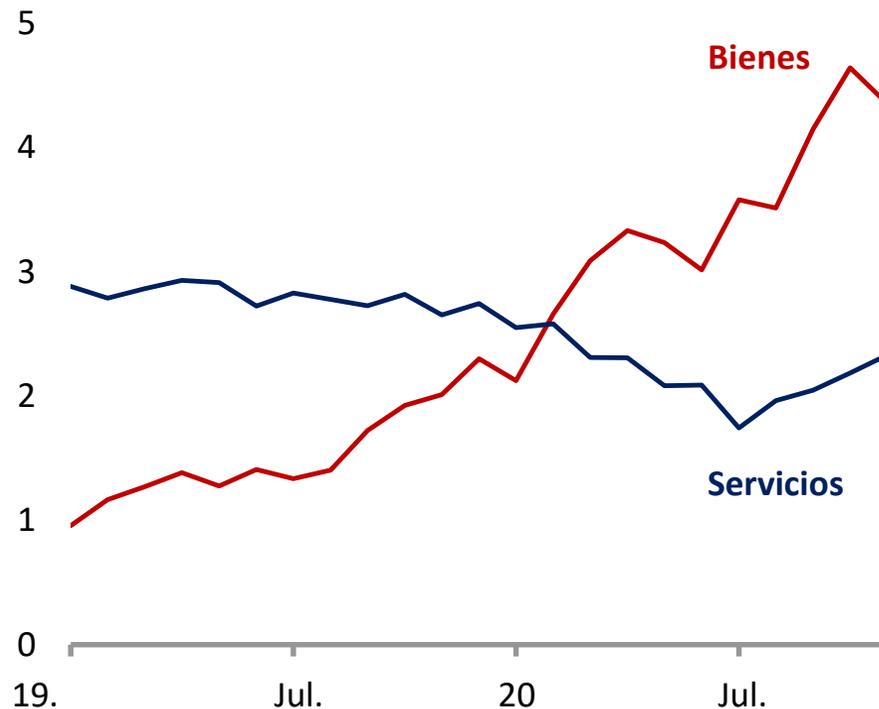
Productos como materiales de ferretería, algunos artículos de equipamiento del hogar y automóviles, entre otros, incluso agotaron sus stocks.



Esto ejerció una presión sobre los precios de algunas líneas de bienes, que influyó en los elevados y sorprendidos registros del IPC en septiembre y octubre. No obstante, esto fue parcialmente compensado en noviembre, una vez pasado el efecto transitorio del primer retiro de ahorros previsionales.

IPC sin volátiles

(variación anual, porcentaje)



2,7% anual

fue la inflación en
noviembre

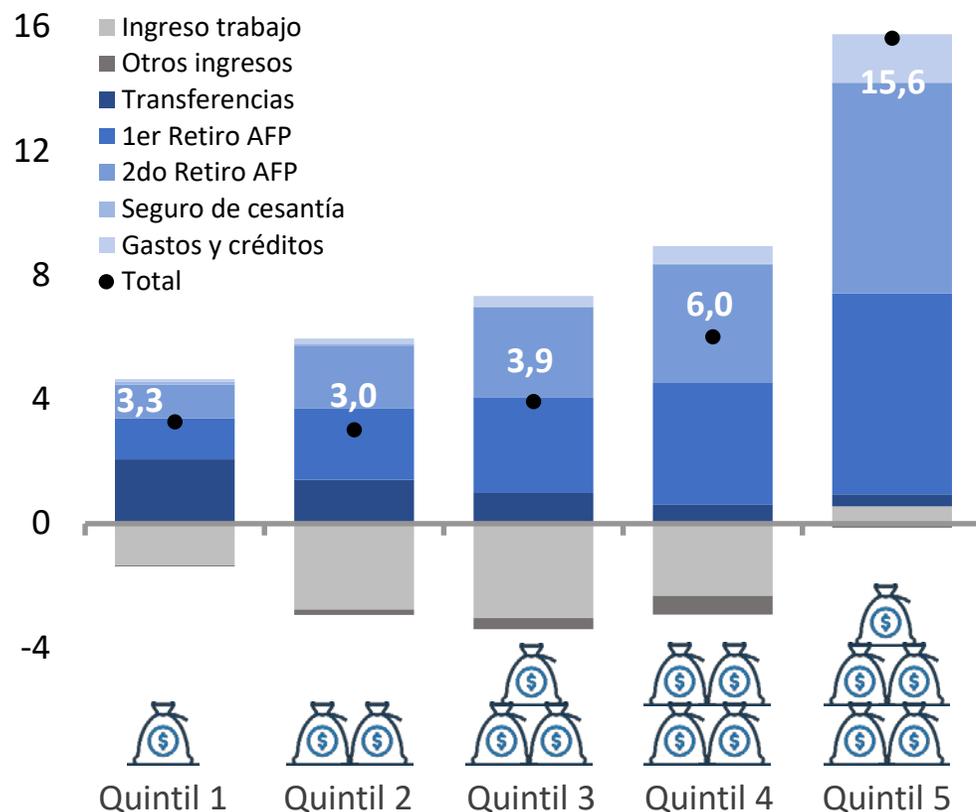
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El segundo retiro de las AFP tendría alcances menores que el primero. Esto, en parte, porque otras medidas han más que compensado la caída de ingresos provocada por la pandemia y las urgencias inmediatas de gasto se han aplacado.

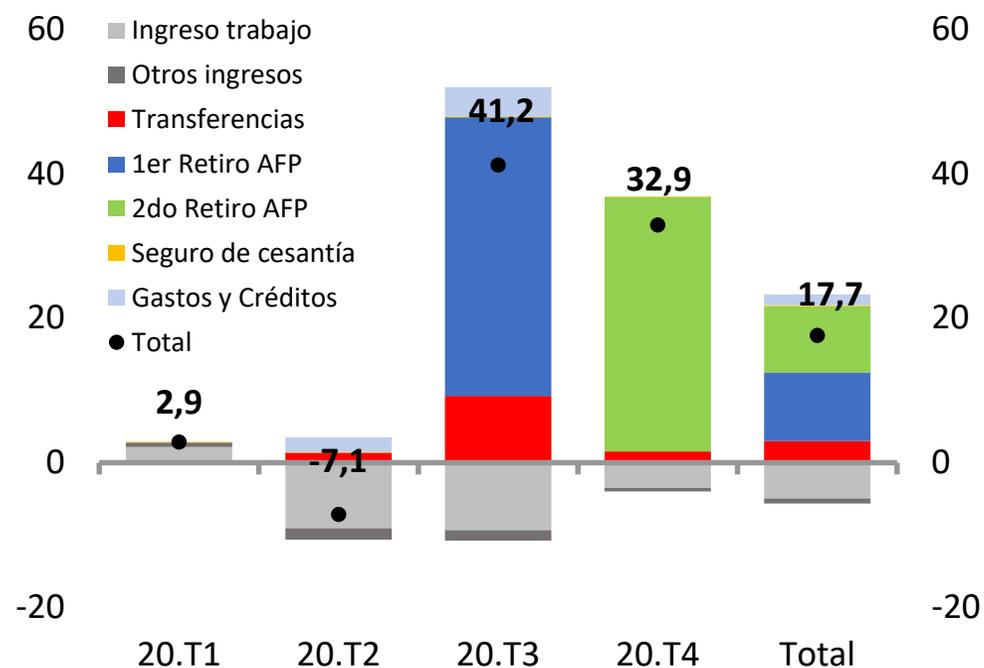
Variación de ingresos y liquidez adicional según quintiles, 2020

(miles de millones de dólares)



Efecto de las medidas de apoyo en el ingreso de los hogares, 2020

(variación anual, porcentaje)



