

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2018



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2018



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	13
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	15
II. CONDICIONES FINANCIERAS	23
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	27
IV. PRECIOS Y COSTOS	39
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	43
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	51
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54
RECUADROS	
Cambios en las dinámicas inflacionarias y política monetaria	11
Determinantes de los retornos accionarios en EE.UU.: ¿corrección o anticipación de crisis?	19
Efecto calendario en la economía	31
Inversión minera	33
Evolución del mercado laboral	35

*/ Este informe considera la Encuesta de Operadores Financieros publicado el jueves 29 de noviembre, las cifras sectoriales publicadas por el INE el viernes 30 de noviembre y la decisión del política monetaria del 4 de diciembre. Para todos los demás efectos, el cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 28 de noviembre de 2018.

PREFACIO

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh) tiene como principal objetivo mantener una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. Su compromiso explícito es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual. Para cumplir con esto, el BCCh orienta su política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en el horizonte de política en torno a dos años. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM se publica cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, la actividad y la demanda agregada, y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se presenta la trayectoria más probable para la política monetaria en los próximos dos años y se describen escenarios de sensibilidad, los que dan cuenta de cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria ante determinadas modificaciones al escenario base. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del 04 de diciembre de 2018 para publicarse el 05 de diciembre de 2018.

El Consejo

RESUMEN

Tras situarse bajo 2% casi todo el segundo semestre del 2017, la inflación anual ha aumentado a lo largo de este año, ubicándose en torno a 3% 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 sostenidamente en el curso del 2018. Esto, en línea con la recuperación del ritmo de crecimiento iniciada hace más de un año. Si bien esta tuvo una pausa en el tercer trimestre, producto de factores particulares que afectaron a la minería y la industria, se espera que se reanude en el cuarto trimestre. Con esto se estima que la economía crecerá 4% este año y entre 3,25 y 4,25% el 2019, al mismo tiempo que la inflación total y subyacente convergerán a 3% antes del fin del horizonte de política. 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. 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.

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%— 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. En todo caso, la desaceleración del último trimestre fue superior a lo esperado, explicado por un peor desempeño de la minería y la industria. En el primer caso, 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 (Recuadro III.1). Los mejores datos sectoriales de octubre confirman la transitoriedad de este efecto calendario en la industria. Por el lado del gasto interno, destaca el mayor dinamismo de la inversión —especialmente en maquinaria y equipos— que ha compensado un crecimiento algo menor del consumo.

Respecto de las proyecciones, tras crecer 2,8% en el tercer trimestre, se anticipa que la economía acumulará un crecimiento de 4% 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%), lo que se explica mayormente por el peor desempeño de la actividad minera.



CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	1,5	4,0	3,25-4,25	2,75-3,75
Ingreso nacional	2,8	3,3	4,0	3,3
Demanda interna	3,1	4,7	3,8	3,3
Demanda interna (sin variación de existencias)	1,8	4,0	3,9	3,6
Formación bruta de capital fijo	-1,1	5,5	6,0	3,9
Consumo total	2,7	3,6	3,3	3,5
Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	4,8	4,1	2,8
Importaciones de bienes y servicios	4,7	7,3	5,0	3,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-2,8	-2,7	-2,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,2	20,9	20,8
Inversión nacional bruta (% del PIB)	22,1	23,0	23,6	23,5
FBCF (% del PIB nominal)	21,6	22,0	22,6	22,8
FBCF (% del PIB real)	21,6	21,9	22,4	22,6
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	-4.146	-8.400	-8.300	-8.700
Balanza comercial	7.922	6.100	6.000	4.900
Exportaciones	69.230	75.200	78.100	81.400
Importaciones	-61.308	-69.100	-72.100	-76.500
Servicios	-3.059	-4.200	-4.300	-4.100
Renta	-10.802	-13.300	-11.900	-11.400
Transferencias corrientes	1.793	3.000	1.900	1.900

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Para los próximos dos años, se sigue estimando que la economía crecerá en torno a su potencial, el que irá aproximándose al crecimiento de tendencia. Así, se mantienen los rangos de proyección considerados en septiembre: 3,25 – 4,25% el 2019; 2,75 – 3,75% 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 (Recuadro III.2), 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% (4,5% en septiembre), mientras que para el 2020 se mantienen cifras del orden de 4%.

El consumo 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 la inmigración de los últimos años (Recuadro III.3). 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.

De esta manera, tras una pausa en el tercer trimestre del año, los datos parciales del cuarto trimestre indican que se ha reanudado el proceso de cierre de la brecha de actividad. Ello se apoya, entre otros factores, en la evolución efectiva y prevista del gasto, en particular la inversión. Respecto del mercado laboral, se evalúa que el rezago del empleo respecto de la actividad es menor al antes considerado. Ello, pues al contemplar el impacto del significativo flujo inmigratorio, el crecimiento del empleo registrado desde el 2016 ha sido mayor que lo informado por las encuestas. No obstante, la absorción completa de la mayor oferta laboral que implica la inmigración puede tomar más tiempo, por lo que este mayor crecimiento del empleo no implica mayor estrechez del mercado laboral. De hecho, los indicadores salariales —tanto las cifras revisadas del INE como los registros administrativos— muestran tasas de crecimiento menores, coherentes con dicho desarrollo, visión que coincide con lo recogido en el IPN. Respecto de sus efectos en la inflación, la inmigración la eleva de forma acotada, predominando el efecto del mayor gasto en consumo por sobre el de las menores presiones salariales (Recuadro III.3).

En lo externo, como ha sido la tónica de los últimos IPoM, 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 los 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 considera que, sin perjuicio de que se produzcan nuevos episodios de volatilidad, estos no escalarán 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: US\$2,85 el 2019 y 2,80 el 2020, y el precio del petróleo —promedio Brent y WTI— promediará en torno a US\$60 en ese lapso.

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 estables, mientras que las tasas de menores plazos 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. La estabilidad de los mercados financieros internos contrasta con lo sucedido en otros países emergentes, apoyada, entre otros, por el rol amortiguador de 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 2017, al cierre estadístico el peso se ha depreciado cerca de 6% 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.

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

En cuanto a la política monetaria, el Consejo sigue considerando que la evolución de las condiciones macroeconómicas hace necesaria la reducción del 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 —considerando toda la incertidumbre sobre su medición y su valor absoluto—, la política monetaria sigue siendo altamente expansiva. Como supuesto de trabajo, el escenario base considera que la TPM seguirá aumentando en los próximos meses y que en la primera mitad del 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral: entre 4 y 4,5%. Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, antecedentes en una u otra dirección provocarán los ajustes necesarios en la política monetaria.

Como es habitual, hay elementos internos y externos que podrían modificar estas proyecciones. 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

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00 - 0710 - 16	Prom. (e)	2017 (f)	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	8,2	1,1	9,0	-1,8	1,1	-0,8
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,0	3,7	3,6	3,5	3,3
PIB mundial PPC (*)	4,5	3,9	3,7	3,7	3,5	3,3
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,1	3,2	3,1	2,8	2,7
PIB desarrolladas PPC (*)	2,4	1,8	2,2	2,3	2,0	1,6
PIB emergentes PPC (*)	6,5	5,2	5,1	4,9	4,8	4,6
Precios externos (en US\$)	4,6	0,4	3,6	2,6	-0,2	3,6
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	316	280	295	285	280
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	44	79	51	65	55	55
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	42	87	54	72	64	63
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	366	657	466	546	449	457
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	1,3	2,3	3,4	3,6

(*) Para un detalle de su definición, ver Glosario.

(e) Estimación

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

INFLACIÓN

	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	2,2	2,5	2,7	3,0
Inflación IPC diciembre	2,3	2,7	2,9	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	2,0	1,9	3,0	3,0
Inflación IPCSAE diciembre	1,9	2,5	3,1	3,0
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				3,0

(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)**
(variación anual, porcentaje)

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que la TPM seguirá aumentando en los próximos meses y que en la primera mitad del 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral: entre 4 y 4,5%.

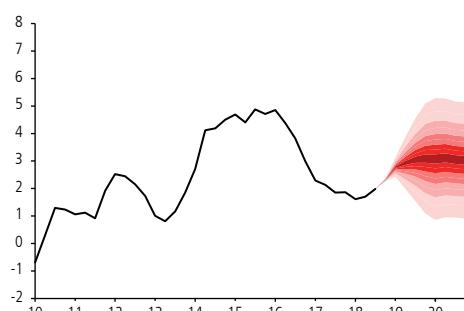
Fuente: Banco Central de Chile.

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. 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 (Recuadro I.1).

En lo interno, el Consejo estima 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, aunque concentrada en el sector minero, la inversión ha repuntado de modo significativo. Es posible que a las correcciones del Catastro de la CBC se sumen proyectos identificados en otros catastros, lo que podría expandir aún más la inversión.

Respecto de la inflación, el Consejo estima que los riesgos están balanceados. Diversos indicadores apuntan a que la economía seguirá consolidando el proceso de cierre de las holguras de capacidad. Así es como la inflación ha aumentado a lo largo del 2018 y las proyecciones y expectativas a dos años plazo están alineadas con la meta de política.

