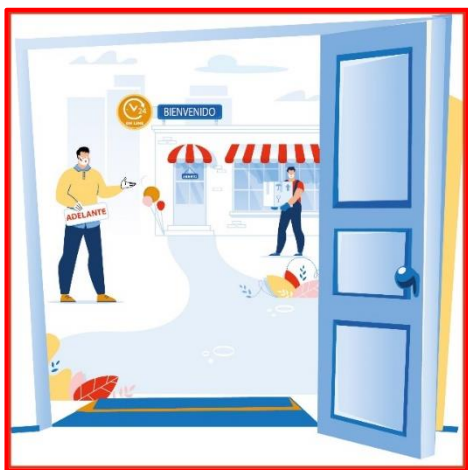


# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2020

Rosanna Costa  
Consejera

Banco Central de Chile, 11 de diciembre 2020





- *La economía ha seguido recuperándose gracias a la gradual apertura de los negocios. No obstante, dicha recuperación ha sido más lenta que lo previsto y heterogénea.*
- *El consumo ha tenido un impulso importante por la recuperación del empleo y las transferencias fiscales más el retiro de parte de los ahorros previsionales, cuyo efecto es transitorio y tiene costos de largo plazo que deben ser considerados.*
- *En un contexto de restricciones de oferta, ello ha generado presiones inflacionarias en el corto plazo. Sin embargo, difícilmente comprometen la meta en el horizonte de política.*
- *Hacia adelante el escenario sigue incierto. Una vacunación universal podría mejorar el panorama, pero hasta entonces, rebrotes del Covid-19 podrían obligar a retroceder en el plan de apertura de las comunas.*

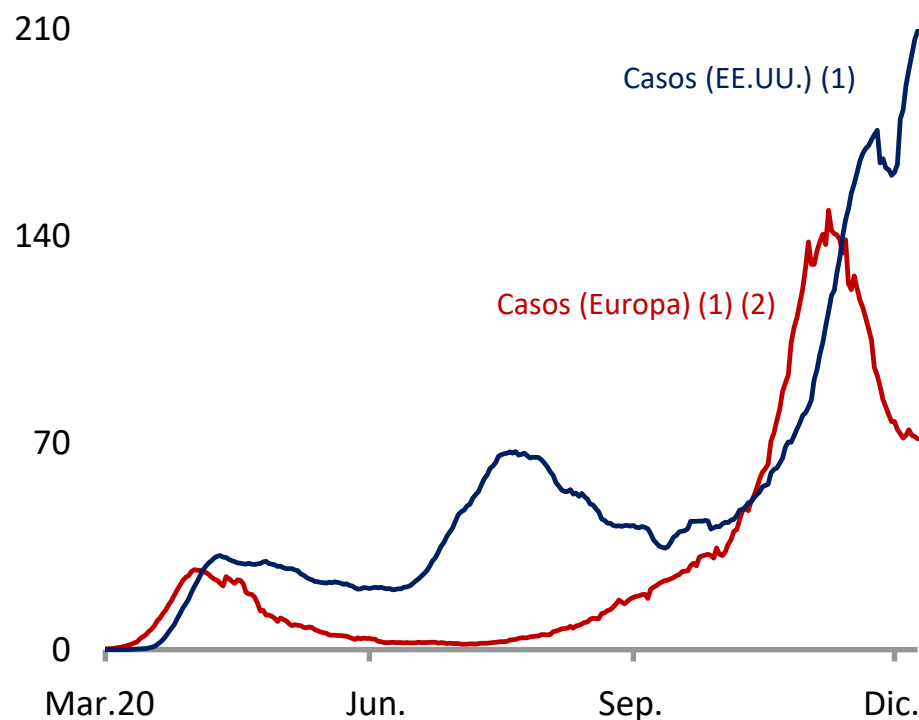


- *El escenario central prevé que la economía seguirá mejorando, que las restricciones a la movilidad no retornarán a niveles de mediados del 2020 y que continuará el impulso fiscal y monetario.*
- *Aun así, el desgaste generado por la profunda caída de la actividad y, el necesario uso de las holguras públicas y privadas para superar la emergencia, incrementa la vulnerabilidad a escenarios de riesgo y plantea desafíos significativos para recuperar tasas de crecimiento cercanas a la tendencial.*
- *El Consejo reitera que mantendrá un elevado impulso monetario por un período prolongado de tiempo. En particular, prevé que la TPM seguirá en su nivel mínimo durante gran parte del horizonte de política monetaria de dos años. Las medidas no convencionales continuarán en aplicación.*

El Covid-19 ha seguido presente a nivel mundial, destacando los importantes rebrotes en parte de Europa y EE.UU. Sin embargo, esto ha ocurrido en medio de un manejo más efectivo de la enfermedad.

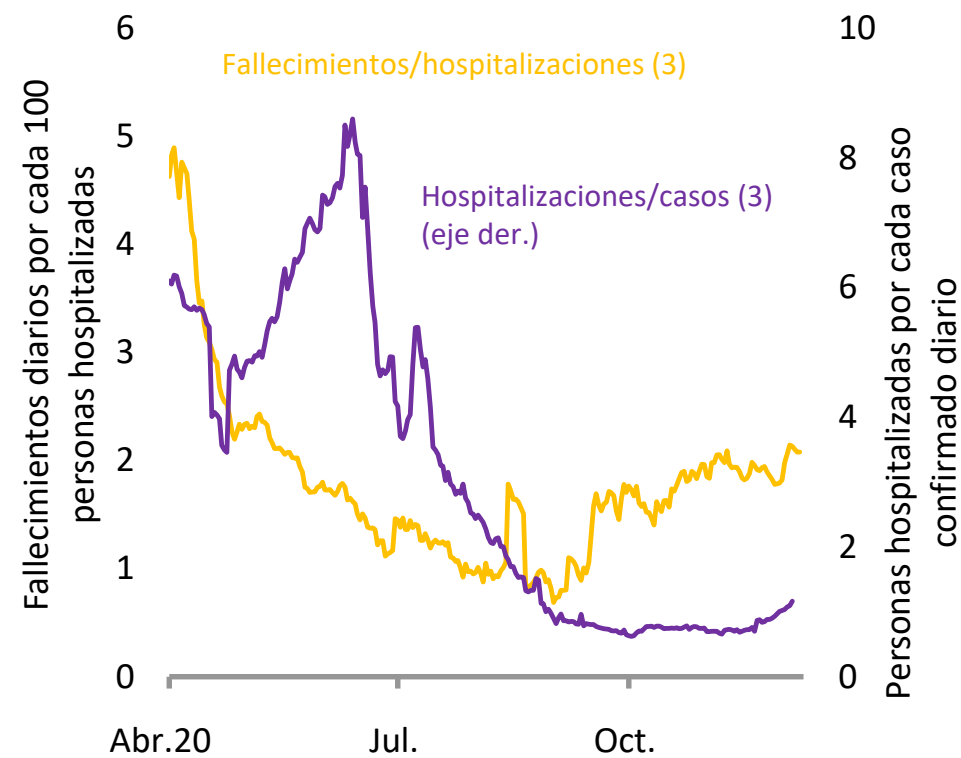
### Casos confirmados (1)

(miles de personas)



### Ratios fallecimientos/hospitalizaciones y hospitalizaciones/casos

(ratios)



(1) Promedio móvil de siete días. (2) Europa considera a Alemania, Francia, Italia, España y Reino Unido. (3) Ratio entre fallecimientos diarios y hospitalizados por Covid-19 siete días antes, y entre hospitalizados y casos diarios siete días antes (mediana entre Reino Unido, Italia, Francia y EE.UU.).

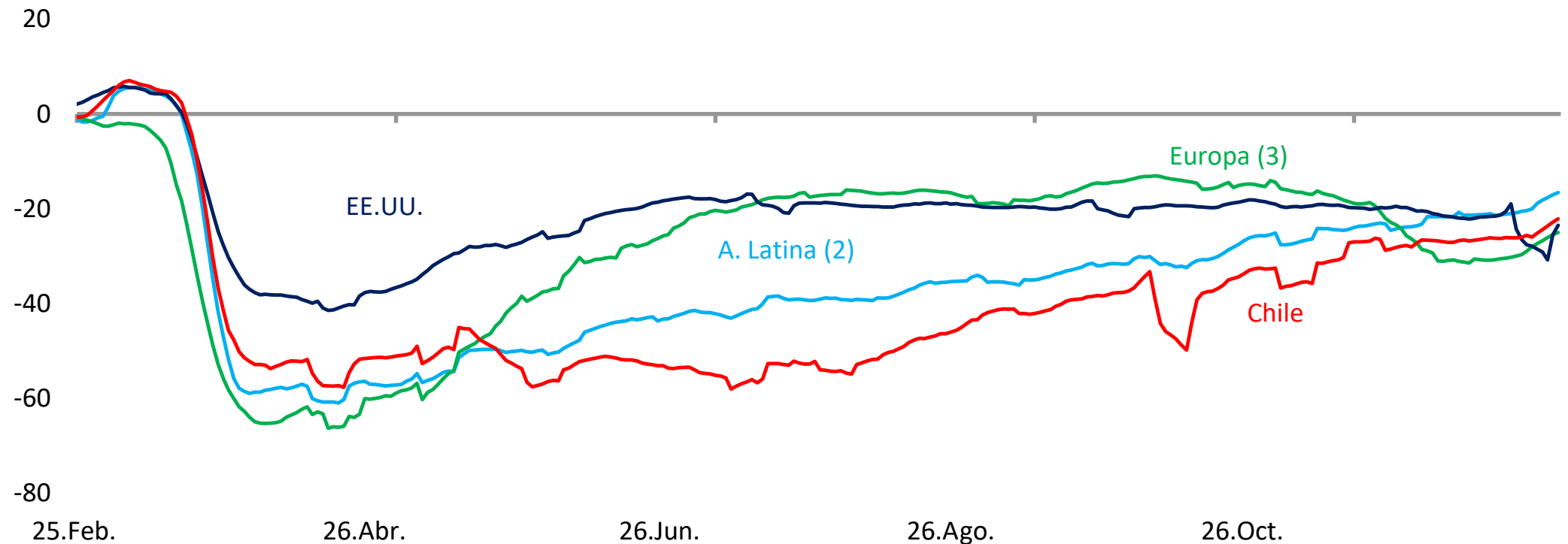




*Si bien se han reinstaurado medidas restrictivas, estas han sido menos severas, más focalizadas y se han aplicado con mayor gradualidad, reflejándose en una menor disminución de la movilidad. Todo ello, evita efectos tan perjudiciales para la actividad como en marzo y abril.*

## 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. Fuentes: Universidad de Oxford e Informe de movilidad de las comunidades ante el Covid-19, Google.