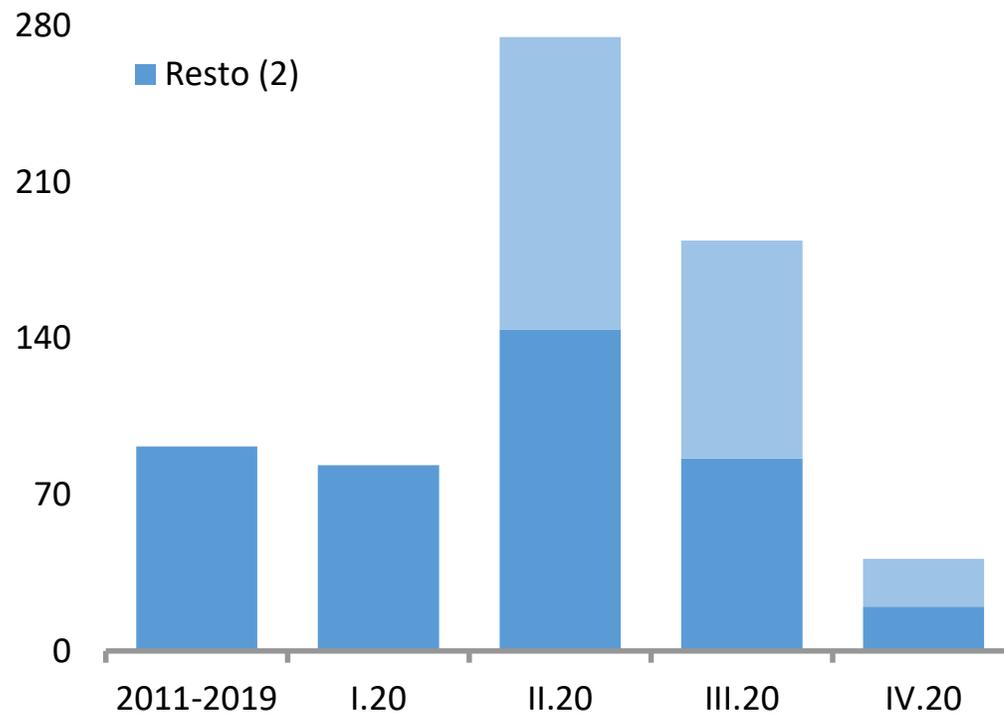
Fuente: Barrero *et al* (2020).



El crédito a empresas aumentó significativamente a mediados de año, respondiendo a las medidas implementadas por el Banco Central y el Gobierno. En los últimos meses éste se ha desacelerado, en medio de la mejora de los flujos de caja y la mayor carga financiera de las empresas.

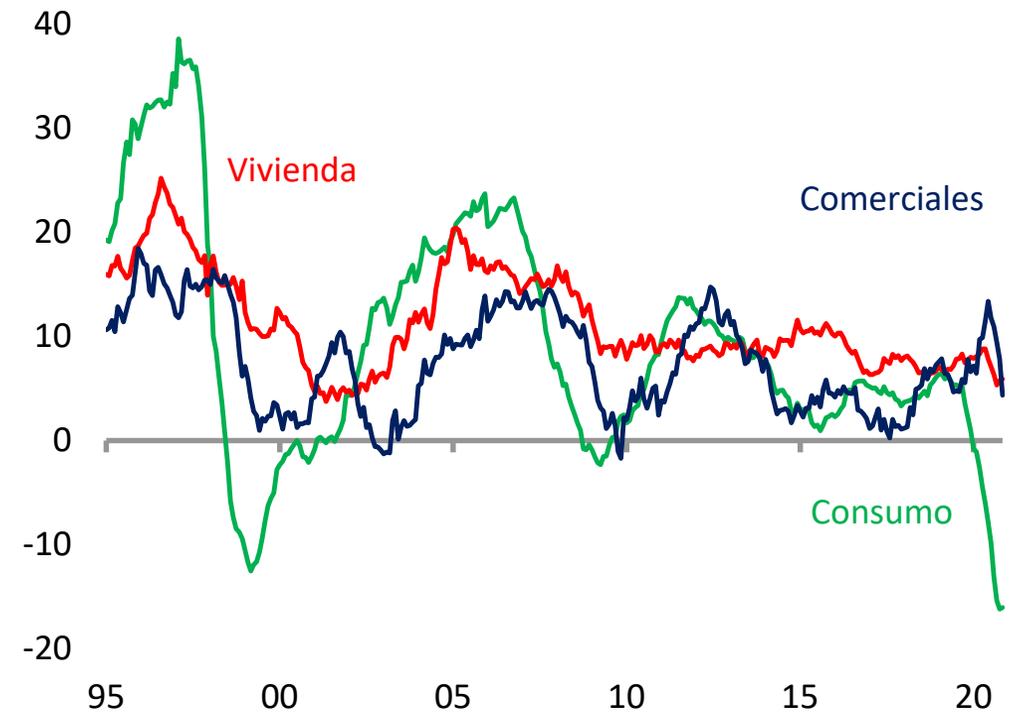
Número de nuevos créditos comerciales otorgados (1)

(miles de operaciones)



Colocaciones reales (3)

(variación anual, porcentaje)

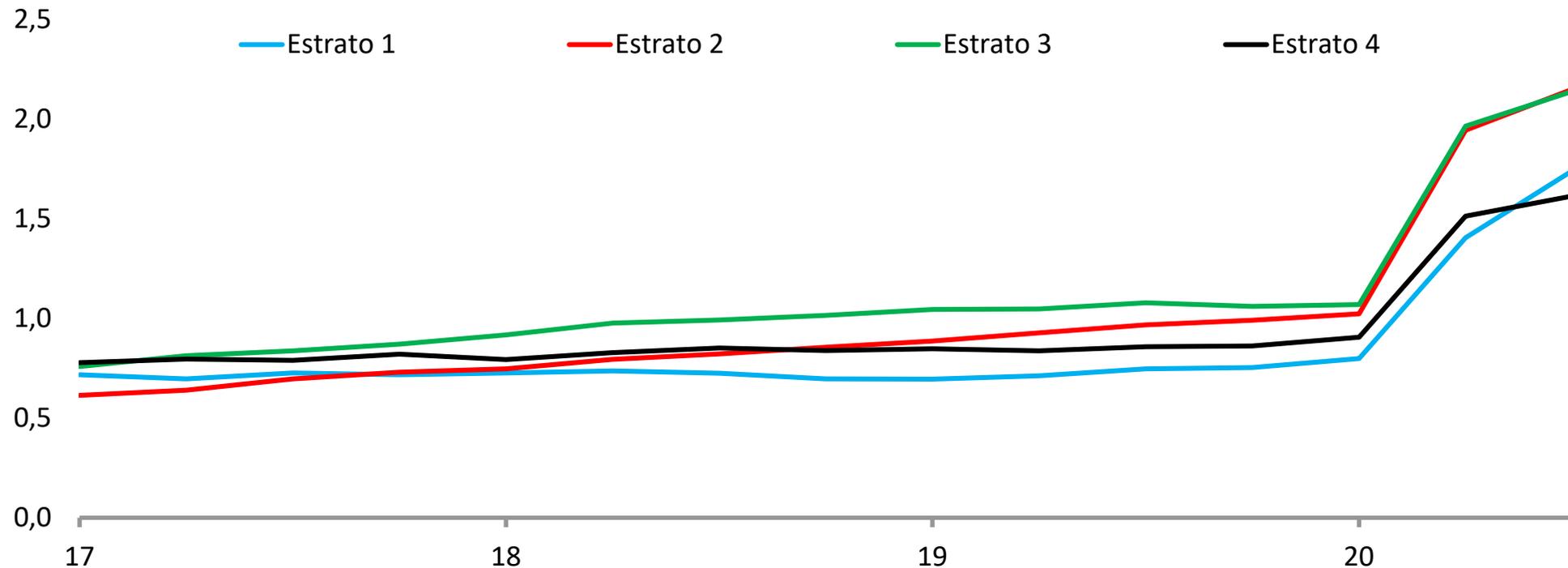


(1) Para el cuarto trimestre del 2020, considera información hasta el día 24 de noviembre. Período 2011-2019 corresponde al promedio de los datos trimestrales. (2) Excluye reprogramaciones y factoring. (3) Datos reales contruidos con el empalme del IPC base anual 2018, frecuencia mensual. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Comisión para el Mercado Financiero.