En suma, el Consejo sigue estimando 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 en los próximos meses. Con esto, 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.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que la TPM seguirá aumentando en los próximos meses y que en la primera mitad del 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral: entre 4 y 4,5%.

Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO

CAMBIOS EN LAS DINÁMICAS INFLACIONARIAS Y POLÍTICA MONETARIA

La relación entre la actividad económica y la inflación tiene un rol clave para la política monetaria. Un crecimiento de la actividad superior (inferior) a su potencial —una brecha de actividad positiva (negativa)— conlleva a un aumento (descenso) de las presiones inflacionarias que puede afectar el comportamiento de los precios y el logro de la meta de inflación a dos años plazo. Si bien esta es una relación teórica sobre la que se basa parte importante de los modelos de proyección utilizados por distintos bancos centrales, la experiencia de la última década sugiere que se ha producido algún debilitamiento de ella. Tras la fuerte contracción de la actividad mundial derivada de la crisis financiera global del 2008, el PIB global ha tenido una recuperación y las holguras se han ido cerrando en las economías desarrolladas. Sin embargo, esto último pareciera no tener el correlato esperado en la evolución de la inflación en el mundo desarrollado y el repunte de la inflación ha sido lento. De ahí que explicar la aparente falta de sensibilidad de la inflación se ha convertido en un desafío teórico y empírico que ha atraído una gran atención de los círculos académicos y políticos en los últimos años.

El Banco, en su afán de mejorar el entendimiento del entorno económico local y mundial, dedicó su Vigésima Segunda Conferencia Anual a este tema. Así, el 25 y 26 de octubre recién pasado reunió a un grupo de destacados expertos para discutir nueva evidencia sobre la relación entre inflación y actividad, así como sus implicancias sobre la política monetaria^{1/}.

Las conclusiones de los artículos presentados en la Conferencia apuntan a dos grandes factores que se deben tener presentes al momento de evaluar cómo ha cambiado la relación entre la actividad y la inflación. Primero, se sugiere que existen causas estructurales que han explicado este cambio. Muchos autores recalcaron que la consolidación de la credibilidad de los bancos centrales ha debilitado la relación empírica entre actividad e inflación^{2/}. También se destacó que la globalización ha aumentado la relevancia de la inflación mundial sobre la

dinámica inflacionaria interna, debilitando su respuesta a la actividad local^{3/}. Esto conlleva un desafío adicional para un banco central, pues debe considerar factores externos que cada vez son más relevantes.

Segundo, se sugirió que existen problemas de medición que pueden entregar lecturas erróneas acerca de cómo ha evolucionado la citada relación. Por una parte, no solo la actividad tiene efectos sobre la inflación. También hay factores de oferta que, si son dominantes en el ciclo económico, pueden llevar a la conclusión errónea de que la relación entre actividad e inflación ha perdido fuerza^{4/}. Por otro lado, no existe una única manera de medir la inflación y la actividad. Usando datos para EE.UU., se argumentó que el uso de diferentes medidas de actividad y de inflación quita peso a la conclusión de que la relación entre ellas se haya debilitado, aunque no la descarta^{5/}. Por último, algunos autores sostienen que, si se abstrae de eventos extremos, la citada relación parece no haber cambiado significativamente^{6/}. Por el contrario, otros autores afirman que sí existe un debilitamiento relevante de la relación entre actividad y salarios para EE.UU. y la Eurozona, lo que en principio debe repercutir sobre la dinámica de la inflación^{7/}.

Evidencia e implicancias para Chile

La estimación de la relación entre la brecha de actividad y la inflación en Chile muestra que a lo largo de los últimos doce años esta ha tenido algunas oscilaciones, y que su nivel actual está en torno al promedio de la última década^{8/} (gráfico 1). Además, el tamaño del coeficiente está en línea con lo que se encuentra para un panel de países^{9/}. En suma, más allá de si la relación es alta o baja, la evidencia muestra que no ha habido grandes cambios en los últimos años y que su intensidad no es muy distinta de la observada en otras economías.

^{1/} Gilchrist y Zakrasjek (2018).

^{2/} Hobijn (2018).

^{3/} Stock y Watson (2018).

^{4/} Ball y Mazumder (2018).

^{5/} Gali y Gambetti (2018); Bobeica, Ciccarelli y Vansteenkist (2018).

^{6/} La estimación se realiza a partir del Modelo Estructural de Proyección (MEP) del Banco Central de Chile. Ver minutos citados en el IPoM de septiembre de 2015.

^{7/} Jordá y Necchio (2018).

^{1/} El material de la Conferencia, incluyendo los trabajos presentados y la transmisión vía streaming del evento, está disponible en la página web institucional: <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>

^{2/} Ver Jordá y Necchio (2018).



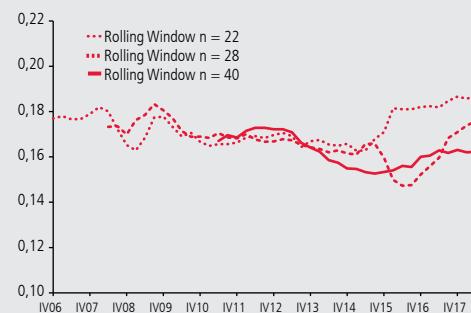
En todo caso, los cambios en las dinámicas inflacionarias a nivel global ponen énfasis en la importancia de las expectativas de inflación. De ahí que una importante lección es que las herramientas de política destinadas a anclar expectativas, como la comunicación de los bancos centrales, son cada vez más importantes y representan un complemento clave a las decisiones de política monetaria. En esa línea, el marco de política monetaria vigente en Chile, con un régimen de metas de inflación consolidado y una política monetaria transparente, emerge como la elección adecuada. Prueba de ello es que las expectativas inflacionarias se han mantenido coherentes con la meta la mayor parte del tiempo transcurrido desde la implementación de una política monetaria con metas de inflación de mediano plazo a comienzos de los dos mil. Esto es particularmente destacable al considerar las importantes fluctuaciones de la inflación contemporánea, y las expectativas de inflación a plazos más cortos, consecuencia de diversos *shocks* que enfrenta la economía chilena, incluyendo movimientos cambiarios y fluctuaciones en los precios de alimentos y energía que tienden a dominar la variabilidad de la inflación en el corto plazo.

Por otra parte, las prácticas del Banco reconocen e intentan aliviar los problemas de medición de la actividad y la inflación que podrían dificultar una estimación más precisa entre brechas e inflación. Por un lado, en el análisis de corto y mediano plazo se consideran agregaciones de la actividad que descuentan la actividad minera, pues se estima que está menos relacionada con la brecha de actividad que explica la inflación^{10/}. Además, en la evaluación de holguras, el Banco mira no solo la brecha de actividad, sino también un conjunto más amplio de indicadores de capacidad ociosa. Por otro lado, el Banco considera distintas mediciones de inflación en su esfuerzo por aislar los efectos de los precios que son más volátiles y cuyos movimientos no necesariamente responden al ciclo económico^{11/}. El ejemplo más habitual es el uso del IPCSAE, índice que excluye los precios de alimentos y energía de la medición de la inflación.

En resumen, lo discutido en la Vigésima Segunda Conferencia Anual del Banco Central de Chile sugiere que tanto el marco de política como el instrumental analítico del Banco Central de Chile están bien preparados para enfrentar los desafíos planteados por un eventual cambio en la relación entre la actividad y la inflación. Sin embargo, también hace presente que los bancos centrales operan en entornos cambiantes, por lo que la conducción efectiva de la política monetaria requiere de un proceso de actualización constante tanto del instrumental analítico como de las herramientas empíricas utilizadas en el proceso de proyección y toma de decisiones.

GRÁFICO 1

Estimaciones de ventana móvil para la reacción contemporánea de la inflación a cambios en la brecha de actividad (*)



(*) Serie trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{10/} Recuadro III.1, IPoM diciembre 2017.

^{11/} Recuadro V.1, IPoM marzo 2015.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

REUNIÓN DE SEPTIEMBRE

El IPoM de septiembre daba cuenta de que el crecimiento económico había sido mayor que el previsto a lo largo del año. Además, desde el IPoM de junio las sorpresas positivas se habían dado en un mayor número de sectores económicos y componentes del gasto, el crecimiento potencial se había revisado al alza y se esperaba un cierre más rápido de la brecha de actividad. De todos modos, aún había holguras de capacidad, como lo sugerían indicadores de uso de capacidad y la inflación subyacente que se mantenía bajo 2%. En este escenario, el Consejo revisó al alza el rango de crecimiento del PIB para el 2018 a 4,0-4,5% (3,25-4,25% en junio). Ello seguía considerando tasas de variación anual menores en el segundo semestre que en el primero. Para el 2019 y el 2020, los rangos de proyección eran similares a los contemplados en el IPoM de junio. Así, se estimaba que el PIB crecería entre 3,25 y 4,25% el 2019 y entre 2,75 y 3,75% el 2020. Esto suponía un escenario externo algo menos favorable que en el IPoM previo, una Tasa de Política Monetaria (TPM) que se mantendría por debajo de su nivel neutral por varios trimestres, una inversión que crecería por sobre el PIB, la ausencia de desbalances macroeconómicos y una economía cuyo crecimiento se ubicaría en torno a su potencial para el 2020.