*Paralelamente, se han ido conociendo resultados exitosos en relación con el desarrollo de una vacuna contra la enfermedad.*

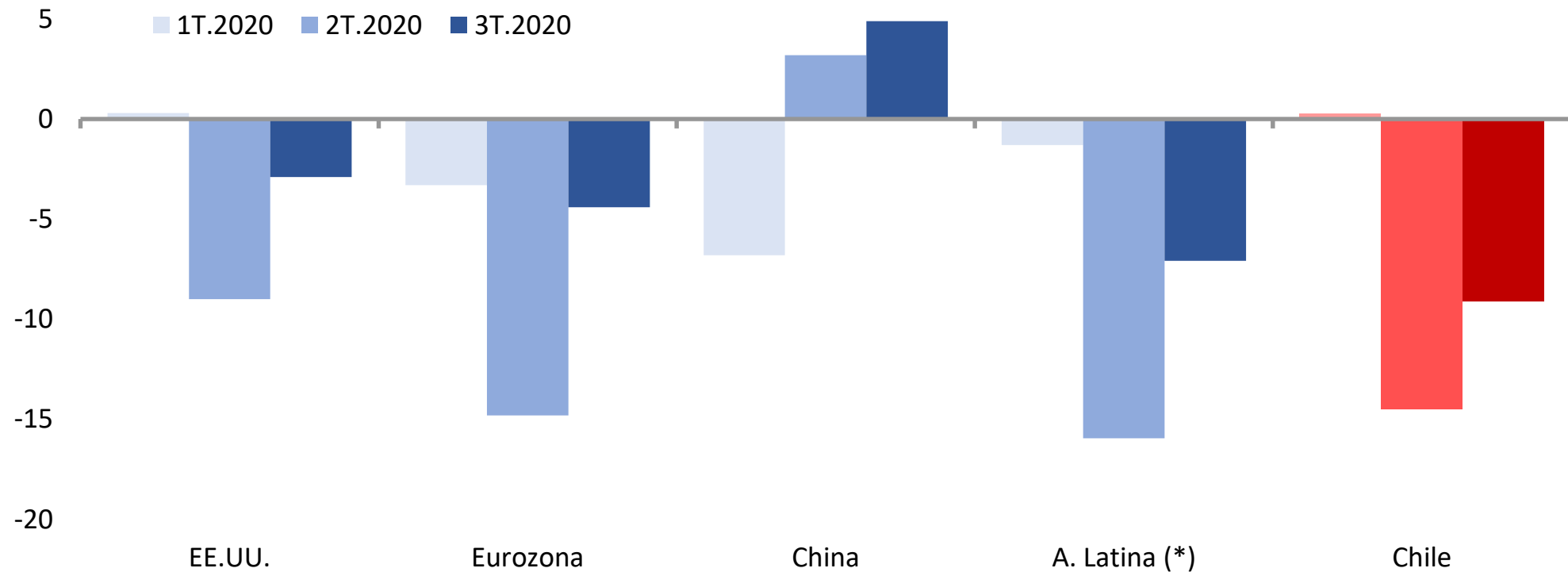


- ➡ Autoridades sanitarias en Chile y otros países han indicado que el proceso de vacunación comenzará pronto.
- ➡ Durante el 2021 algunos países podrían lograr que buena parte de su población esté vacunada y alcanzar la inmunidad de grupo.
- ➡ El escenario central de este IPOM asume que el proceso de vacunación comience en algunos países en lo que queda del 2020 y en la mayor parte del mundo durante el 2021.
- ➡ Los efectos de la vacunación sobre la actividad serán más evidentes hacia el 2022.

*En este contexto, la actividad global ha seguido recuperándose, aunque de manera dispar entre países y con heterogeneidad sectorial. 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.

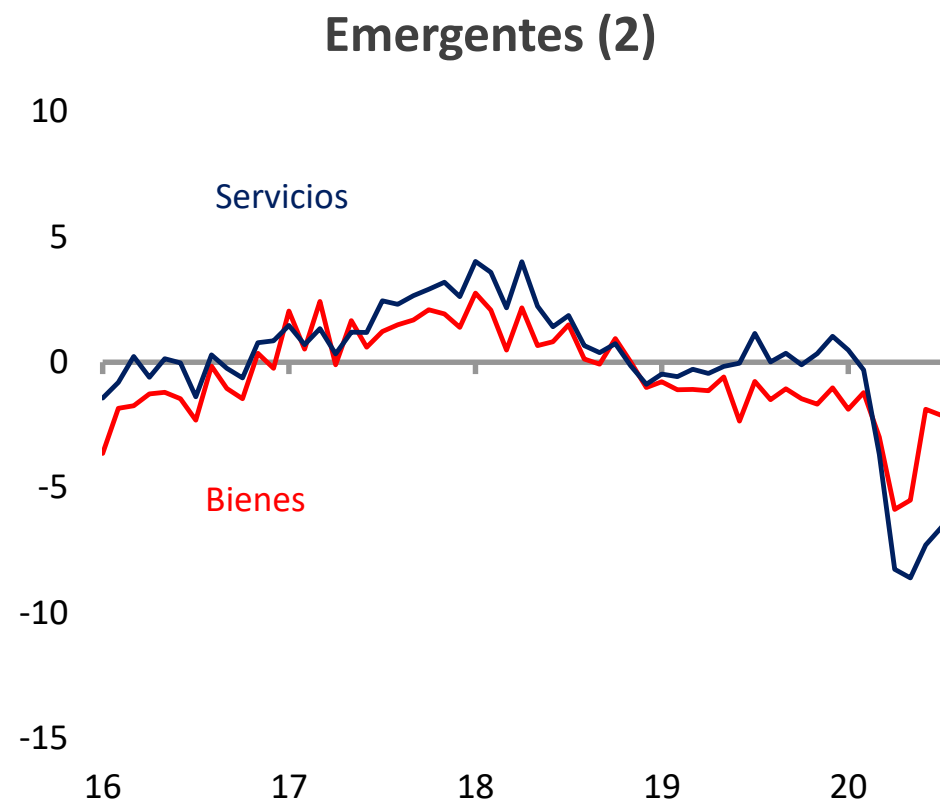
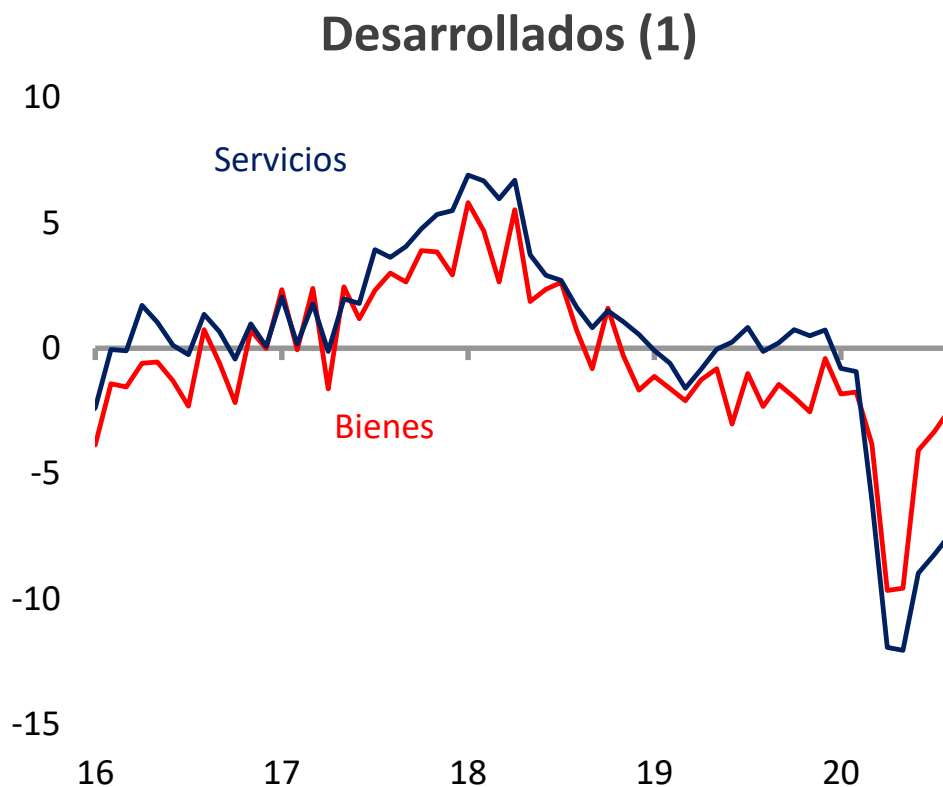


*El repunte del consumo y de la producción de bienes ha dado impulso al comercio internacional, favoreciendo en especial a los exportadores de materias primas y de bienes de consumo.*

## Exportaciones nominales

(variación anual, porcentaje)

**20%** Subieron las exportaciones (volúmenes) globales entre mayo y septiembre.



(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.