Las medidas adoptadas para incentivar el crédito tuvieron una buena acogida por parte del sistema financiero, con lo que éste fluyó a empresas de todos los tamaños.

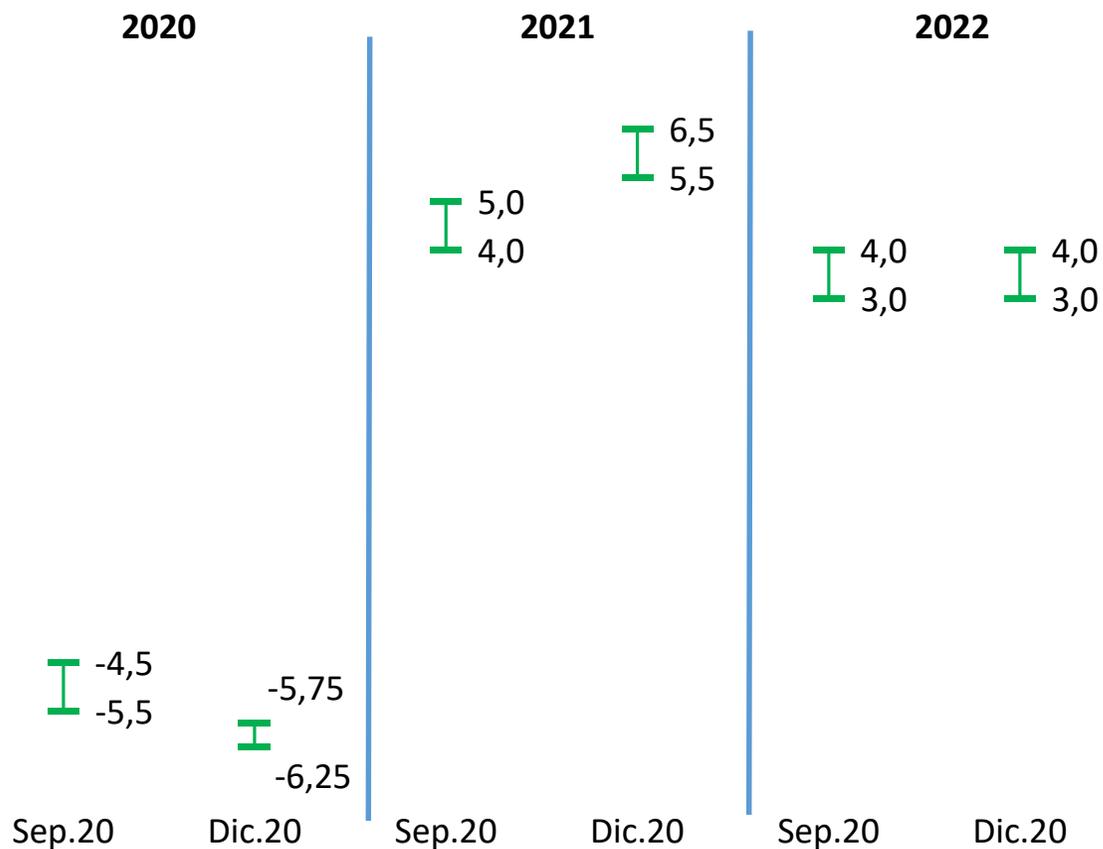
Endeudamiento (1) (2) (razón deuda/ventas)



(1) La razón deuda a ventas se calcula a nivel de cada firma para cada período. El numerador corresponde al stock de deuda bancaria y externa de cada firma. El denominador se calcula como el promedio de las ventas reales de cada firma (deflactadas con la UF) entre el tercer trimestre del 2018 y el del 2019. El endeudamiento por estrato de ventas se calcula como la mediana entre las firmas correspondientes a cada estrato. (2) Estrato 1 y 2: ventas anuales menores a UF25.000. Estrato 3: ventas anuales mayores a UF 25.000 y menor a UF 100.000. Estrato 4: ventas anuales mayores a UF 100.000. Fuentes: Banco Central de Chile, Comisión para el Mercado Financiero y Servicios de Impuesto Internos.



Se proyecta que la actividad continuará recuperándose paulatinamente, para retomar los niveles de septiembre de 2019 hacia 2022.



Las proyecciones contemplan:

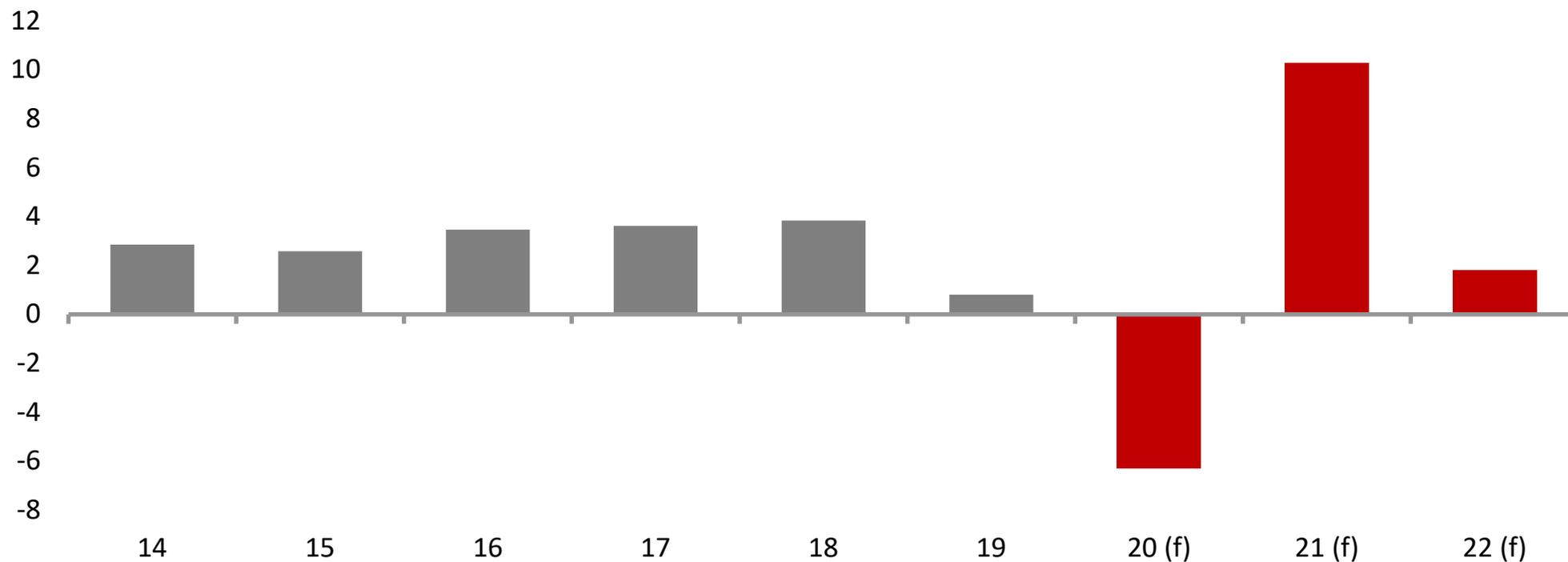
- Una evolución de la pandemia que permitirá mantener niveles de movilidad mayores a los de mediados de 2020.
- Avances en el proceso de vacunación durante 2021, acorde con lo anunciado por el Gobierno.
- Un estímulo fiscal que continuará siendo positivo, según el presupuesto aprobado.
- Efectos relevantes del retiro de ahorros previsionales en 2021, en especial en el consumo y rubros relacionados con el comercio.
- Política monetaria que permanecerá altamente expansiva.



El retiro de fondos de las AFP, junto con la mejora de los ingresos del trabajo y las transferencias gubernamentales, apoyarán la expansión del consumo privado el próximo año.