El impulso externo relevante para la economía chilena sería algo inferior al estimado en junio, en particular por menores términos de intercambio. Si bien los ajustes del crecimiento mundial y de los socios comerciales habían sido acotados, los riesgos asociados a la situación externa habían aumentado de forma relevante. Se había intensificado el conflicto comercial entre EE.UU. y China, lo que, junto al efecto cíclico de la economía estadounidense y su diferencia con el de otras economías desarrolladas, había provocado una apreciación global del dólar y una caída del precio de las materias primas. Todo esto había afectado con mayor fuerza a aquellas economías emergentes percibidas como más vulnerables.

En la inflación local, la variación anual del IPCSAE continuaba en niveles algo por debajo de 2%. La del IPC había aumentado, impulsada por el incremento de los precios más volátiles de la canasta, sin mayores sorpresas respecto de lo previsto. En el escenario base, la trayectoria del IPC total se corregía al alza, especialmente en el corto plazo, principalmente por la depreciación del peso y coherente con una economía que cerraría sus holguras de capacidad dentro del horizonte de política.

En la Reunión de septiembre, todos los Consejeros coincidieron en que tanto el análisis contenido en el IPoM como los datos posteriores a su cierre estadístico apuntaban a que la evolución de las condiciones macroeconómicas, y la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte habitual, hacían menos necesario mantener el actual estímulo monetario. Así, las opciones de política analizadas fueron (i) comenzar el retiro del estímulo monetario y (ii) mantener la TPM en 2,5%.

Respecto de la primera opción, el principal argumento a favor era que la evolución de las condiciones macroeconómicas y sus perspectivas inmediatas eran suficientes para impulsar la inflación a 3%, lo que justificaba iniciar la normalización de la política monetaria en el corto plazo. Además, postergar demasiado el comienzo de este proceso obligaría a realizar el ajuste en un menor tiempo, dejando menos espacio para pausas, las que podrían ser valiosas para decantar información. El principal argumento en contra de esta opción era que subir la TPM en esta Reunión resultaría inesperado, contraponiéndose a las prácticas deseables de una política debidamente informada y anticipada. Si bien siempre se podía sorprender al mercado, para que el ajuste fuera efectivo, era importante que su fundamentación y oportunidad fuesen nítidas para el mercado. En tal sentido, había elementos que interferían en esa comprensión. Primero, había una brecha importante entre el diagnóstico contenido en el IPoM que se divulgaría al día siguiente y las actuales percepciones del mercado. Segundo, la reciente escalada cambiaria podía llegar a confundir, en el sentido de que un incremento de la TPM fuera en respuesta a la depreciación del peso y no a los determinantes de la inflación a los que el Consejo asignaba mayor relevancia para tomar sus decisiones. Tercero, la inflación subyacente se mantenía por debajo de 2%, lo que podía generar dudas sobre la necesidad inmediata de un ajuste.

Acerca de la segunda opción, el principal argumento a favor de mantener la TPM y comunicar que en los próximos meses comenzaría el proceso de retiro del estímulo monetario era que se evitaba sorprender al mercado. En segundo lugar, se comunicaba que, en la medida en que las condiciones macroeconómicas se mantuvieran, se veía una creciente probabilidad de anticipar el inicio del retiro del estímulo monetario. Asimismo, la opción de mantener la TPM permitiría recoger información adicional de alta frecuencia antes de dar este primer paso. Sin embargo, este parecía un argumento más débil, más allá de ciertas noticias recientes que el mercado había leído adversamente. Siempre existiría la opción de esperar



por más antecedentes para favorecer el diagnóstico. Sin embargo, los riesgos internos prevalecientes estaban acotados y los externos permanecerían por un tiempo más prolongado. Así, el Consejo acordó unánimemente mantener la TPM en 2,5%.

REUNIÓN DE OCTUBRE

Para la reunión de octubre, los datos conocidos desde la publicación del IPoM de septiembre eran coherentes con el escenario base allí planteado.

En el plano externo, la principal noticia se relacionaba con el reforzamiento de un escenario donde la economía estadounidense divergía de otros países desarrollados y las expectativas de mercado indicaban ahora un ajuste más rápido de la política monetaria en EE.UU. Además, los riesgos en torno a las tensiones comerciales se iban circunscribiendo a EE.UU. y China, y desde la última Reunión las perspectivas de mercado parecían mejorar en este sentido, algo que se recogía en los mayores precios de las materias primas. Por otra parte, habían resurgido las preocupaciones por Europa, tanto por las dificultades del Brexit como por una mayor incertidumbre política en dicha región. Se resaltó que en las últimas semanas el escenario externo parecía menos adverso para el mundo emergente. Lo observado en el último tiempo daba cuenta más bien de volatilidades relacionadas con países específicos que enfrentaban temas idiosincráticos más que un *shock* negativo sobre las economías emergentes como un todo. Ello no obstante a que persistieran elevados grados de incertidumbre, los que además se mantendrían durante un tiempo prolongado.

En el plano local, la evolución del PIB no minero había estado en línea con las proyecciones del último IPoM, a diferencia del PIB minero, que había sorprendido a la baja, pero por factores puntuales y no cíclicos. De todos modos, la desaceleración del crecimiento del PIB y su velocidad habían sido parte de las proyecciones por varios IPoM. Por el lado de la demanda, la inversión seguía dinámica mientras que el consumo mostraba un crecimiento algo menor. Resaltaba que tanto la evaluación del estado actual de la economía como sus perspectivas seguían apuntando a que las holguras de capacidad se habían ido reduciendo los últimos trimestres. En lo grueso, las proyecciones continuaban indicando que lo más razonable era considerar una economía que crecería de acuerdo con el escenario base del IPoM de septiembre, con una inflación total y subyacente que oscilaría en torno a 3% a partir de algunos meses más. Además, estas proyecciones eran compartidas por la gran mayoría de los agentes de mercado, como se observaba, por ejemplo, en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE). En cuanto al mercado laboral, la revisión de las distintas fuentes de información disponible sobre su evolución mostraba que, en materia tanto de empleo como de remuneraciones, había tenido un desempeño algo mejor que el sugerido por las encuestas tradicionales. Respecto de la inflación, a pesar de mantener variaciones anuales

bajas en algunas medidas, su evolución daba cuenta de un proceso de recuperación en línea con lo previsto, algo que era evidente en el precio de aquellos productos que históricamente habían estado más asociados a la evolución de la actividad.

Todos los Consejeros concordaron en que el análisis de los nuevos antecedentes disponibles desde la última Reunión de Política Monetaria —y la publicación del IPoM— eran coherentes con las proyecciones del escenario base y ratificaba la necesidad de dar inicio a un gradual proceso del retiro del estímulo monetario. Así, las opciones de política analizadas fueron: (i) comenzar el retiro del estímulo monetario, aumentando la TPM en 25 puntos base (pb) y (ii) mantener la TPM en 2,5%.

El principal argumento a favor de no modificar la TPM era la persistencia de los riesgos y la necesidad de recoger mayores antecedentes sobre su evolución antes de iniciar su normalización. Sin embargo, especialmente en lo externo, parecía que estos escenarios de riesgo acompañarían las decisiones de política monetaria por un tiempo prolongado. Por lo demás, si se requería de un cambio en la orientación de la política monetaria, el Consejo tendría la flexibilidad usual para comunicar eficaz y oportunamente una situación distinta.

El principal argumento a favor de aumentar la TPM en 25pb era su plena coherencia con la evaluación recogida desde la publicación del IPoM y con el hecho de que el escenario base allí descrito seguía siendo plenamente válido. En este sentido, iniciar el retiro del estímulo monetario en esta Reunión favorecía una mayor gradualidad en la convergencia a la tasa neutral, otorgando más tiempo para considerar las pausas y la flexibilidad necesaria que se pudieran requerir más adelante. Se agregaba que la actual expansividad de la política monetaria —entre 150 y 200pb por debajo de la neutral— era elevada si se consideraba que la economía ya llevaba varios trimestres creciendo por sobre el potencial y la inflación se encaminaba hacia el 3%. Además, aumentar la TPM en esta Reunión era coherente con la comunicación previa, toda vez que el análisis actual no arrojaba mayores desviaciones del escenario macroeconómico, a lo que se sumaba que una fracción importante del mercado había incorporado el mensaje de que la TPM subiría antes de lo que se esperaba hasta comienzos de septiembre. En contra de esta opción podía argumentarse que un alza de la TPM podría ser sobreinterpretada por el mercado y provocar un empinamiento excesivo de la curva, imprimiendo un sesgo de la política monetaria marcadamente más contractivo que el que el Consejo consideraba razonable. Aunque ese riesgo siempre estaba presente, sobre todo tras un largo período de mantención, se ammoraba comunicando que el proceso de alzas de la TPM probablemente incluiría pausas y sería de una gradualidad que, como siempre, se iría calibrando acorde con la evolución del ciclo macro y la inflación. Así, el Consejo, de manera unánime, acordó subir la TPM en 25pb, a 2,75%.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

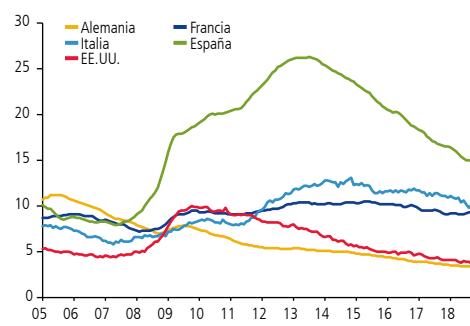
Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años y describe el escenario externo considerado más probable, así como los principales riesgos.