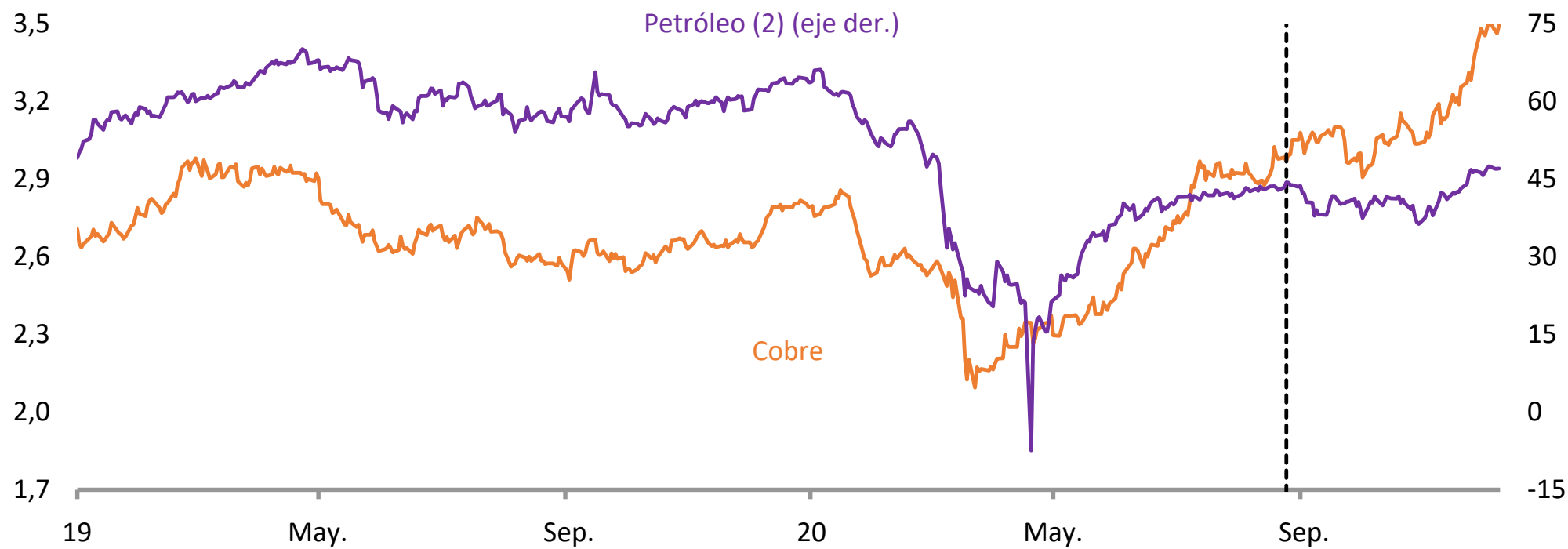




En este contexto, los precios de las materias primas han continuado subiendo en los últimos meses. El precio del cobre se ha consolidado en niveles por sobre los US\$3 la libra.

### Precios de materias primas (1)

(dólares la libra; dólares el barril)



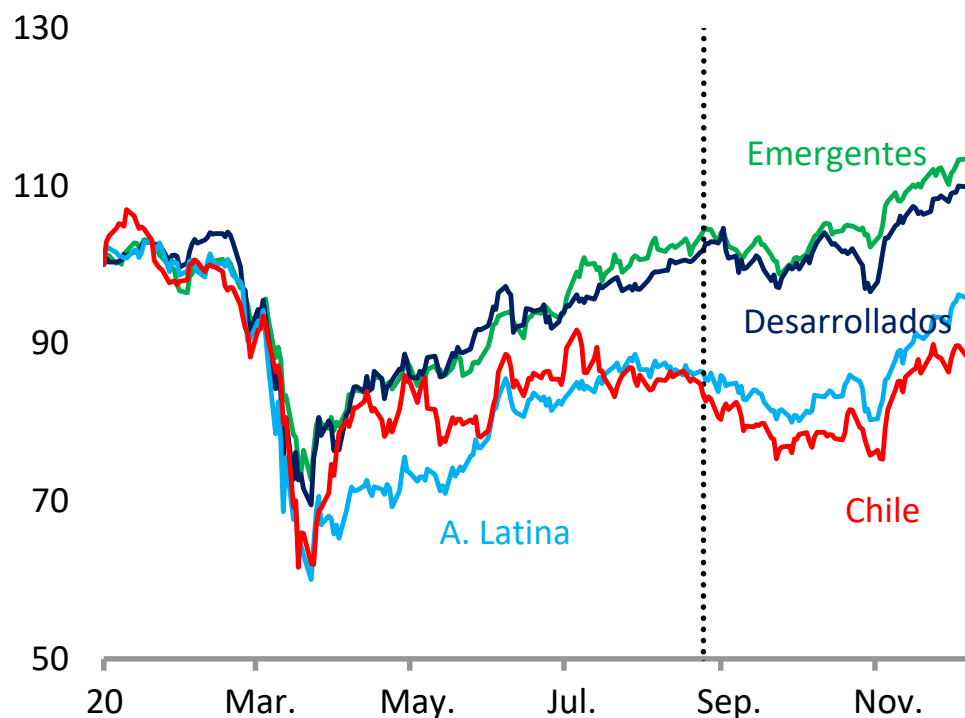
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. (2) Promedio simple entre el Brent y el WTI. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



*Las condiciones financieras externas conservan un tono favorable, en medio de la abundante liquidez global, la evolución de las economías y, en lo más reciente, por los avances de las vacunas.*

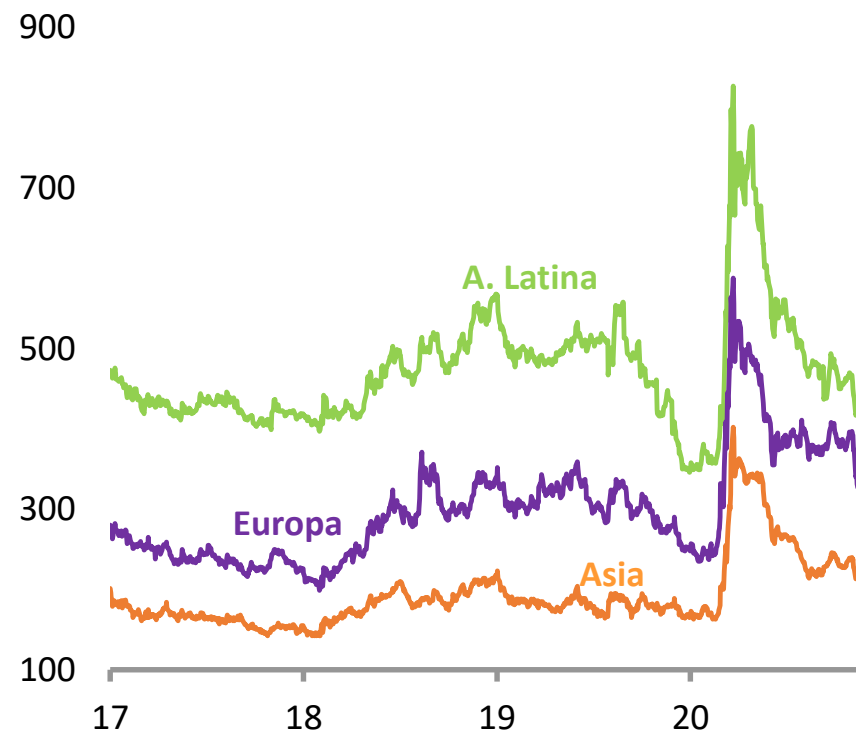
### Mercados bursátiles (1) (2)

(índice 1 de enero 2020 = 100)



### Premios por riesgo en mercados emergentes (EMBI)

(puntos base)



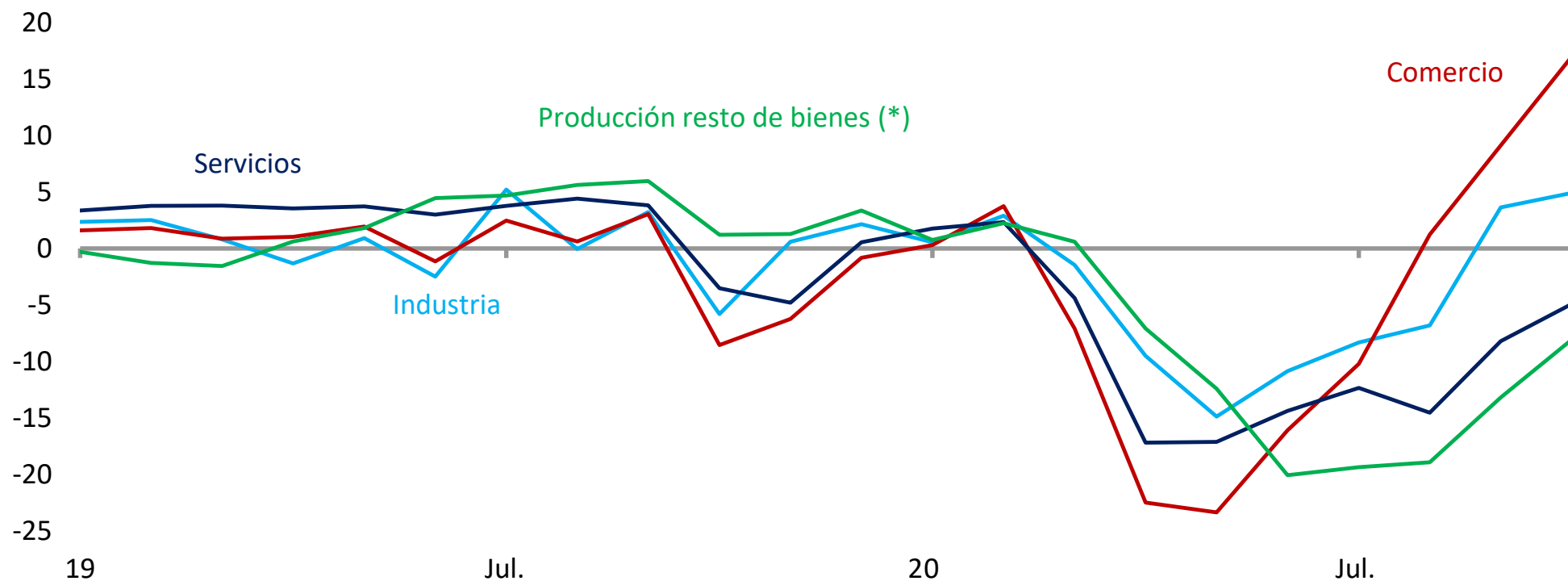
(1) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile se utiliza el IPSA. (2) Línea vertical punteada indica el cierre estadístico del IPOM de septiembre del 2020. Fuente: Bloomberg.