Consumo total

(variación real anual, porcentaje)



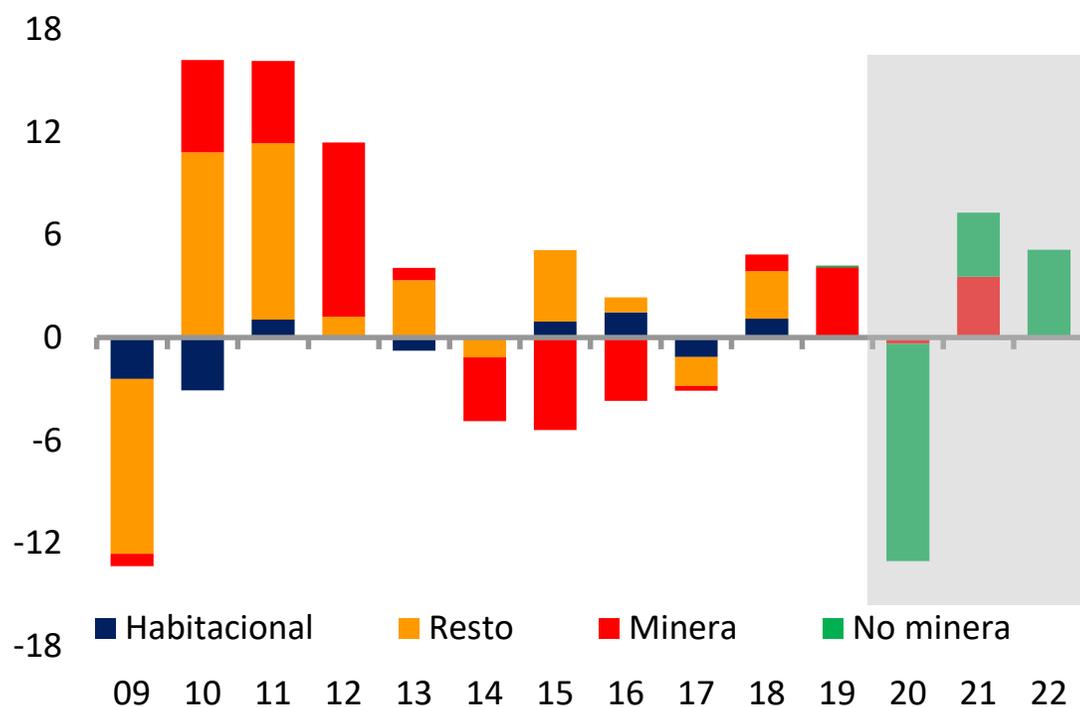
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



En la inversión, el repunte previsto para el bienio 2021-2022 será más lento.

Formación bruta capital fijo (variación real anual, porcentaje)



Evolución de los precios de los activos, el mayor precio del cobre y el bajo costo de financiamiento apoyan mejores perspectivas. Se suma la inversión pública en infraestructura.

En contraposición, catastros indican que proyectos se concentran en algunos sectores, actividad de servicios de ingeniería sigue deprimida y la construcción se ha visto golpeada por las restricciones sanitarias.

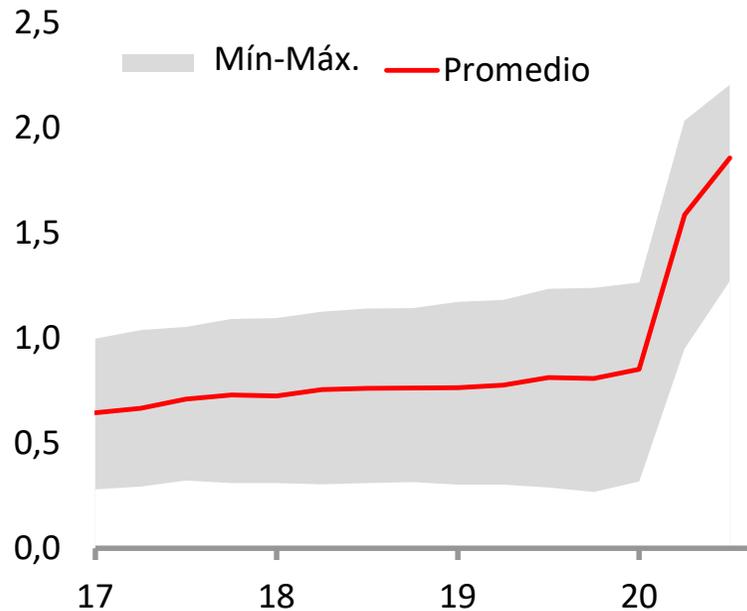
(*) Los datos efectivos hasta el 2018 provienen de información contenida en Cuentas Nacionales para la inversión por clase de actividad económica. Para las proyecciones del 2019, 2020, 2021 y 2022 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. Fuente: Banco Central de Chile.



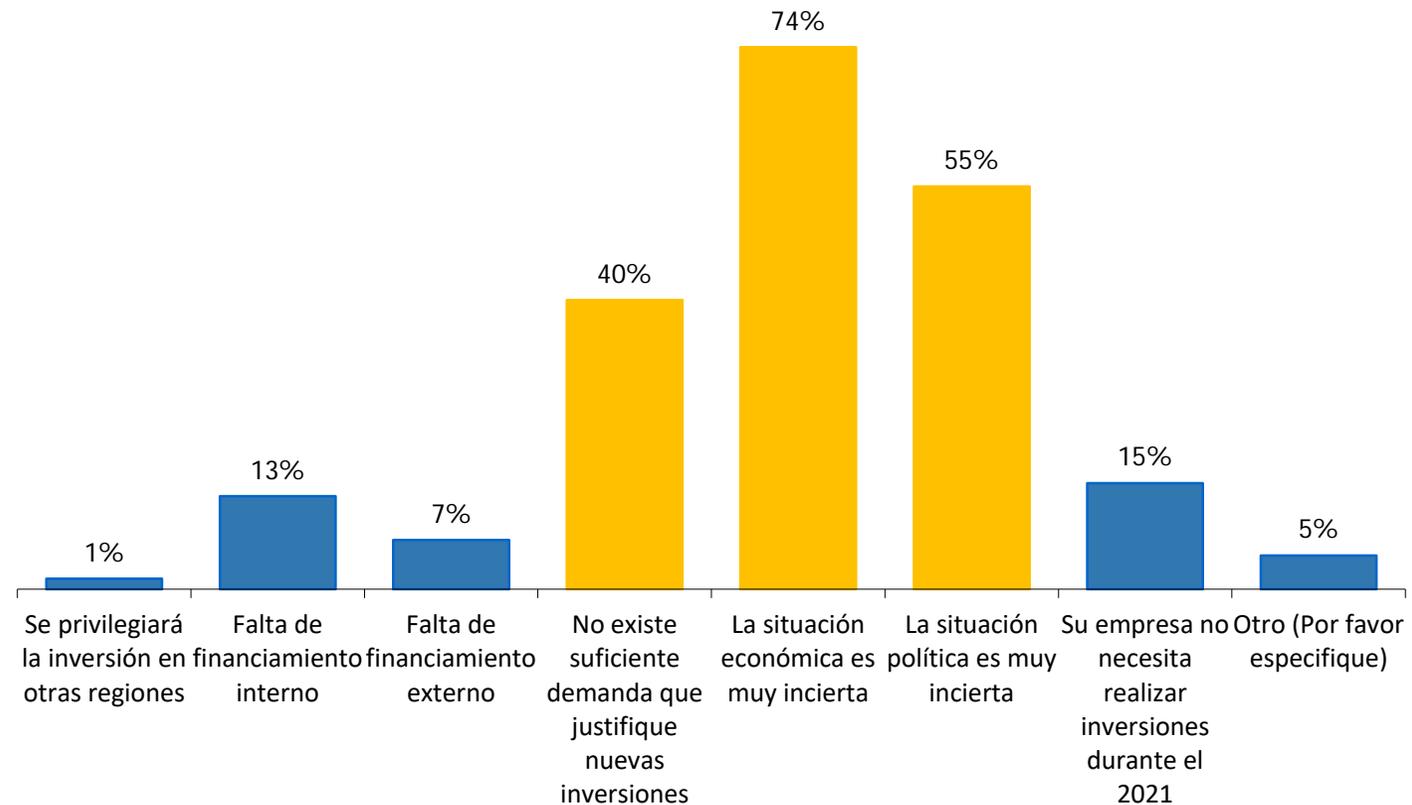
A lo anterior, se suma que la importante caída de rentabilidad, junto con la mayor carga financiera en un contexto de recuperación parcial de la actividad e incertidumbre, podría limitar la capacidad de emprender nuevos proyectos.