Después de alcanzar su momento más favorable entre fines del 2017 y comienzos del 2018, las condiciones externas para la economía chilena han comenzado a moderarse. Así, en línea con lo anticipado en IPoM anteriores, el crecimiento de los socios comerciales chilenos alcanzó su máximo punto en el período 2017-2018, proyectándose una menor expansión para el 2019-2020. Por su parte, tras un largo tiempo de mantenerse en niveles altamente expansivos, en los últimos trimestres las condiciones financieras relevantes para las economías emergentes comenzaron a normalizarse, proceso que seguirá su curso en los próximos años. Se suman términos de intercambio que, tras haber seguido una trayectoria ascendente en el bienio 2016-2017, se mantendrán relativamente estable en los próximos dos años. Estas proyecciones están influenciadas no solo por la evolución natural del ciclo económico, sino que también por el impacto de algunas decisiones de política en el mundo desarrollado, como por ejemplo los cambios arancelarios que se han adoptado en medio del conflicto comercial que mantienen EE.UU. y China. Se agrega que existe un conjunto de riesgos que, entre otros factores, se asocian a cambios en la percepción de mercado respecto del ritmo de normalización de la política monetaria que seguirá la Fed, la evolución del citado conflicto entre Estados Unidos y China, y noticias referentes a la situación de algunos países de Europa. El período prolongado de incertidumbre y la propia evolución de estos riesgos ha hecho que en las últimas semanas se hayan observado movimientos relevantes en los precios de varios activos financieros en economías desarrolladas.

ECONOMÍAS DESARROLLADAS

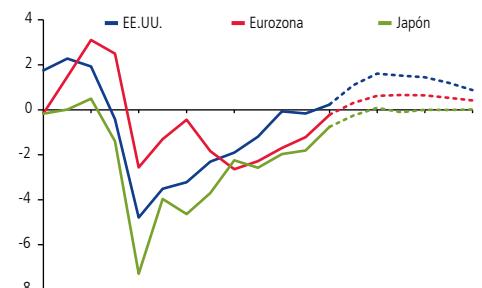
En los últimos trimestres se han ido acrecentando las diferencias entre la evolución cíclica de las economías desarrolladas, lo que a su vez ha exacerbado las diferencias en torno a la expansividad actual y esperada de sus políticas monetarias. Así, en EE.UU. las cifras de actividad conocidas durante el año siguen dando cuenta de un importante dinamismo, donde destaca el empuje del consumo, en coherencia con un mercado laboral que se aprecia estrecho y elevados niveles de expectativas de consumidores (gráfico I.1). En contraposición, en los últimos trimestres el crecimiento de la actividad en la Eurozona ha seguido moderándose —fenómeno que se ha sincronizado

GRÁFICO I.1
Tasa de desempleo en economías desarrolladas (porcentaje)



Fuentes: Eurostat y BLS.

GRÁFICO I.2
Brecha de actividad efectiva y esperada (porcentaje del PIB potencial)

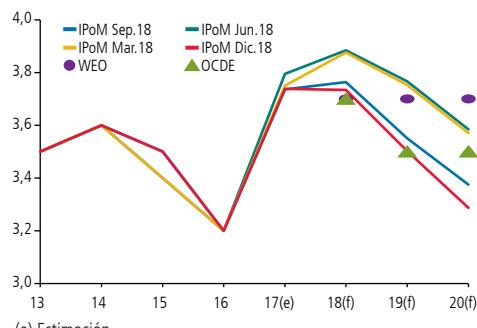


(f) Proyección.

Fuente: FMI.



GRÁFICO I.3
Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)



(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, FMI y OCDE.

TABLA I.1
Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 00-07	2015	2016	2017 (e)	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
Mundo a PPC	4,5	3,5	3,2	3,7	3,7	3,5	3,3
Mundial a TC de mercado	3,2	3,2	2,5	3,2	3,1	2,8	2,7
Socios comerciales	3,6	3,4	3,1	3,7	3,6	3,5	3,3
Estados Unidos	2,7	2,9	1,6	2,2	2,9	2,3	1,7
Eurozona	2,2	2,1	1,8	2,4	2,0	1,8	1,7
Japón	1,5	1,4	1,0	1,7	0,9	0,8	0,5
China	10,5	6,9	6,7	6,9	6,6	6,1	6,0
India	7,1	8,2	7,1	6,7	7,3	7,6	7,5
Resto de Asia	5,2	3,6	3,8	4,4	4,2	4,0	4,1
América Latina (excl. Chile)	3,4	-0,1	-1,1	1,1	0,9	1,8	2,5
Exp. de prod. básicos	3,1	1,8	2,0	2,7	2,5	2,3	2,2

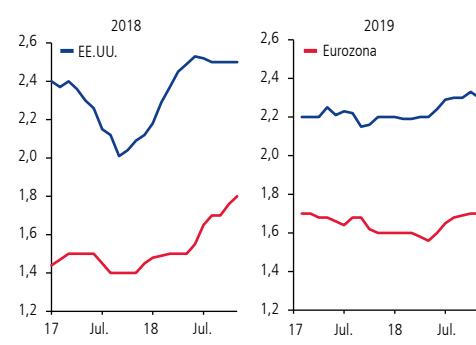
(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

GRÁFICO I.4
Expectativas de inflación para EE.UU. y la Eurozona
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

entre países del bloque—, y sus indicadores de sentimiento económico se han deteriorado. De este modo, EE.UU. atraviesa por un período en el que claramente crece por sobre su nivel potencial, lo que en Europa y, especialmente Japón, es menos evidente (gráfico I.2).

Hacia adelante, es importante notar que el escenario base de este IPoM, así como los anteriores, considera que la economía estadounidense tendrá una desaceleración mayor que la contemplada en el promedio de las proyecciones del mercado y contrapartes. Más allá de la evolución cíclica de la economía, se suma el desvanecimiento de los estímulos fiscales, los efectos de una política monetaria que ha ido retirando estímulo y la reciente caída de la bolsa —con efectos sobre la riqueza—, que también apunta a un menor consumo en ese país. Así, para el 2019 el escenario base considera una expansión de 2,3% para EE.UU., que se compara con valores entre 2,5 y 2,7% según distintas fuentes (Consensus Forecasts; WEO; OCDE). Para el 2020, la diferencia respecto de EE.UU. se mantiene, pero aumenta respecto del crecimiento global (gráfico I.3 y tabla I.1).

Las divergencias en la evolución de la actividad en el mundo desarrollado han tenido un correlato en el comportamiento de los precios. En EE.UU., las distintas medidas de inflación total y subyacente se ubican en o sobre 2%, al igual que las perspectivas para el 2019. En la Eurozona, si bien la inflación anual ha aumentado en los últimos meses, la parte subyacente sigue en cifras del orden de 1% anual. Además, aunque las expectativas para el próximo año han subido en el margen, persisten bajo 2% anual, dando cuenta de un panorama de menores presiones inflacionarias que las que enfrenta la economía estadounidense (gráfico I.4). En todo caso, la reciente caída del precio del petróleo y los combustibles restará presiones a la inflación en el corto plazo.

Coherente con el dinamismo de la actividad y las presiones inflacionarias que enfrenta, durante el 2018 la Reserva Federal ha subido su tasa de referencia —*Fed Funds Rate*; (FFR)— en tres ocasiones, a la vez que ha seguido reduciendo su balance y ha señalizado un alza más de la FFR para el cuarto trimestre. Si bien este proceso debiera seguir el 2019, las recientes declaraciones de algunas autoridades de la Fed apuntan a que este será más gradual hacia adelante. A su vez, el Banco Central Europeo anunció que terminaría su programa de compras de activos recién a fines de este año y que las tasas podrían comenzar a aumentar solo hacia la segunda parte del 2019. Así, las perspectivas de que el proceso de normalización de política monetaria en el mundo desarrollado se daría de manera más sincronizada ha ido perdiendo fuerza. En línea con ello, las tasas de interés de largo plazo se han elevado en EE.UU. y su moneda se ha apreciado respecto de comienzos de año.