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 más lenta que la prevista en septiembre.

## 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

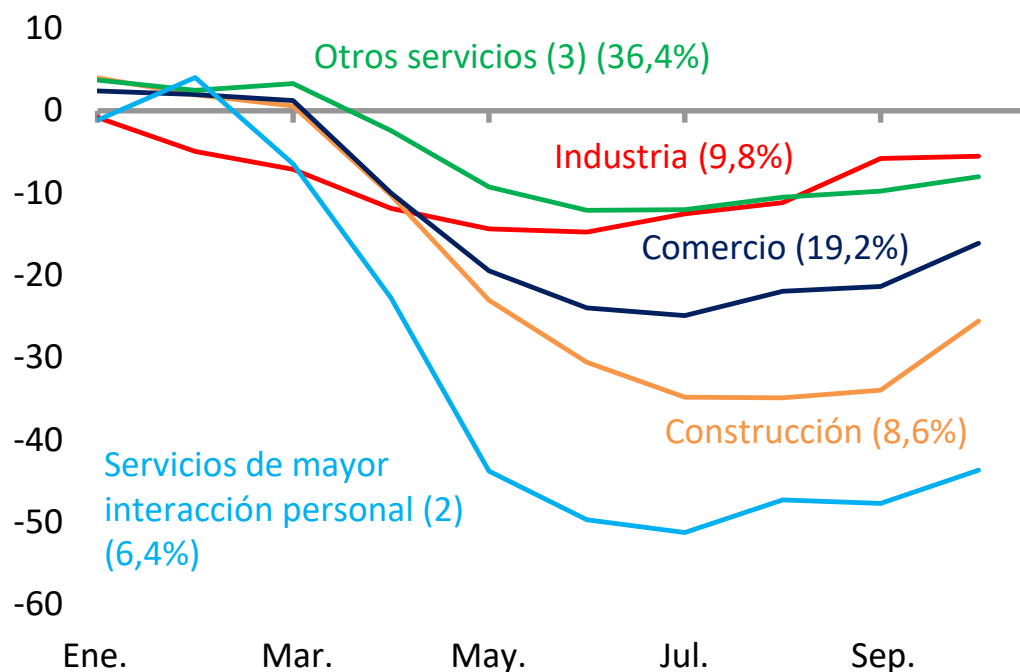


Los ingresos laborales reales han evolucionado positivamente

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

## Empleo por sectores (1)

(variación anual, porcentaje)



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



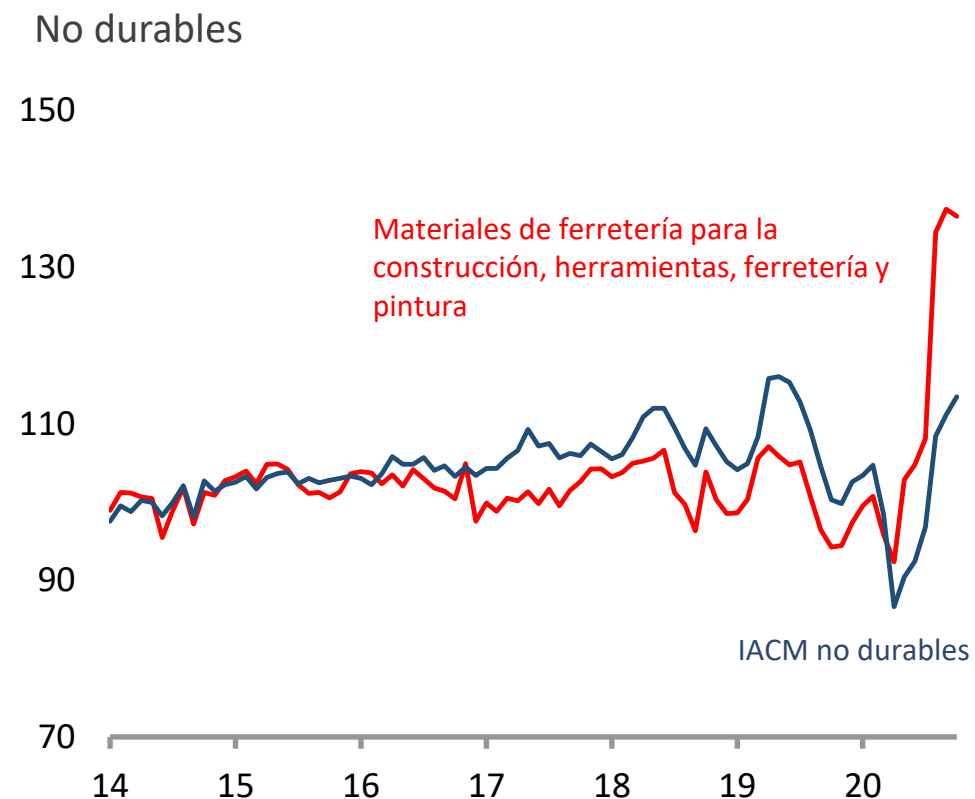
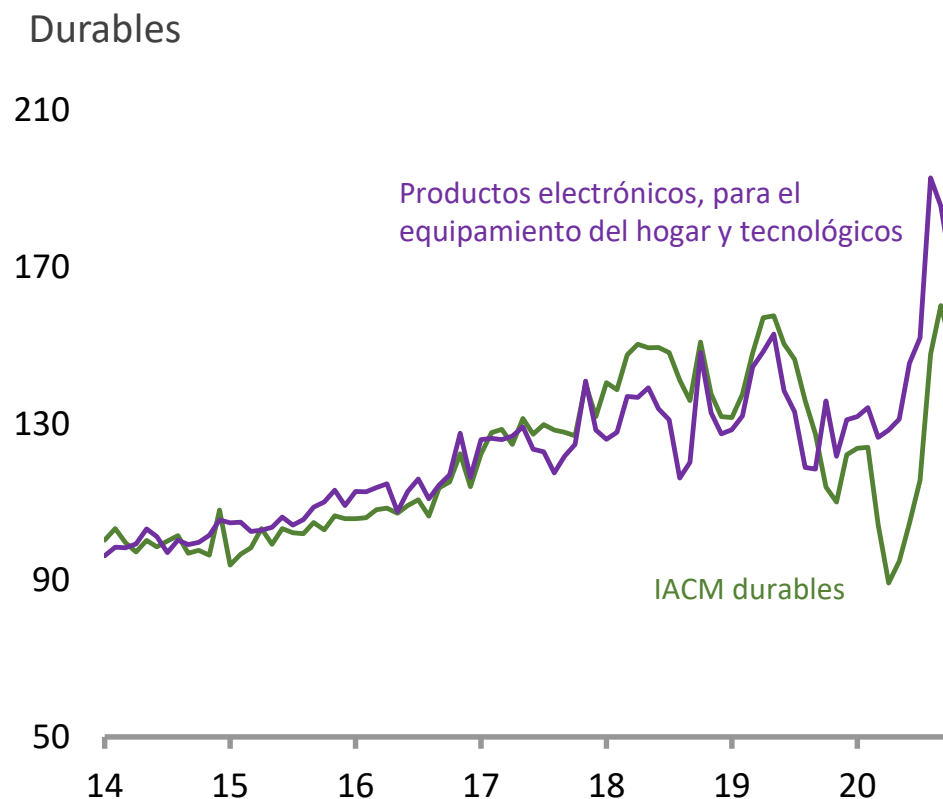
(1) Entre paréntesis, participación promedio sobre total de ocupados en 2019. (2) Incluye actividades de alojamiento y de servicio de comidas; y artísticas, de entretenimiento y recreativas. (3) Incluye actividades financieras y de seguros; inmobiliarias; profesionales, científicas y técnicas; de organizaciones 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.



Un elemento importante en el desempeño de la economía chilena en los últimos meses han sido las medidas de apoyo a los ingresos de los hogares —transferencias del Gobierno y retiro de parte de los ahorros previsionales—, lo que ha dado un empuje significativo al consumo de bienes.

## Índice de Actividad del Comercio al por Menor

(índice 2014 = 100, series desestacionalizadas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



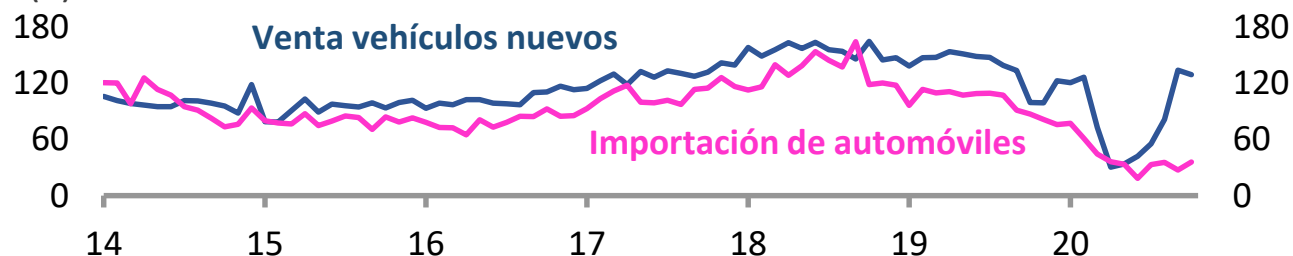


Un efecto de este mayor impulso ha sido la sustantiva desacumulación de inventarios en algunos rubros del comercio, en medio de una lenta reposición de los stocks por parte de las empresas.