Endeudamiento: sectores económicos seleccionados (*)

(razón deuda(ventas))



IPN Noviembre: ¿Por qué razón cree que su empresa en la región no realizará inversiones durante 2021? (puede marcar más de una alternativa)



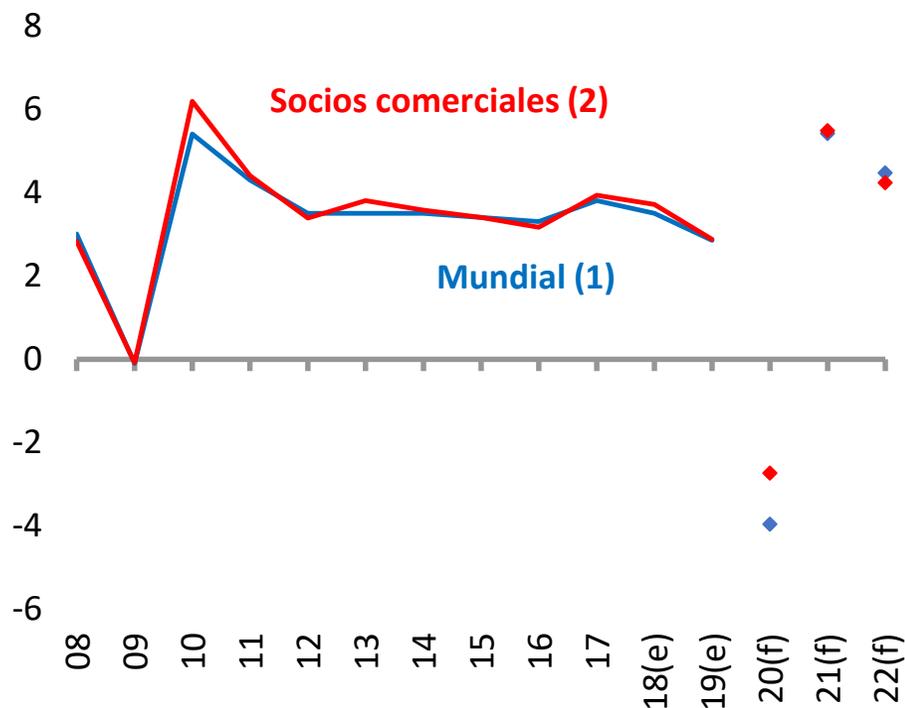
(*) La razón deuda a ventas se calcula a nivel de cada firma para cada período. El numerador corresponde al stock de deuda bancaria y externa de cada firma. El denominador se calcula como el promedio de las ventas reales de cada firma (deflactadas con la UF) entre el tercer trimestre del 2018 y el del 2019. El endeudamiento por sector se calcula como la mediana entre las firmas correspondientes a cada sector. La línea roja es el promedio simple entre los sectores. El área gris indica la razón deuda a ventas mínima y máxima entre los sectores seleccionados para cada período. Los sectores incluidos son: servicios empresariales, servicios a la vivienda, servicios financieros, servicios personales, comercio, restaurantes y hoteles, industria, construcción, y transporte. Fuentes: Banco Central de Chile, Comisión para el Mercado Financiero y Servicios de Impuestos Internos.



El impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será positivo, con una mejora de las perspectivas del crecimiento de los socios comerciales y del precio del cobre.

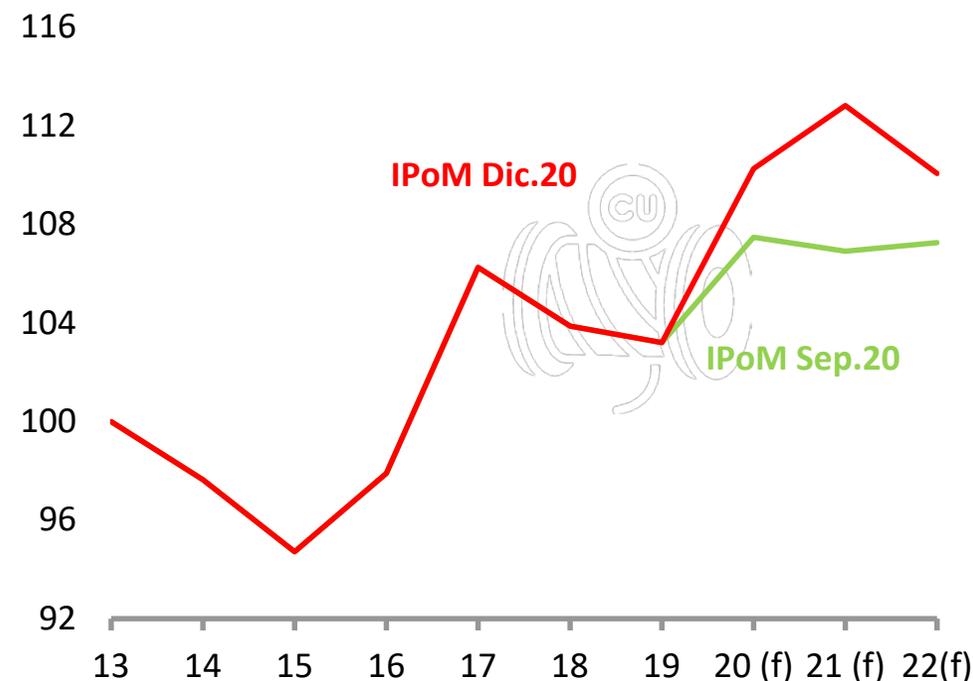
Crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)



Términos de intercambio

(índice 2013=100)



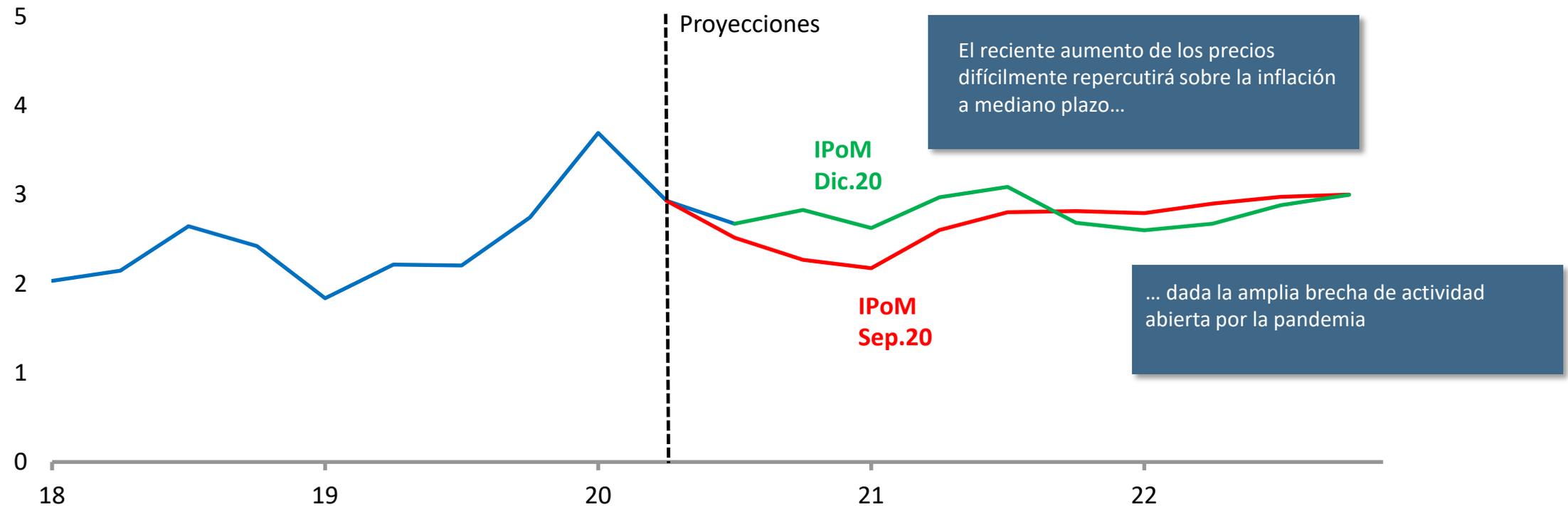
(e) Estimación. (f) Proyección. (2) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI (WEO, Octubre 2020). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2020-2022 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 85% del PIB mundial. Para el 15% restante, se considera un crecimiento promedio ponderado entre las principales economías avanzadas, y emergentes. (3) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino, aproximadamente, del 94% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2019. Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.