ECONOMÍAS EMERGENTES

En el mundo emergente, como ya se comentó, las perspectivas de crecimiento para el período 2019-2020 apuntan a valores inferiores a los del bienio 2017-2018. En China, la actividad se ha desacelerado gradualmente durante el año, favoreciendo el rebalanceo de su economía entre el consumo y la inversión, pero en parte también afectada por la incertidumbre que ha causado el

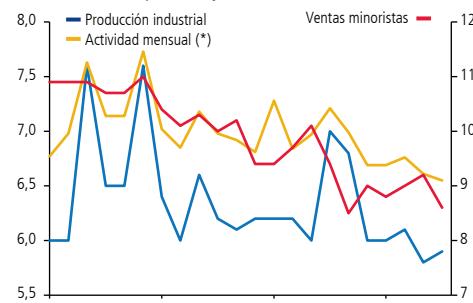
conflicto comercial con EE.UU. (gráfico I.5). En este contexto, el gobierno chino ha implementado varias políticas de estímulo, al mismo tiempo que ha dejado depreciar su moneda. En este punto surgen riesgos importantes, pues si bien las medidas de impulso benefician el crecimiento de la demanda, podrían ralentizar el proceso de ajuste que requiere la economía, aumentando los riesgos de una corrección abrupta en el futuro. Esto, en un contexto en el que su capacidad de implementar medidas contracíclicas es menor. En particular, en la última década, ha ido reduciendo su superávit en cuenta corriente, su déficit fiscal se ha agrandado y su endeudamiento global se ha ido aproximando a tres veces su PIB. Además, sus reservas internacionales se han reducido en más de 10 puntos del PIB en los últimos cuatro años, entre otros problemas^{1/}. En el resto de los países de Asia los datos de actividad efectivos se han ubicado por debajo de lo previsto y han sufrido correcciones en sus perspectivas de crecimiento para este y el próximo año, en coherencia con sus vínculos comerciales y financieros con China.

Uno de los eventos relevantes de los últimos meses fue la presión que enfrentaron algunas economías emergentes, ya fuera porque han incubado vulnerabilidades macroeconómicas o por factores idiosincráticos que dificultan la adopción de las políticas que se estiman necesarias para un desarrollo sostenible de sus economías. En este ámbito, resaltó lo ocurrido en Argentina, Brasil y Turquía. En todos estos casos, por la evolución de la situación política y/o la adopción de medidas de urgencia, la tensión se ha reducido de modo importante en las últimas semanas. En todo caso, especialmente en América Latina persisten dudas, pues a los mencionados Argentina y Brasil, se suma un mayor grado de incertidumbre en México. Es importante destacar que hasta ahora los focos de tensión en estas economías particulares han permanecido más bien encapsulados y no han redundado en un contagio o un escenario de aversión al riesgo más generalizado al bloque de economías emergentes en su conjunto —algo que ha estado presente en los escenarios de riesgo desde hace varios IPoM. Ello difiere de lo acontecido en otros episodios de tensión iniciados en alguna economía emergente y que se contagian sobre las demás —por ejemplo, la incertidumbre asociada al proceso eleccionario en Brasil el 2002 o la denominada crisis asiática. Así, hasta el momento, el proceso de normalización de las condiciones financieras en el mundo desarrollado ha sido absorbido por los países emergentes sin grandes sobresaltos generalizados^{2/}. De todos modos, en particular en el caso de Argentina, las proyecciones de actividad para este año y el próximo han tenido un deterioro significativo y se anticipa una recesión de esa economía el 2018 y el 2019. El PIB de Brasil, aunque registra tasas de variación anual positivas ha visto reducido en cerca de medio punto porcentual el crecimiento anticipado para este año y el próximo, esperándose una tasa de crecimiento promedio de menos de 2% para estos años, bastante magro considerando la fuerte recesión de la que salió recién el 2017 (gráfico I.6). Las revisiones para Argentina y Brasil son relevantes a la hora de explicar el ajuste a la baja en el crecimiento esperado de América Latina en comparación con los valores proyectados en septiembre. De hecho, el crecimiento esperado para la región pasa de 1,3 a 0,9% el 2018 y de 2,1 a 1,8% el 2019.

^{1/} Ver Recuadro I.1, IPoM septiembre 2018.

^{2/} Un análisis en detalle sobre las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes se realiza en el capítulo II de este IPoM.

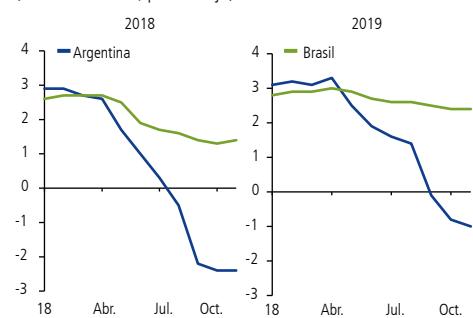
GRÁFICO I.5
China: Indicadores de corto plazo
(variación anual, porcentaje)



(*) Indicador elaborado por Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

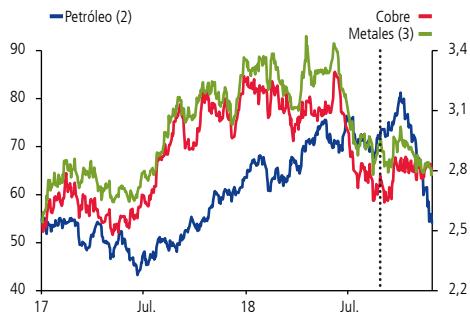
GRÁFICO I.6
Evolución de las proyecciones de crecimiento del mercado
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

**GRÁFICO I.7**

Precio de materias primas (1)
(dólares el barril; dólares la libra; índice prom. 17-18=3)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre.

(2) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI.

(3) Corresponde al índice de precios de metales de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios de las materias primas han tenido movimientos mixtos en los últimos meses. Destaca el fuerte descenso del precio del petróleo en lo más reciente, en un contexto de relativa estabilidad del precio del cobre y de los metales en general (gráfico I.7). En el caso del petróleo, considerado el promedio móvil de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, el valor del Brent y WTI está del orden de 20% por debajo. Esto, en un contexto en que ambos escalaron a niveles bastante superiores durante octubre (promediaron cerca de US\$80 hacia fines de ese mes) y hacia el cierre estadístico promedia cerca de US\$55. En la fuerte caída del precio se han combinado varios factores de oferta —mayor producción de la OPEP, aumento de existencias en EE.UU. y menores riesgos geopolíticos, entre otros—. De todas maneras, no es posible descartar que tras los movimientos recientes haya también factores de demanda, así como una corrección de posiciones especulativas, en un contexto de ajustes más generalizados de los precios de los activos financieros. Para el período 2019-2020, el escenario base supone precios promedio inferiores a los considerados en septiembre: en torno a US\$60 para el promedio Brent/WTI (US\$70 en septiembre). En cuanto al cobre, el precio ha oscilado entre US\$2,7 y 2,9 la libra en los últimos meses, muy cerca de lo que se estima son sus valores de largo plazo —concepto que considera una tasa de retorno que hace viables financieramente las inversiones marginales—. Sus perspectivas no varían en el escenario base, previéndose que seguirá transándose en valores similares en el horizonte de proyección. Así, se esperan promedios de US\$2,85 el 2019 y US\$2,8 el 2020, en un contexto en el que la demanda desde China ha permanecido dinámica y que los inventarios en bolsa se han reducido durante el año.

RIESGOS AL ESCENARIO BASE

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 podrían generarse por diversos elementos. Por un lado, sigue siendo importante lo que pase en EE.UU., tanto en términos de la evolución de la inflación, como de su política monetaria y sus perspectivas de actividad. Por otro lado, persisten riesgos geopolíticos relevantes. 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 que podrían incrementar algunos de los desequilibrios en sus mercados. En Europa, han 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 las últimas semanas 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.

RECUADRO I.1

DETERMINANTES DE LOS RETORNOS ACCIONARIOS EN EE.UU.: ¿CORRECCIÓN O ANTICIPACIÓN DE CRISIS?

En los últimos meses, las bolsas de distintas economías desarrolladas han mostrado caídas relevantes, acoplándose al deterioro que desde mediados de año se evidenciaba en los mercados bursátiles emergentes. Entender las causas detrás de estos movimientos es importante, en la medida que los precios de las acciones pueden contener información respecto de las perspectivas económicas. Por ejemplo, la lectura es distinta si la baja refleja la incorporación de mayores expectativas de tasas de interés por el sólido desempeño de la actividad y el mercado laboral en un ciclo económico maduro, que si se compara con una situación donde estos movimientos podrían ser anticipatorios de una recesión. Por otro lado, podría representar cambios en el apetito por riesgo, influido por un entorno internacional con múltiples focos de incertidumbre. Este Recuadro analiza los determinantes históricos de los retornos de la bolsa en EE.UU., poniendo énfasis en el período post-crisis financiera, y, en particular, en la coyuntura más reciente. Estos determinantes incluyen variaciones en los dividendos esperados y cambios en las tasas de descuento, estas últimas compuestas por tasas libres de riesgo y premio por riesgo accionario.