### Ventas e importaciones reales (\*)

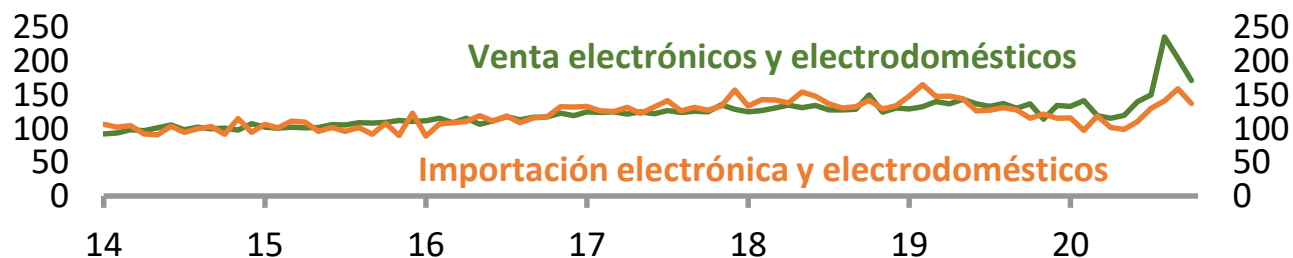
(índice base 2014=100, desestacionalizado)

(a) Automóviles



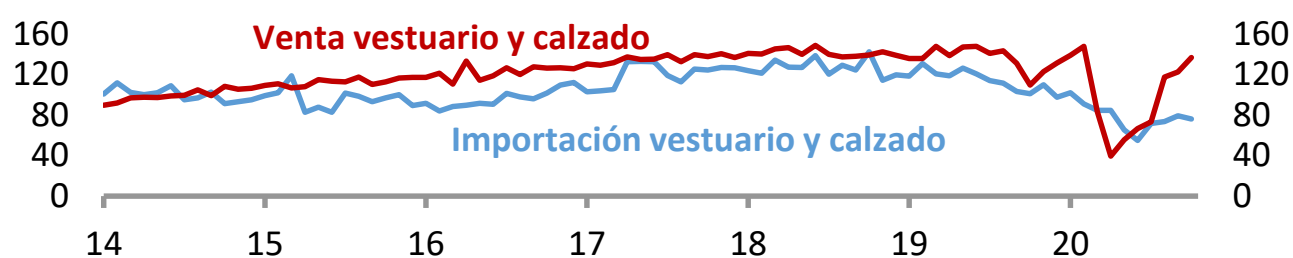
Las importaciones de bienes de consumo no han tenido el mismo dinamismo que las ventas.

(b) Electrónica y electrodomésticos



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

(c) Vestuario y calzado



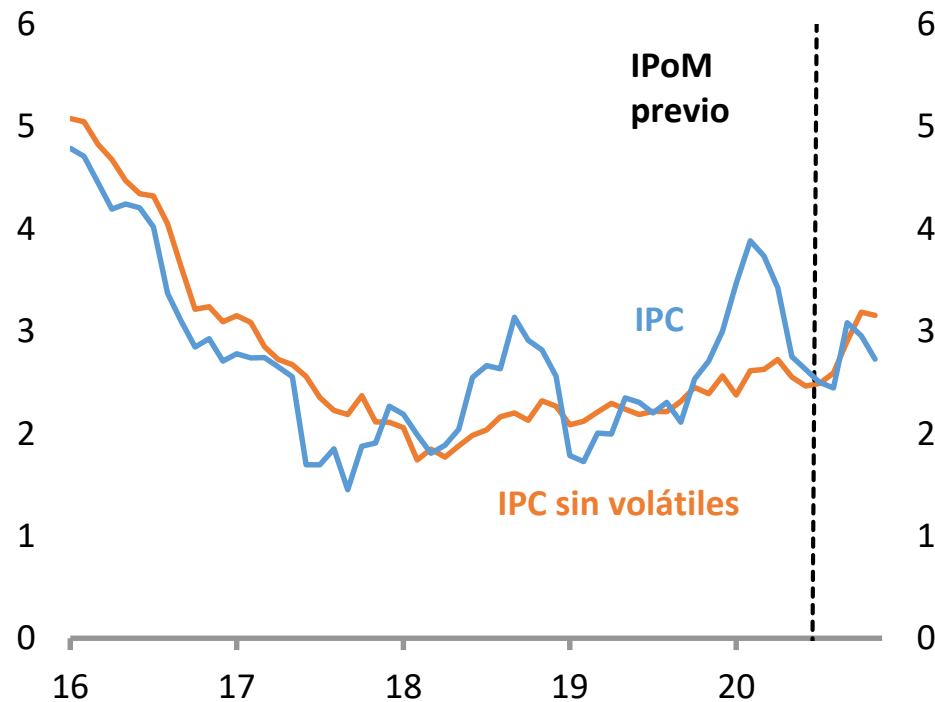
(\*) Importaciones nominales deflactadas por IPC de Autos Nuevos, Vestuario y Calzado y Electrónicos (incluye: línea blanca, electrodomésticos, fax, equipos de audio y celulares), según corresponda. Importaciones de Electrónica y Electrodomésticos incluye celulares, computadores, televisores y electrodomésticos. Fuentes: Banco Central de Chile e INE.



*Esto ejerció una presión sobre los precios de algunas líneas de bienes, que influyó en los elevados y sorpresivos registros del IPC en septiembre y octubre. No obstante, esto fue parcialmente compensado en noviembre.*

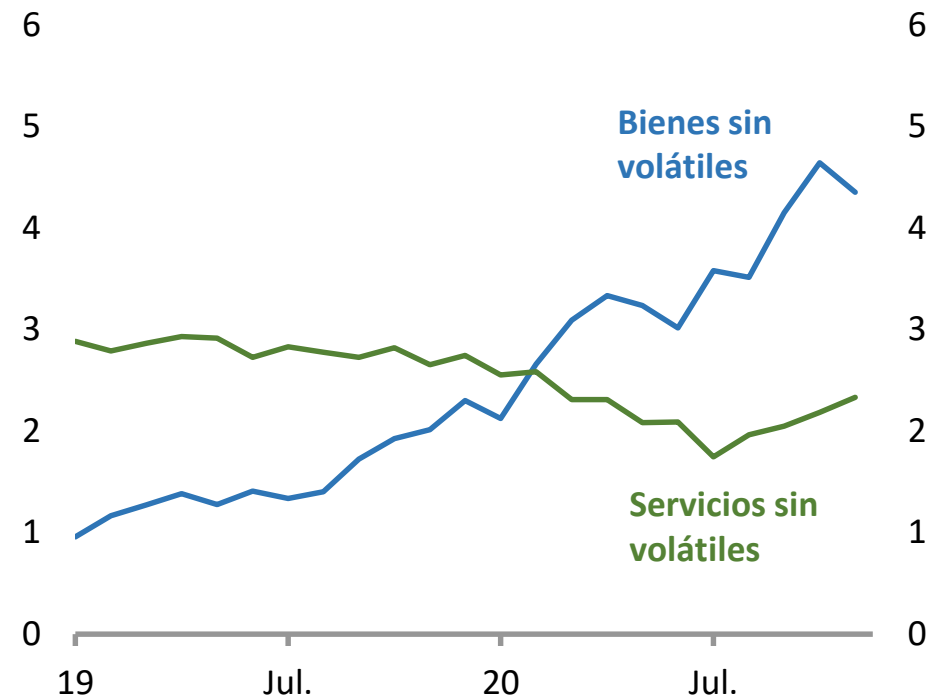
## IPC

(variación anual, porcentaje)



## IPC sin volátiles

(variación anual, porcentaje)



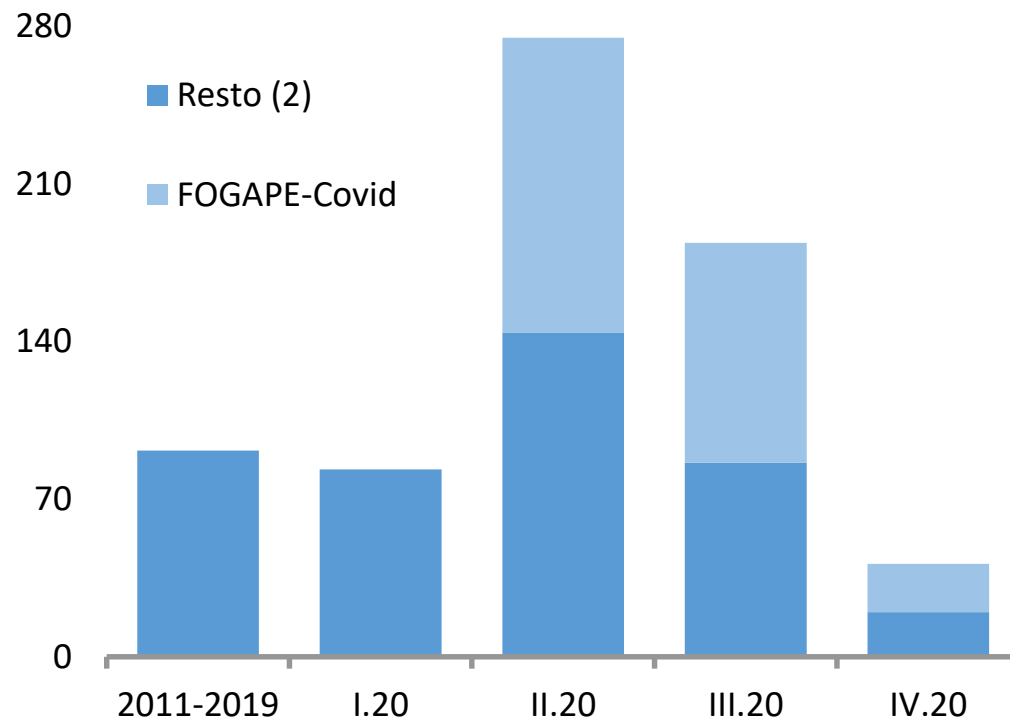
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



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.