El IPC oscilará en torno a 3% anual por varios trimestres, consolidándose su convergencia a la meta solo hacia 2022.

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) 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. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El impulso monetario se mantendrá elevado por un período prolongado de tiempo, de modo de asegurar la consolidación de la recuperación económica y el cumplimiento de los objetivos del Banco Central.



TPM
%

Política monetaria convencional

TPM se mantendrá en su mínimo técnico durante gran parte del horizonte de política monetaria de 2 años.

Medidas no convencionales



Mantenimiento de stock de bonos bancarios en los próximos seis meses

- Considera total de bonos adquiridos en los distintos programas (aprox. US\$8.000 millones).
- Reinversión de cupones que vayan venciendo.
- No considera compras del programa CC-VP.



Mantenimiento de recursos disponibles y condiciones de uso de la FCIC

- El Consejo evaluará su posible extensión y cambios en los parámetros de acceso, de modo de facilitar su uso para responder a las necesidades de la economía en esta etapa.



Tras la aprobación del segundo retiro de ahorros previsionales, el Banco Central nuevamente dispuso una serie de medidas con el fin de que este proceso se lleve a cabo sin mayores disrupciones en los mercados financieros.

➡ Reapertura por los remanentes del primer programa:

Compra al Contado y Venta a Plazo (CC-VP) (hasta el equivalente a US\$8.500 millones).

Programa especial de compra de Depósitos a Plazo (hasta el equivalente a US\$7.750 millones).



Ambos vigentes desde el 9/12/20 hasta el 15/02/21.

A partir desde esa fecha, las operaciones CC-VP solo podrán renovarse.

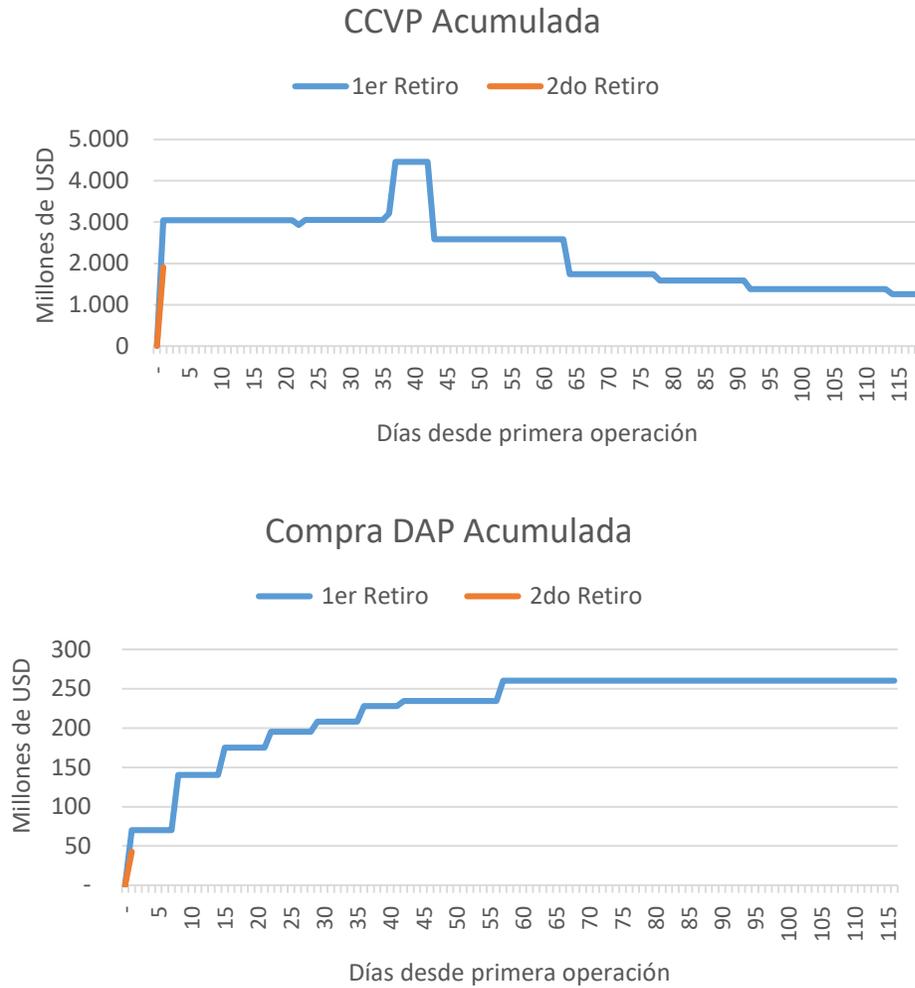
➡ Ventanilla REPO con empresas bancarias a plazos entre 7 y 180 días



Extendidos hasta mayo de 2021.



En la primera jornada de operaciones asociadas a estas medidas, se adjudicaron US\$ 1.909 millones en CCVP y US\$43 millones en la Compra DAP. La estructura de tasas soberanas tuvo movimientos acotados.



Mercado Local							
	Bonos \$		Monto MM\$	Bonos UF		Monto MM\$	
	T	Δ T-1	T	T	Δ T-1	T	
1Y	0,29	↑ 3	409	-2,40	0	0	
3Y	0,51	↑ 2	229	-2,30	0	2.339	
5Y	1,28	↓ -1	8.023	-1,30	↑ 15	8.915	
6Y	1,63	↓ -3	19.098	-0,93	0	27.591	
10Y	2,83	↓ -3	20.648	0,02	↑ 3	2.350	
15Y	3,44	↓ -4	595	0,55	0	3.607	
20Y	3,90	0	134	0,98	↑ 4	624	
30Y	4,20	↑ 5	1.180	1,26	↑ 8	177	

*Datos al cierre del 09-12-2020

*En la CCVP, en la primera operación del primer retiro participaron 1 AFP y 1 no AFP, mientras que en la primera operación del segundo retiro participaron 3 AFP.



Como siempre, existen escenarios de sensibilidad, donde la evolución de la situación macroeconómica podría significar ajustes al impulso monetario.