Se destacan dos resultados principales. Primero, desde una perspectiva histórica, el componente dominante detrás de las sorpresas en los retornos de la bolsa de EE.UU. proviene de cambios en el premio por riesgo, seguido de innovaciones en las expectativas de dividendos futuros. En la serie temporal, estas medidas correlacionan de manera significativa con indicadores de incertidumbre (VIX) y actividad, respectivamente. Segundo, en lo más reciente, la caída de la bolsa respondería tanto a aumentos en las tasas libres de riesgo (por perspectivas de mayores tasas de la Reserva Federal (Fed)) y a un aumento en el premio por riesgo. Los dividendos esperados, si bien no restan en lo más reciente, han dejado de aportar positivamente a los retornos positivos como en años anteriores. Estos resultados apoyan más la hipótesis que los movimientos recientes reflejan una corrección en las tasas de descuento hacia niveles más normales, que la interpretación alternativa donde estarían anticipando una recesión. Esto es coherente con el escenario base de este IPoM, que estima un ciclo maduro en EE.UU. y tasas de crecimiento que convergen hacia niveles tendenciales.

Descomposición histórica de los retornos accionarios en EE.UU.

El marco conceptual básico de valoración de activos postula que el precio de una acción equivale a las expectativas futuras de dividendos, descontadas por tasas de interés (ajustadas por riesgo). Una metodología estándar para hacer esta descomposición de retornos entre las principales variables que explican las dinámicas bursátiles es propuesta por Campbell y Ammer (1993). Los autores muestran que el exceso de retorno de la bolsa puede escribirse como la suma de cuatro términos: la parte esperada de los excesos de retornos —primer término del lado derecho de la ecuación (1)—, revisiones en las expectativas de dividendos futuros —segundo término—, menos revisiones en el valor descontado de tasas de interés libres de riesgo —tercer término—, menos revisiones en la suma descontada de los excesos de retornos requeridos para comprar acciones —o premio por riesgo, el cuarto término de la ecuación—^{1/},

$$\begin{aligned} e_t = E_t e_{t+1} + (E_{t+1} - E_t) \{ \sum_{j=0}^{\infty} \rho^j \Delta d_{t+1+j} - \sum_{j=0}^{\infty} \rho^j r_{t+1+j} \\ - \sum_{j=1}^{\infty} \rho^j e_{t+1+j} \} \quad (1) \end{aligned}$$

Donde e_t es el exceso de retorno (sobre la tasa libre de riesgo), d_t es el dividendo, r_t la tasa libre de riesgo (de corto plazo), y $(E_{t+1} - E_t)$ es el cambio en las expectativas de los términos respectivos entre períodos sucesivos (en otras palabras, la sorpresa). Intuitivamente, los excesos de retornos pueden deberse a cambios en las expectativas de dividendos, o a variaciones en las expectativas de tasas de descuento, ya sea por tasas libres de riesgo, o la compensación por riesgo exigida a la bolsa. Para estimar este modelo, se utiliza un método de vectores autorregresivos, el cual es empleado para obtener *proxies* empíricos de los cuatro términos presentes en la ecuación (1)^{2/}. El ajuste empírico de este método descansa en la capacidad

^{1/} El término rho (ρ) en la ecuación (1) equivale a la media histórica para la razón entre el precio y la suma entre el precio y los dividendos pagados. Su valor es menor a uno, por lo que actúa como una tasa de descuento en los tres términos de la expresión.

^{2/} El vector autorregresivo incluye como observables los excesos de retornos, la tasa de interés libre de riesgo, la tasa de interés relativa (definida como la tasa de interés libre de riesgo menos su media móvil de doce meses rezagada en un mes), el cambio (mensual) en la tasa de interés libre de riesgo, la razón precio-dividendo (suavizada) y el spread entre la tasa de interés de 10 años y la tasa libre de riesgo. Todas las variables son reales y están expresadas en frecuencia mensual.



predictiva de las variables observadas sobre los excesos de retornos, el cual ha mostrado ser significativo. En particular, una razón precio-dividendo alta predice menores retornos esperados a futuro (Shiller, 1989).

El gráfico I.8 muestra el exceso de retornos accionarios para el índice *Standard&Poors* (S&P), expresados en media móvil de seis meses, junto con su descomposición en las tres innovaciones mencionadas y su componente esperada, todas ellas estimadas para el período que va desde enero del 2003 a diciembre del 2015. Cerca del 69% de la varianza de la serie es explicada por innovaciones a los premios por riesgo. La fracción esperada de los retornos explica otro 26%, mientras que las innovaciones en dividendos futuros aportan un 16%. La varianza proveniente por innovaciones a las tasas de interés libres de riesgo es relativamente menor, explicando tan solo 1,7% (los términos de covarianza entre las series explican el resto).

Es instructivo revisar la descomposición histórica de la serie, la que sugiere una narrativa coherente con los principales desarrollos macroeconómicos en las últimas dos décadas. Destaca el rol preponderante del aumento en el premio por riesgo al comienzo de la crisis financiera global (barras azules), que explica la fuerte caída de la bolsa en la segunda mitad del 2008. Este período es sucedido con una recuperación parcial del apetito por riesgo, pero con un deterioro persistente en las expectativas de dividendos (barras amarillas), a medida que la economía estadounidense entraba en la contracción más pronunciada desde la Gran Depresión. A partir de fines del 2011, esta tendencia comienza a revertirse de manera definitiva (tras algunas correcciones asociadas a los programas de recompra de activos por parte de la Fed), coherente con una recuperación gradual de la actividad. Destacan también otros episodios de alta volatilidad, como alrededor de la crisis de confianza en la Eurozona durante el tercer y cuarto trimestre del 2011, así como la fuerte caída de la bolsa china en septiembre del 2015.

En efecto, mientras que las innovaciones a dividendos futuros correlacionan significativamente con el indicador mensual de producción industrial en EE.UU. (la correlación entre la serie rezagada a doce meses de la primera con la segunda es de aproximadamente 34%), revisiones al premio por riesgo siguen de cerca las innovaciones en el indicador de incertidumbre VIX (la correlación contemporánea entre ambas series es aproximadamente 70%). Dado que ninguna de estas series se incluye en el modelo, estas correlaciones sugieren que la metodología captura de manera relevante e intuitiva los principales desarrollos macro financieros en las últimas dos décadas, validando su utilidad para interpretar los movimientos bursátiles.

¿Qué está detrás de los movimientos más recientes?

Los resultados del gráfico I.9, expresados en media móvil de tres meses, sugieren que la corrección de la bolsa en los últimos meses se debe, en parte, al aumento de tasas libres de riesgo (barras verdes, que restan retornos en los últimos meses del 2018), pero en mayor medida, a aumentos en los premios por riesgo. Es llamativo que las expectativas de mayores dividendos, que sumaron de forma importante durante el 2017 y comienzos del 2018, lo hacen en mucho menor medida en lo más reciente. Esto sería coherente con la interpretación que las mejores perspectivas de actividad en EE.UU. ya fueron incorporadas en el buen desempeño bursátil de los últimos dos años, coherente con la visión de que ciclo económico de este país estaría madurando, dando paso a menores niveles de crecimiento en los años venideros (congruente con las proyecciones del escenario base de este IPoM).