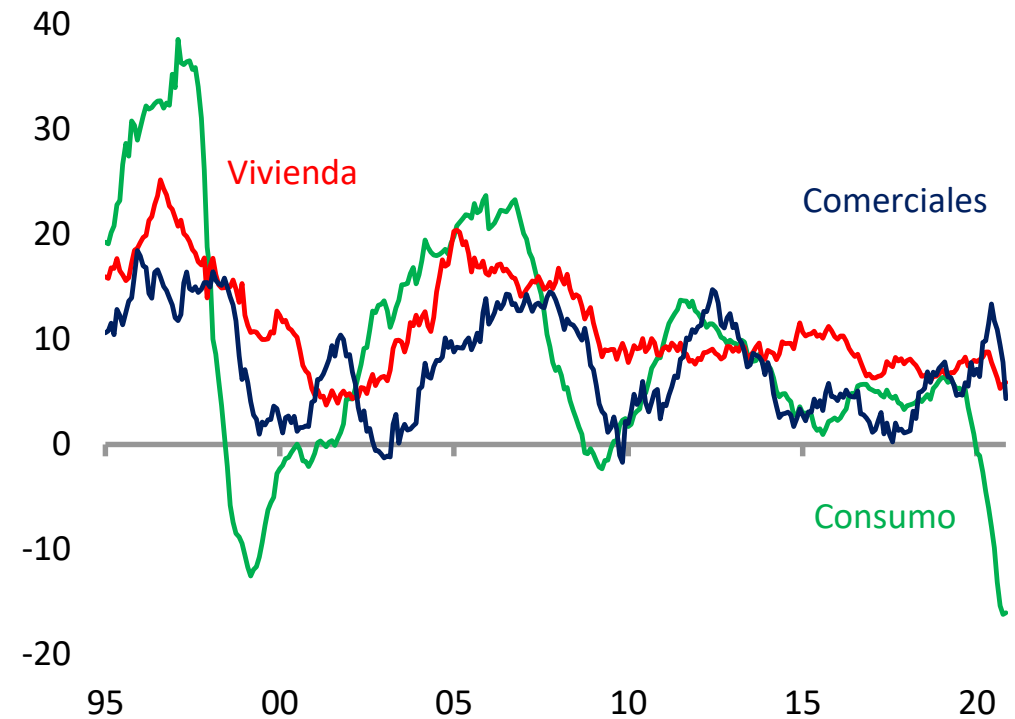
### Número de nuevos créditos comerciales otorgados (1)

(miles de operaciones)



### Colocaciones reales (3)

(variación anual, porcentaje)

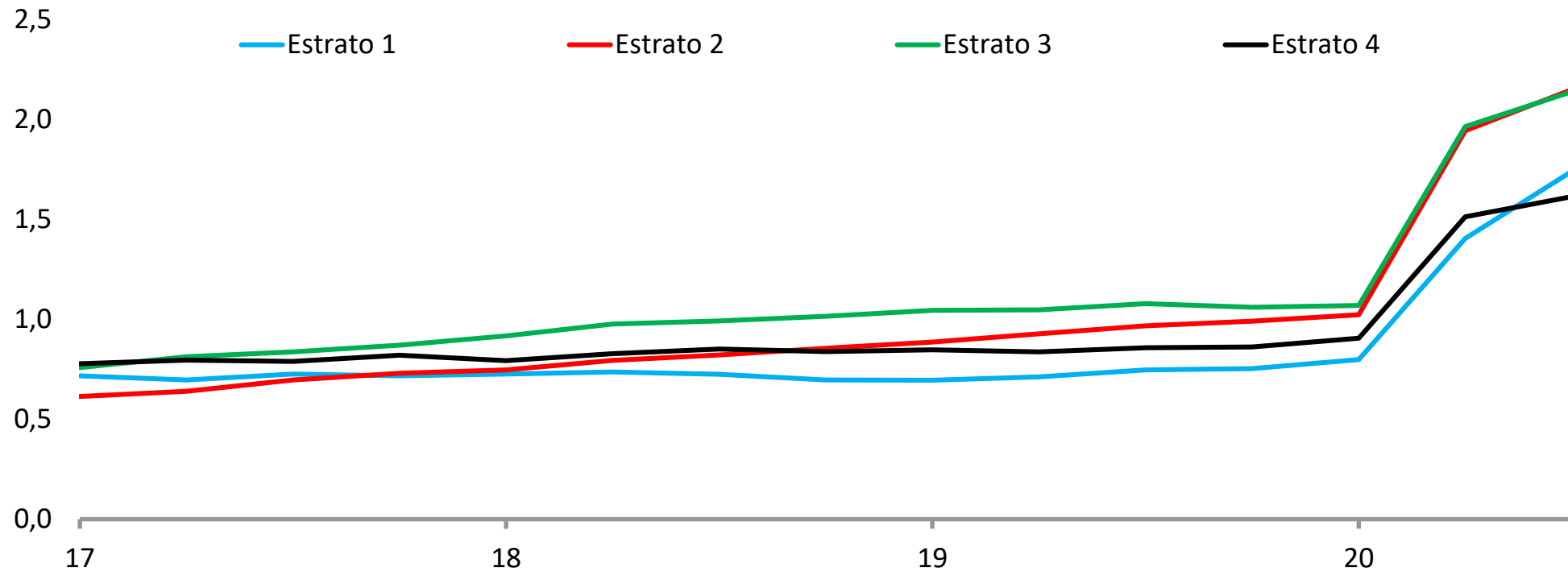


(1) Para el cuarto trimestre del 2020, considera información hasta el día 24 de noviembre. Período 2011-2019 corresponde al promedio de los datos trimestrales. (2) Excluye reprogramaciones y factoring. (3) Datos reales contruidos con el empalme del IPC base anual 2018, frecuencia mensual. Fuente: Banco 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, y éste fluyó a empresas de todos los tamaños y con diferente impacto en ventas.

### 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 del 2019 hacia el 2022.*

	2019	2020 (f)		2021 (f)		2022 (f)	
		IPoM Sep.20	IPoM Dic.20	IPoM Sep.20	IPoM Dic.20	IPoM Sep.20	IPoM Dic.20
PIB	1,1	-5,5/-4,5	-6,25/-5,75	4,0-5,0	5,5-6,5	3,0-4,0	3,0-4,0
Demanda interna	1,0	-7,1	-9,1	5,6	9,4	2,7	2,9
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,5	-5,6	-7,8	7,0	9,6	2,4	2,5
Formación bruta de capital fijo	4,2	-10,6	-13,0	8,0	7,3	4,9	5,1
Consumo total	0,8	-4,2	-6,3	6,8	10,3	1,7	1,8
Exportaciones de bienes y servicios	-2,3	-2,2	-1,7	5,0	4,3	4,8	4,8
Importaciones de bienes y servicios	-2,3	-9,4	-12,6	8,6	16,0	2,2	3,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,9	-1,4	0,9	-2,5	-1,5	-1,7	-1,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	18,9	18,5	19,7	16,8	17,0	18,2	17,6
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	22,4	21,0	20,5	21,8	20,6	22,2	21,2

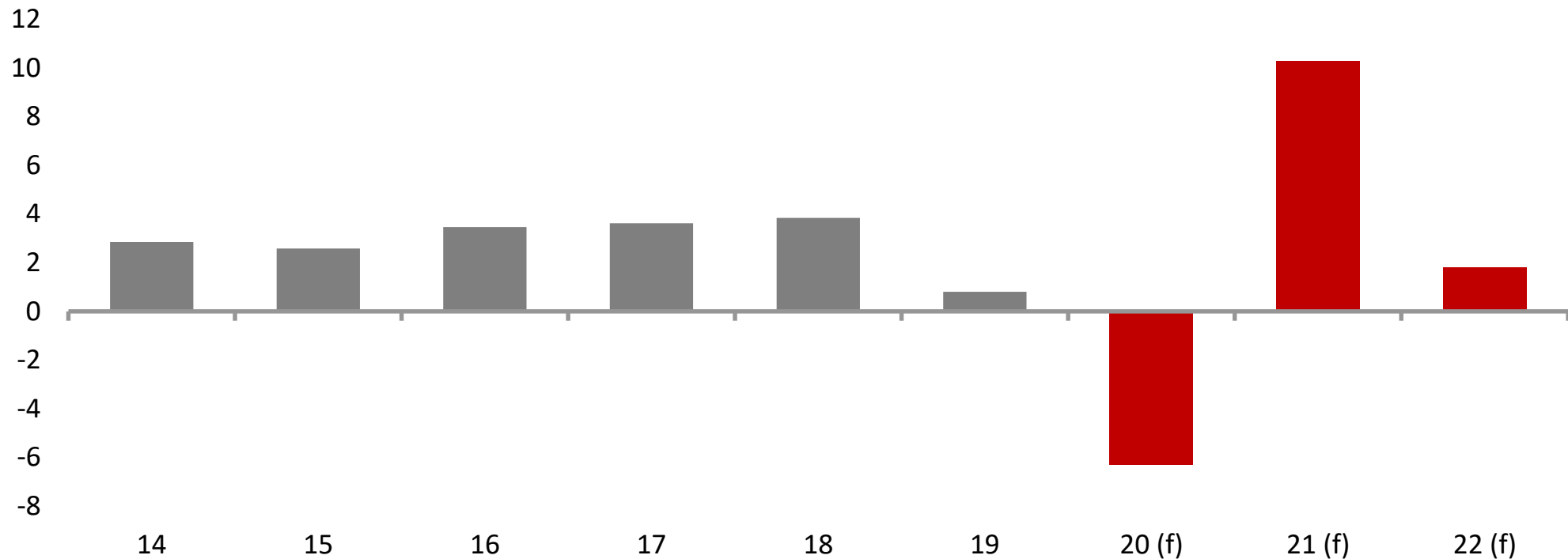
### Proyecciones en los últimos IPoM



*El retiro de ahorros previsionales, 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.