Positivo



Posibles razones:

- Avances en la disponibilidad de una o más vacunas para su uso en Chile con mayor prontitud



Implicancias:

- Efectos positivos sobre expectativas, actividad, empleo y convergencia inflacionaria



Negativo



Posibles razones:

- Aumento de los contagios y reimposición de cuarentenas
- Debilidad de la inversión más persistente que lo anticipado



Implicancias:

- Lenta recuperación de sectores de mayor interacción social (alza de contagios y cuarentenas) y del mercado laboral
- Efectos negativos sobre crecimiento y sobre convergencia inflacionaria

Balance de riesgos equilibrado para la inflación y sesgado a la baja para la actividad

Riesgos:

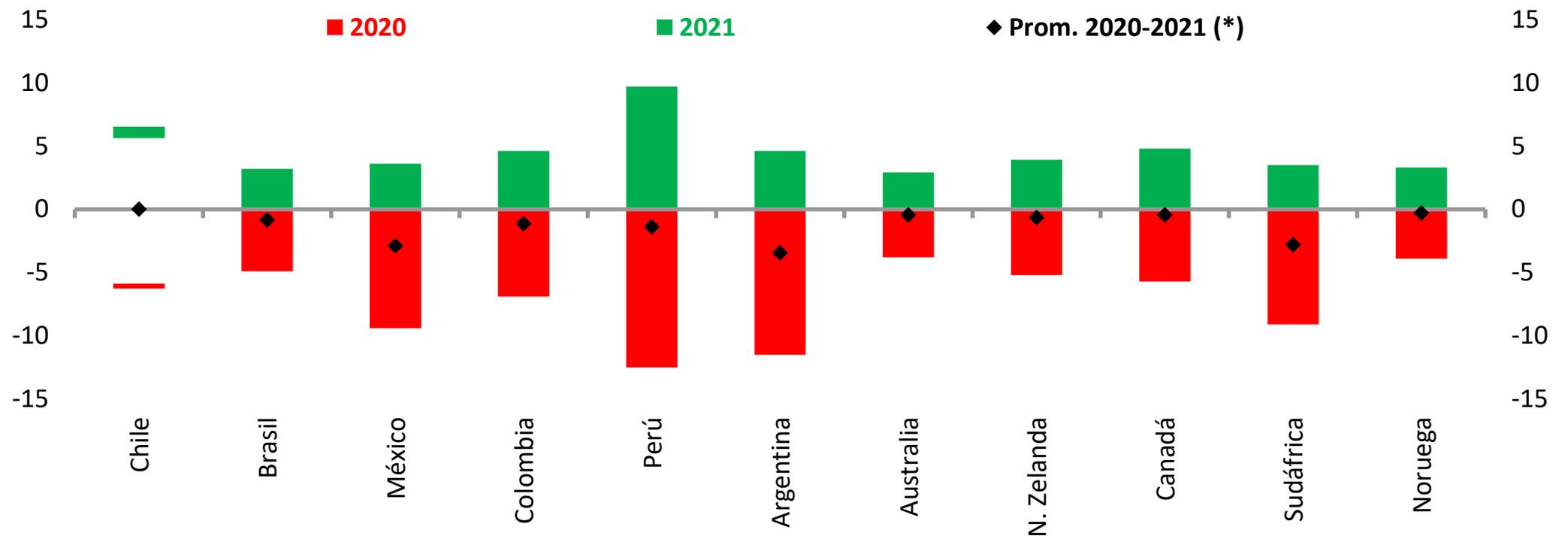
Menor capacidad de respuesta de los agentes ante escenarios más negativos dado el deterioro de su situación patrimonial en la pandemia



Esta crisis ha sido muy diferente de episodios previos, no solo por su origen y velocidad de propagación, sino que también por la capacidad de mitigación de las políticas económicas. De hecho, las proyecciones apuntan a que el período de contracción será significativo, pero breve.

Crecimiento 2020-2021: economías seleccionadas

(variación anual, porcentaje)



(*) Para Chile, se calcula como el promedio entre el punto medio del rango de crecimiento proyectado para 2020 y 2021.

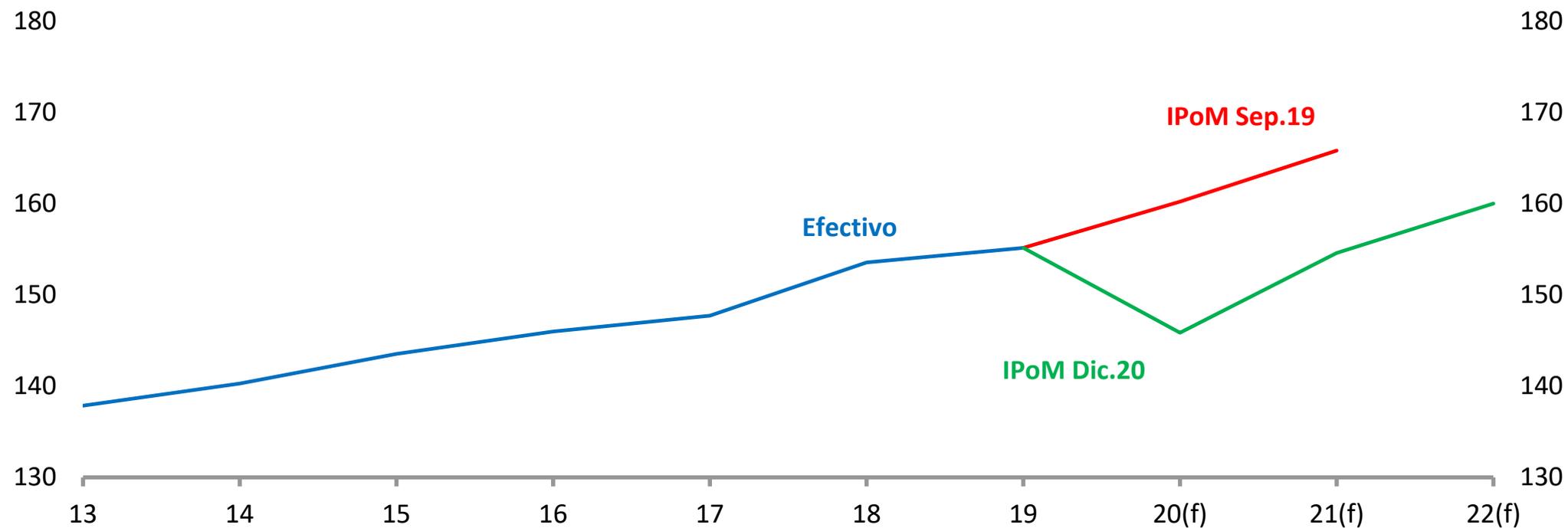
Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.



De todos modos, la economía chilena ha sufrido dos shocks considerables en los últimos quince meses, y recuperar lo perdido requerirá tiempo y mucho esfuerzo, si es que alguna vez se logra.

PIB real

(billones de pesos, volumen a precios del año anterior encadenado)



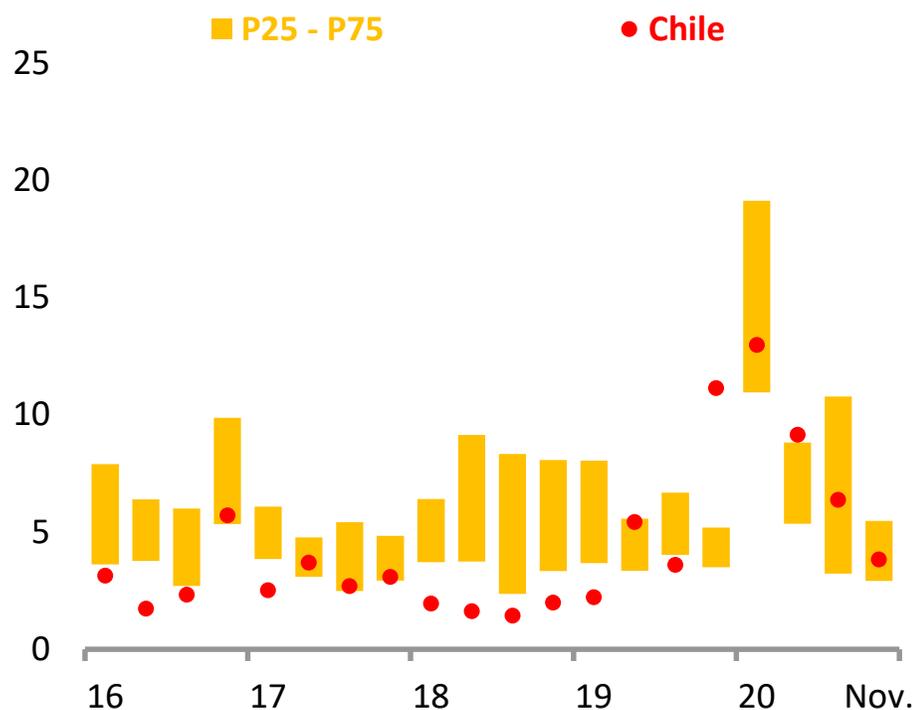
(f) Proyección. Considera el punto medio de los rangos de crecimiento proyectados contenidos en el IPoM respectivo. Fuente: Banco Central de Chile.