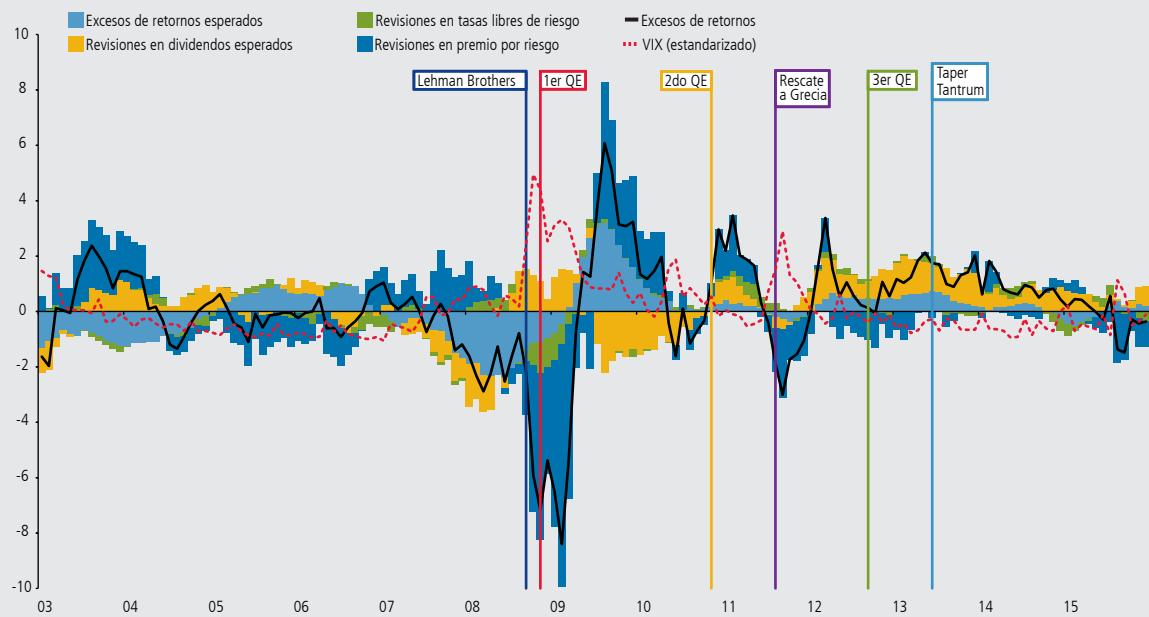
Una pregunta relacionada que surge es si la corrección reciente ha llevado a la bolsa a niveles “adecuados”, o si, por el contrario, esta podría sufrir nuevos reveses en el futuro cercano. Por supuesto, esta pregunta es muy difícil de responder, toda vez que sus determinantes exhiben una alta volatilidad y son difíciles de predecir en el corto plazo. Una manera parcial de entregar luces a esta pregunta es analizar cómo se ha comportado la suma descontada de los excesos de retornos futuros —tercera sumatoria de la ecuación (1). La evolución de esta variable es presentada en el gráfico I.9 (línea roja punteada). Como es esperable, se observa una dinámica contra cíclica con la serie de excesos de retornos (línea negra). En el margen, esta variable presenta una importante corrección al alza, lo que sugiere una contracción en el apetito por riesgo. Al comparar los niveles actuales versus sus valores históricos (situados en torno a cero), se puede inferir que, si bien todavía existe espacio para caídas adicionales, el grueso del ajuste ya habría sido asimilado.

Conclusiones

Examinar los posibles determinantes detrás de la evolución reciente de bolsas en EE.UU. es informativo, toda vez que los precios de activos son señales anticipadas relevantes de perspectivas económicas futuras. A la luz de metodologías estándar para descomponer los retornos accionarios, la caída recientemente observada pareciera estar asociada a mayores perspectivas de tasas libres de riesgo, coherente con un aumento en la expectativa de tasas de interés por parte del mercado hacia las proyecciones de los Fed *dots*, así como con aumentos en el premio por riesgo hacia niveles cercanos a sus promedios históricos. Por otra parte, las revisiones de las expectativas de dividendos futuros se habrían moderado en el margen, congruente con la visión de un ciclo económico maduro en EE.UU., que tendría su *peak* en el año en curso y se desaceleraría en los años venideros.

GRÁFICO I.8

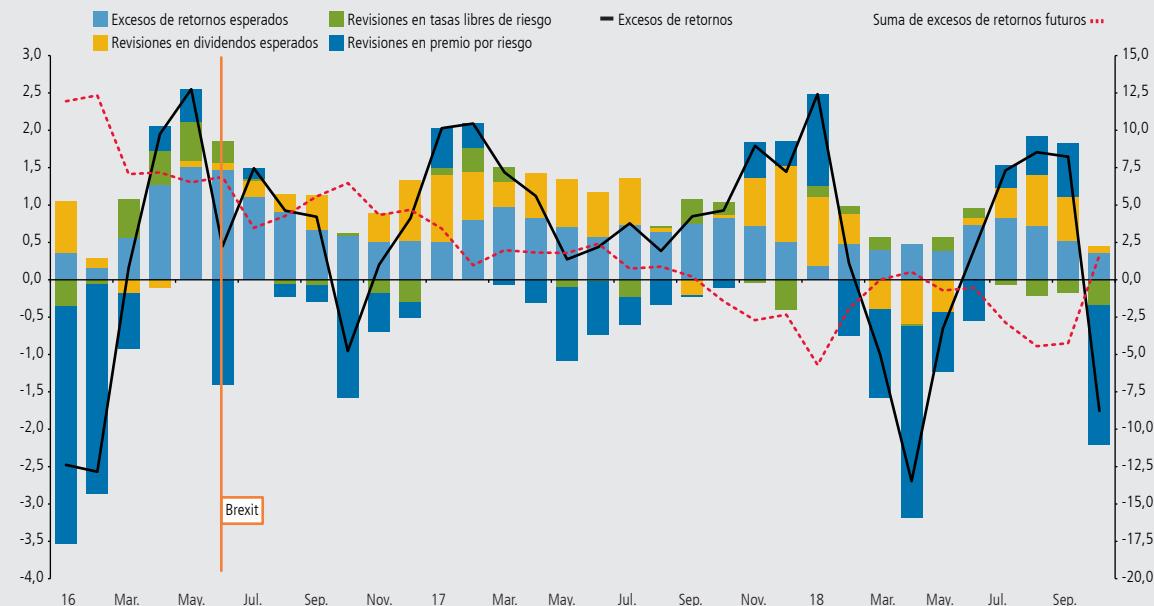
Excesos de retornos esperados para el S&P 500: 2003 - 2015
(media móvil de seis meses)



Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

GRÁFICO I.9

Excesos de retornos esperados para el S&P 500: 2016 - 2018
(media móvil de tres meses)



Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

II. CONDICIONES FINANCIERAS

Este capítulo revisa la evolución de las condiciones financieras locales y externas.

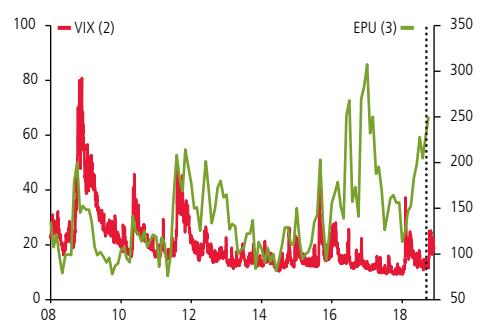
Las condiciones financieras externas han seguido normalizándose, en línea con lo previsto. Esto en un contexto en que la actividad mundial pareciera haber alcanzado un *peak* en el 2017-2018, y donde la Reserva Federal (Fed) ha avanzado según lo anticipado con el retiro del estímulo monetario. En los 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 el ámbito local, el tipo de cambio ha tenido bastantes vaivenes desde el IPoM de septiembre, reflejando la volatilidad presente en los mercados. Los indicadores de riesgo local y las tasas de interés de largo plazo siguen manteniéndose un tanto al margen de los movimientos ocurridos en otras economías, lo que responde al rol amortiguador de la flotación cambiaria y a la amplia disponibilidad de financiamiento interno, entre otros factores. Mientras tanto, las tasas de interés a corto y mediano plazo se han alineado con los anuncios y decisiones adoptados por el Consejo en los últimos meses. Con todo, las condiciones financieras locales permanecen favorables, con tasas de interés de colocación que continúan bajas en perspectiva histórica y un crecimiento del crédito que muestra un mayor dinamismo en algunas carteras. Señales similares entregan medidas cualitativas, las que volvieron a dar cuenta de un aumento de la demanda por crédito y de un relajamiento en las condiciones de oferta.

CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS

Más allá de los datos algo más negativos en la punta, durante gran parte del año el desempeño de la economía de EE.UU. ha sido mejor que el del resto de sus pares desarrollados, lo que ha tenido su correlato en el comportamiento efectivo y previsto para la inflación y la política monetaria. Así, la Fed siguió llevando a cabo su proceso de normalización de la política monetaria, y se espera lo continúe haciendo en lo venidero. Eso sí, las recientes declaraciones de algunas autoridades de la Fed apuntan a que este será más gradual hacia adelante. En la vereda opuesta, el resto del mundo desarrollado se ha rezagado en este proceso, en vista de un cierre más lento de las holguras de capacidad y presiones inflacionarias contenidas. En el último año, esto ha fortalecido el

GRÁFICO II.1

Indicadores de volatilidad e incertidumbre política (1) (índices)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2018.
 (2) Medida de volatilidad para el mercado bursátil de EE.UU.
 (3) Índice de incertidumbre político-económica global.

Fuentes: Bloomberg y Economic Policy Uncertainty.

GRÁFICO II.2

Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 01/01/2018=100)

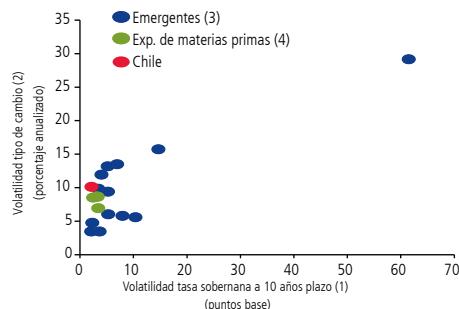


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2018.
 (2) Corresponde a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO II.3**

Volatilidad cambiaria y de tasas soberanas a 10 años plazo

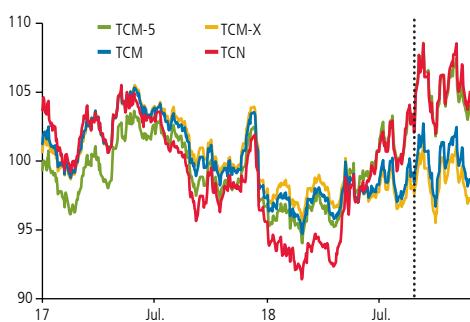


- (1) Calculado como la desviación estándar del cambio diario en las tasas.
 (2) Calculado como la desviación estándar de los retornos diarios.
 (3) Emergentes incluye a Chile, Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia, Turquía y Ucrania.
 (4) Exportadores de materias primas incluye a Australia, Canadá, Noruega y N. Zelanda.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.4

Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (*)
 (índice 2017-2018=100)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.

dólar estadounidense a nivel global y aumentado las tasas de interés a largo plazo en la mayoría de las economías. En lo que va del año, las tasas de interés a diez años plazo subieron del orden de 55 puntos base (pb) en EE.UU. y el dólar se apreció cerca de 5% en términos multilaterales.