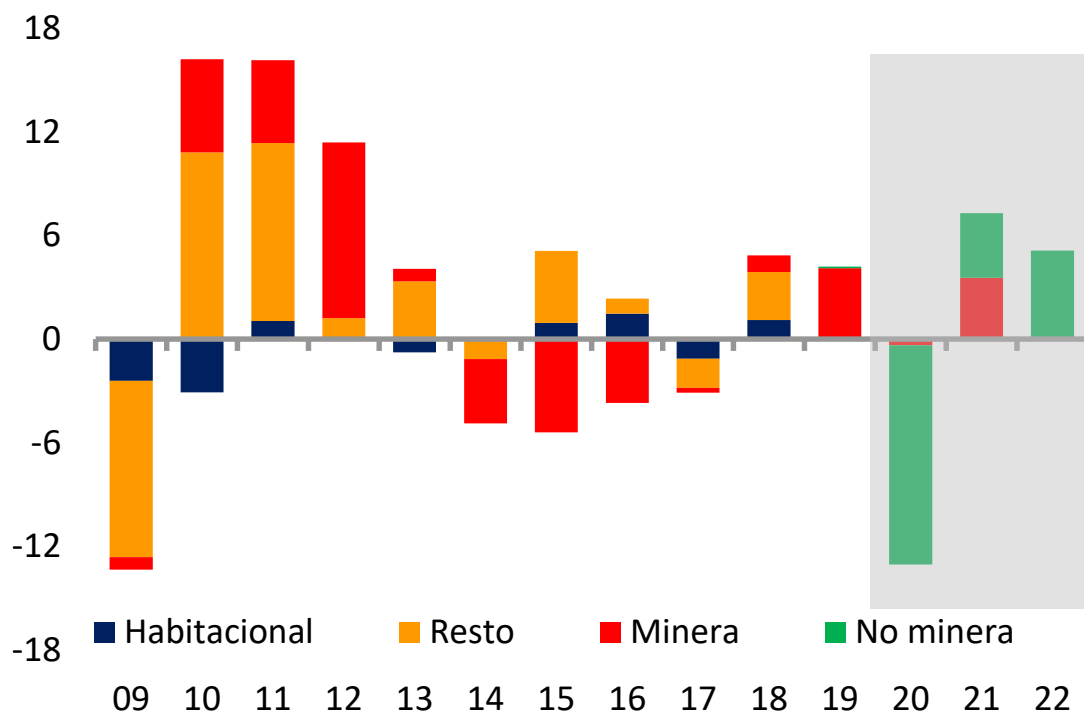
Fuente: Banco Central de Chile.





*En la inversión, el repunte previsto para el bienio 2021-2022 será más lento, en un contexto de alta incertidumbre y mayor endeudamiento.*

### 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.

Los 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.

La desaceleración del crédito, la alta incertidumbre y el mayor endeudamiento son desafíos para su evolución futura.

(\*) 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.

*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 un mayor precio del cobre.*

### Proyección de crecimiento para socios comerciales en 2021-2022 en los últimos IPoM

(promedio variación real anual, porcentaje)

	2019 (e)	2020 (f)		2021 (f)		2022 (f)	
		IPoM Sep.20	IPoM Dic.20	IPoM Sep.20	IPoM Dic.20	IPoM Sep.20	IPoM Dic.20
(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	-0,6	4,1	6,8	-0,5	2,3	0,3	-2,4
<b>PIB socios comerciales</b>	<b>2,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>
PIB mundial PPC	2,9	-4,6	-4,0	4,9	5,4	4,6	4,5
PIB Desarrolladas PPC	1,7	-7,2	-5,4	4,1	4,1	4,1	4,2
PIB Emergentes PPC	3,6	-2,5	-3,0	5,5	6,3	5,0	4,6
Estados Unidos	2,2	-6,0	-3,5	2,4	3,8	4,1	4,1
Eurozona	1,3	-8,9	-7,4	6,7	4,8	5,2	5,1
China	6,1	1,9	1,9	7,3	8,3	6,1	5,1
América Latina (excl. Chile)	-0,8	-9,2	-8,0	2,0	3,2	2,9	3,1

### Proyecciones en los IPoM: (dólares la libra; dólares el barril)



	2020	2021	2022
<b>Dic.20</b>	280	320	310
<b>Sep.20</b>	270	280	290



	2020	2021	2022
<b>Dic.20</b>	40,5	46,5	49
<b>Sep.20</b>	41,5	46,5	49

(e) Estimación. (f) Proyección. Precio del petróleo corresponde al promedio entre el Brent y WTI.

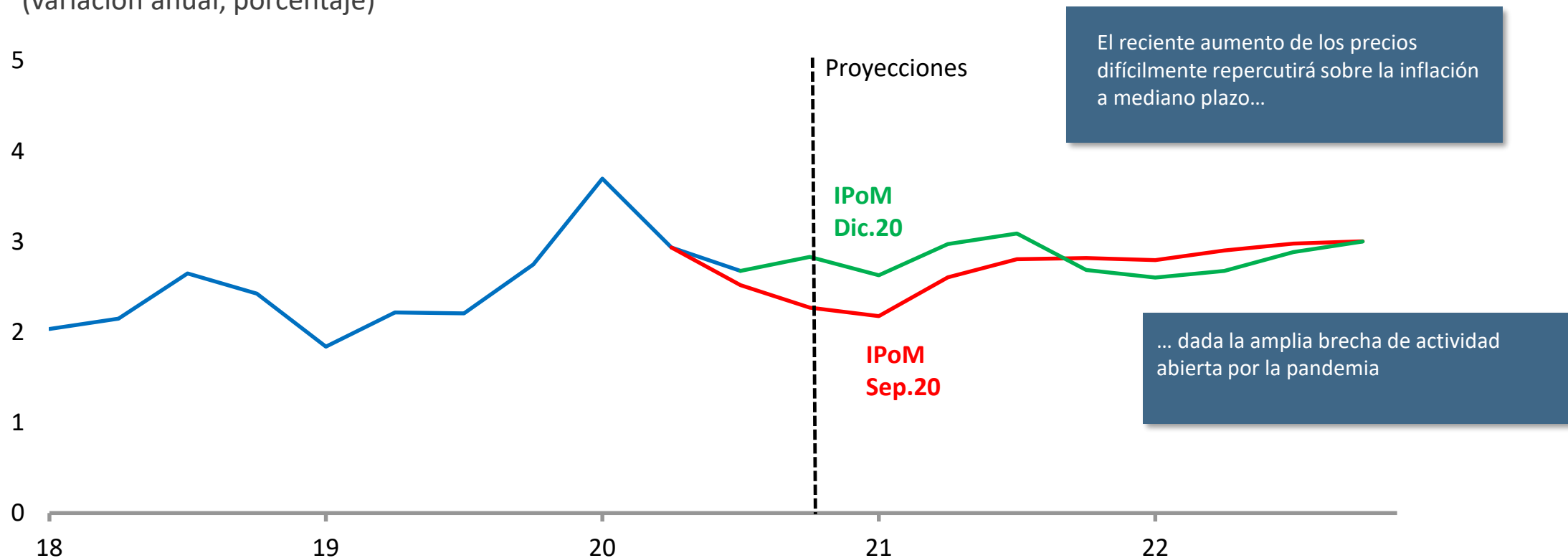
Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación oscilará en torno a 3% anual por varios trimestres, con algún retroceso hacia fines de 2021, convergiendo a la meta solo hacia el 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 el total de bonos adquiridos en los distintos programas (aprox. US\$8.000 millones), reinvertiendo los cupones que vayan venciendo.**
- **Excluye compras del programa CC-VP.**



### Mantenimiento de recursos disponibles y condiciones de uso de la FCIC

- **En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo decidió no introducir cambios en el total de recursos disponibles y las condiciones para su utilización.**

➡ **Las líneas de bajo costo para el financiamiento a hogares y empresas (FCIC1, FCIC2 y LCL) y el Programa de compra de bonos bancarios totalizan cerca del 17,7% del PIB...**

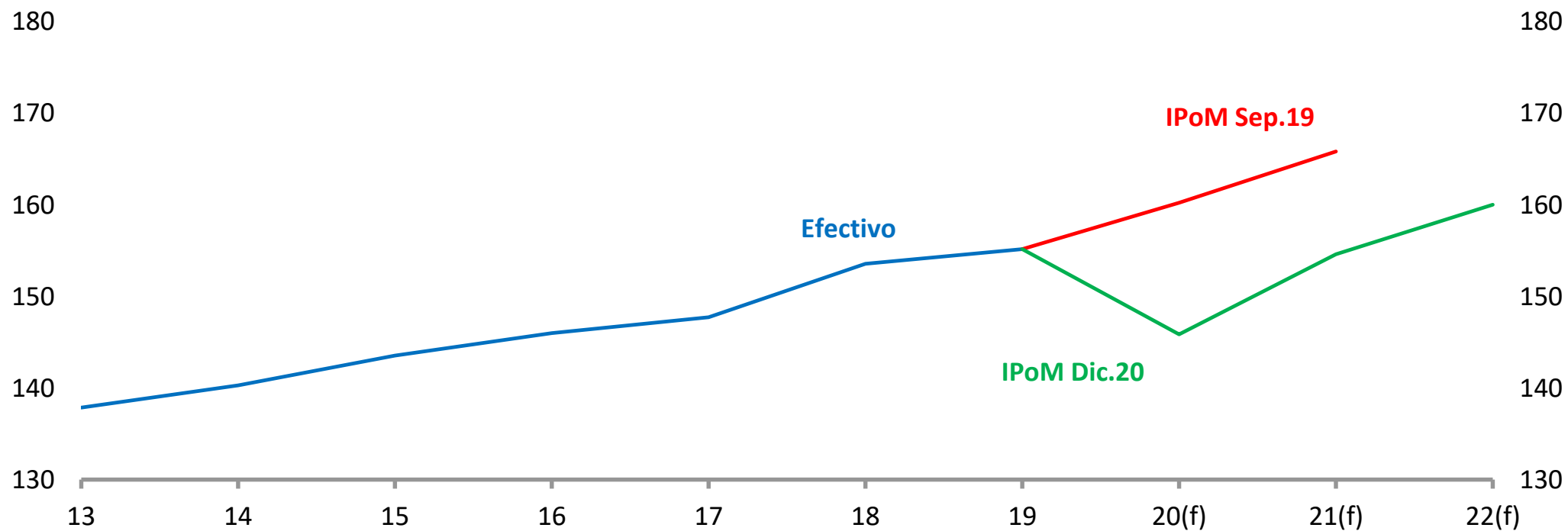
Como siempre, existen escenarios de sensibilidad, donde la evolución de la situación macroeconómica podría significar ajustes al impulso monetario.