La combinación de shocks negativos ya ha provocado un importante desgaste de los agentes, que se traduce en un agotamiento de las holguras previas y en una menor diferenciación de la economía chilena.

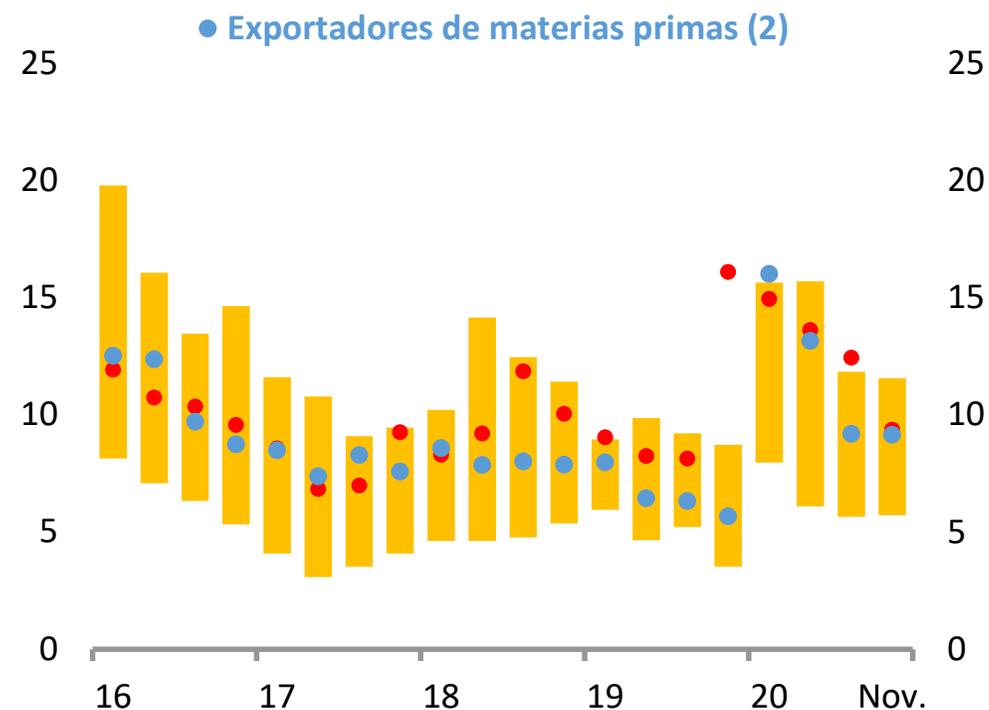
Volatilidad tasas soberanas EM (1)

(puntos base)



Volatilidad cambiaria EM (1)

(porcentaje anualizado)



(1) EM incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. (2) Incluye a Australia, Canadá, Noruega y N. Zelanda.

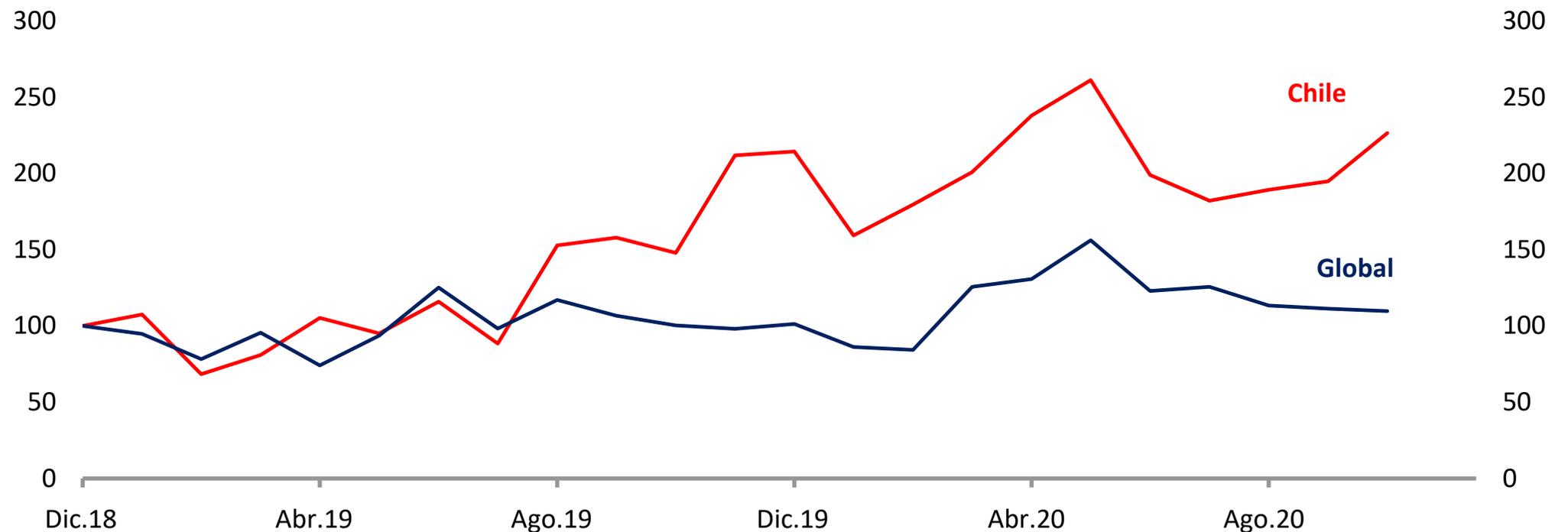
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.



Además, se ha producido un fenómeno de mayor alcance, que es la mantención de niveles de incertidumbre mayores a los del pasado y a los de países desarrollados a los que habíamos tratado de acercarnos en las últimas décadas.

Incetidumbre (*)

(Dic.2018=100)



(*) En ambos casos corresponde al Índice de Incertidumbre de Política Económica (EPU, por sus siglas en inglés).

Fuentes: Bloomberg y CLAPES UC.



Algunos desafíos de corto y mediano plazo que surgen de la actual experiencia, fuera del ámbito de responsabilidad del Banco Central.

- *Adecuar sectores y empresas más afectados a las nuevas condiciones de funcionamiento producto del distanciamiento social.*
- *Incorporar plenamente la economía digital y el teletrabajo al diseño operativo de las empresas.*
- *Recuperar y aumentar la participación femenina en el mercado laboral.*
- *Adecuar el perfil de la carga financiera a las posibilidades reales de las empresas.*
- *Reducir la informalidad laboral.*
- *Fortalecer los sistemas de protección social.*



Comentarios finales



La recuperación de la economía chilena sigue enfrentando importantes desafíos, tanto por la evolución de la pandemia como por la situación política iniciada tras la crisis social de fines de 2019. El escenario central contempla que esta última seguirá la vía institucional aprobada por el Congreso.



Para hacer frente al complejo panorama, el gobierno, las empresas, los hogares y las instituciones financieras han ido agotando las holguras acumuladas en años anteriores, lo que ha deteriorado su situación patrimonial y las vuelve más vulnerables frente a situaciones de tensión.



Una recuperación sostenida, balanceada e inclusiva no se alcanzará de manera espontánea, porque la economía ha perdido flexibilidad y consistencia. Una política económica proactiva deberá acompañarla por un buen tiempo todavía.



No hay camino fácil para enfrentar los desafíos que vienen y no hay espacio para malas decisiones. El trabajo bien planificado y coordinado es indispensable para sacar a la economía de este episodio. El BCCh se ha mantenido alerta en los últimos quince meses para enfrentar esta inédita coyuntura, y lo seguirá haciendo mientras sea necesario.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2020

Mario Marcel C.
Presidente

Banco Central de Chile, 10 de diciembre 2020