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.

## 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.

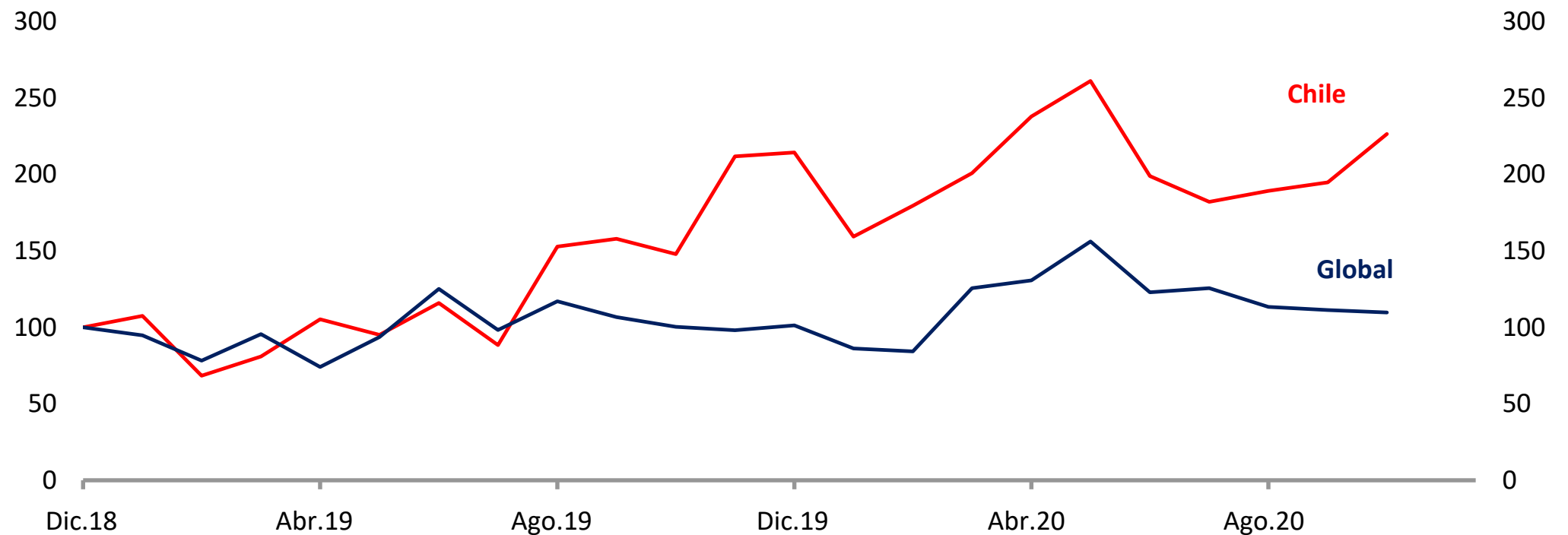




Además, se mantienen niveles de incertidumbre mayores a los del pasado y a los de países desarrollados a los que habíamos tratado de acercarnos en las últimas décadas.

### 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.



## 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 haciendo uso intensivo de las holguras acumuladas en años anteriores, lo que ha deteriorado significativamente su situación patrimonial.



Ello nos hace más vulnerables frente a escenarios más negativos e impone crecientes desafíos al acompañar el proceso de recuperación de la economía.



La política monetaria mantendrá el impulso monetario por un tiempo prolongado, apuntando al cumplimiento de sus objetivos. Para ello, estimamos que la TPM seguirá estando en su piso técnico gran parte del horizonte de política y las medidas no convencionales continuarán en aplicación.

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2020

Rosanna Costa  
Consejera

Banco Central de Chile, 11 de diciembre 2020



## 2 Anexos: IPoM





*Tras la aprobación del segundo retiro de ahorros previsionales, el Banco Central nuevamente dispuso una serie de medidas preventivas, con el fin de que este proceso se lleve a cabo sin mayores interrupciones 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**



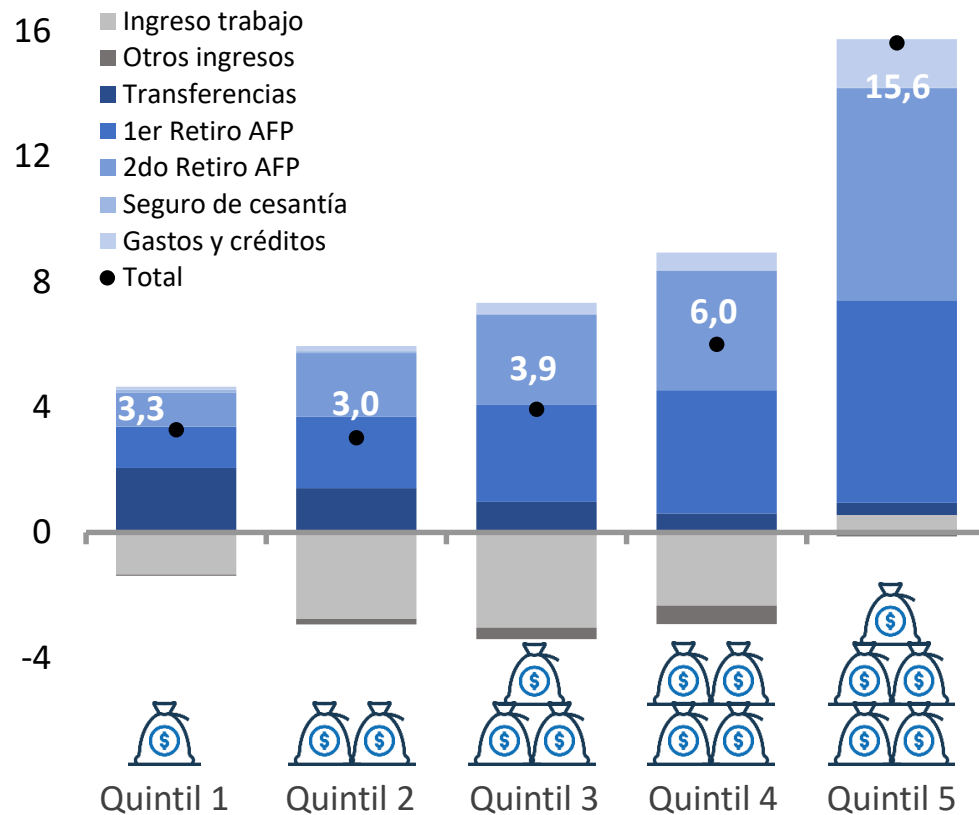
Extendidos hasta mayo de 2021.



*El segundo retiro de los ahorros previsionales 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.*

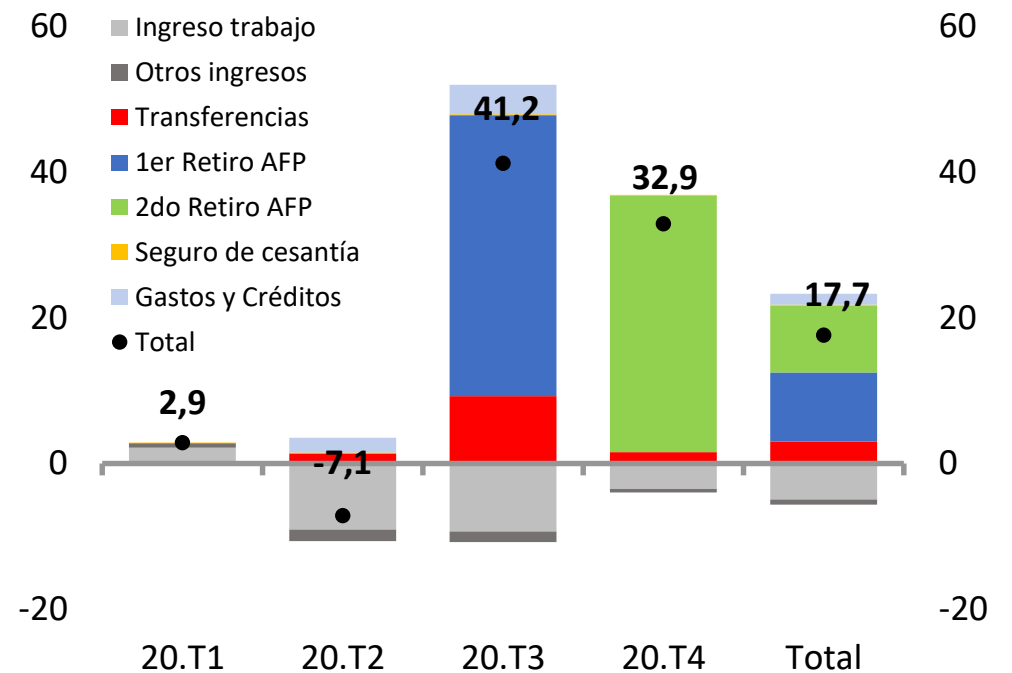
### Variación de ingresos y liquidez adicional según quintiles, 2020

(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).