Este proceso de normalización de las condiciones financieras externas ha sucedido sin disruptiones importantes en los principales mercados de renta fija. Sin embargo, algunas noticias han generado incertidumbre y episodios puntuales de aversión al riesgo y de volatilidad, más allá de que esta última sigue baja en perspectiva histórica (gráfico II.1). Entre estos destacan: (i) la evolución del conflicto comercial entre China y EE.UU.; (ii) la mayor divergencia efectiva y prevista para la política monetaria entre EE.UU. y sus pares desarrollados; (iii) las inquietudes asociadas a la salida del Reino Unido de la Unión Europea y las definiciones pendientes en Italia; (iv) las dudas relacionadas con ciertas economías emergentes, como es el caso de China y de algunos países de América Latina; y (v) la evolución de la economía estadounidense y sus posibles implicancias para la política monetaria de la Fed.

La conjunción de estos factores ha provocado correcciones en buena parte de los mercados bursátiles desde comienzos de año, destacando el significativo ajuste en los precios de los activos financieros en el mundo desarrollado de las últimas semanas. Así, por ejemplo, la bolsa de EE.UU. y la Eurozona cayeron cerca de 6 y 7%, respectivamente, desde el IPoM de septiembre. En el mundo emergente, los premios por riesgo —EMBI y CEMBI— han aumentado cerca de 120 y 70pb desde inicios de año, con alzas más notorias en regiones como América Latina y Europa. En este contexto, los flujos de capitales hacia las economías emergentes han moderado las entradas que mostraron durante el 2017 y la primera mitad del 2018, e incluso dieron cuenta de salidas entre el segundo y tercer trimestre de este año. Eso sí, como se mencionó en el IPoM anterior, el mayor impacto de estos episodios de volatilidad en el mundo emergente ha estado más focalizado en aquellas economías que se perciben con fundamentos macroeconómicos más débiles y/o que se han visto afectadas por factores idiosincráticos y no se ha observado un deterioro generalizado sobre el mundo emergente.

CONDICIONES FINANCIERAS LOCALES

La bolsa chilena (IPSA) no ha estado libre de las correcciones que han mostrado los mercados bursátiles a nivel global. Sus movimientos han estado influenciados también por las noticias provenientes de Argentina y Brasil, que afectaron a los títulos más expuestos a esos países (gráfico II.2). Ello ha ocurrido en medio de indicadores de riesgo local que mostraron alzas acotadas e inferiores a las medidas de riesgo externo.

La normalización de las condiciones financieras externas durante el último año se ha manifestado principalmente en la volatilidad que ha mostrado el tipo de cambio, que ha continuado cumpliendo el rol de estabilizador frente a shocks externos que le otorga el marco de política actual^{1/}, mientras que las tasas de

^{1/} Ver Recuadro II.1, IPoM marzo 2018.

interés de largo plazo y los premios por riesgo chilenos han permanecido al margen de estos ajustes (gráfico II.3). Esto en un contexto en que la economía chilena sigue manteniendo fundamentos macroeconómicos sólidos, ha ido cerrando holguras, permanece con niveles de endeudamiento sostenibles y cuenta con una amplia disponibilidad de financiamiento interno. La paridad peso/dólar mostró una elevada volatilidad, cotizándose en valores que, en el rango alto, por momentos se acercaron hasta los \$700 por dólar y en, el rango bajo, estuvieron algo por sobre \$655 por dólar. Al cierre de este IPoM, se situaba en torno a los \$675 por dólar, lo que corresponde a una depreciación algo menor al 2% respecto del Informe previo. Esto ha estado en línea con el fortalecimiento del dólar estadounidense a nivel global, efecto que ha superado a la presión apreciativa provocada por el alza del precio del cobre en el período. En términos multilaterales, los movimientos del peso fueron inferiores a la de la paridad con el dólar e, incluso, se apreció en algunas mediciones. Así, el TCM y el TCM-X cayeron -0,2 y -0,6%, en cada caso, mientras que el TCM-5 creció 0,9% en el período (gráfico II.4 y tabla II.1). El tipo de cambio real (TCR, índice 1986=100) aumentó nuevamente, hasta situarse en las cercanías de 93 al cierre de este IPoM (algo más de 2% desde el Informe previo), valores similares al promedio de los últimos quince o veinte años (gráfico II.5). Esta depreciación real es similar a la que registraron otras economías exportadoras de materias primas en los últimos meses. Como supuesto de trabajo, se espera que el TCR fluctúe en torno a estos valores durante el horizonte de proyección.

TABLA II.1
Paridades respecto del dólar estadounidense (1)
(porcentaje)

	Variación TCN IPoM diciembre 2018			
	IPoM Sep.18	IPoM Jun.18	IPoM Mar.18	IPoM Dic.17
América Latina (excl. Chile) (2)	1,0	2,5	12,8	11,8
Brasil	-5,2	1,2	17,2	17,0
Chile	1,6	7,1	12,2	6,5
Colombia	7,2	12,0	12,4	7,0
México	7,4	1,4	8,9	7,9
Perú	2,3	3,3	3,7	4,2
Exportadores de commodities (2)	0,1	4,3	7,1	3,0
Australia	0,7	4,5	7,7	4,6
Canadá	1,4	2,1	2,4	3,8
Nueva Zelanda	-2,5	2,6	6,8	0,6
Sudáfrica	-3,2	9,6	17,8	-0,8
Economías desarrolladas (2)	1,4	3,2	8,1	3,1
Eurozona	1,5	2,9	8,6	3,9
Japón	2,2	3,4	6,5	0,9
Reino Unido	0,1	4,2	8,4	3,4
Otras economías emergentes				
China	1,3	8,4	9,7	4,9
Rep. Corea	0,7	5,1	5,4	2,9
India	1,7	5,8	9,5	9,6
Indonesia	-0,2	4,7	5,8	7,7
Polonia	1,7	3,0	11,2	5,8

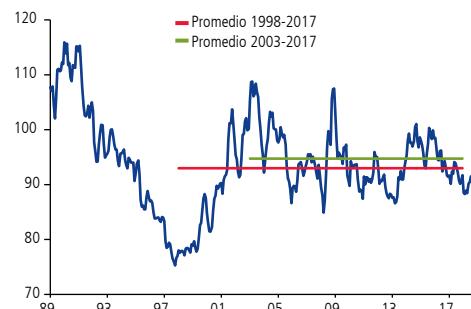
(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense. Para la comparación se consideran los últimos diez días hábiles a los cierres estadísticos de cada IPoM.

(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2018.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Las tasas de interés del mercado de renta fija local mostraron alzas generalizadas desde el IPoM previo, lo que ha sido más evidente a corto y mediano plazo. En el caso de las tasas nominales, este comportamiento es coherente con un aumento de las expectativas del mercado para la Tasa de Política Monetaria

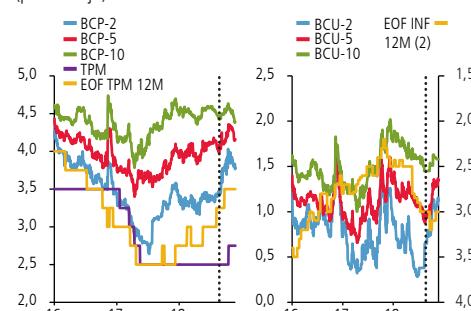
GRÁFICO II.5
Tipo de cambio real (*)
(índice 1986=100)



(*) Para noviembre del 2018, considera información hasta el día 28.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.6
TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1)
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2018.
(2) Eje invertido.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

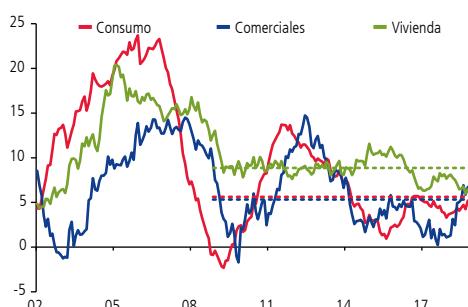
GRÁFICO II.7
Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(índice 2002-2018=100)



(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.

**GRÁFICO II.8**Colocaciones reales (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

(1) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2013.

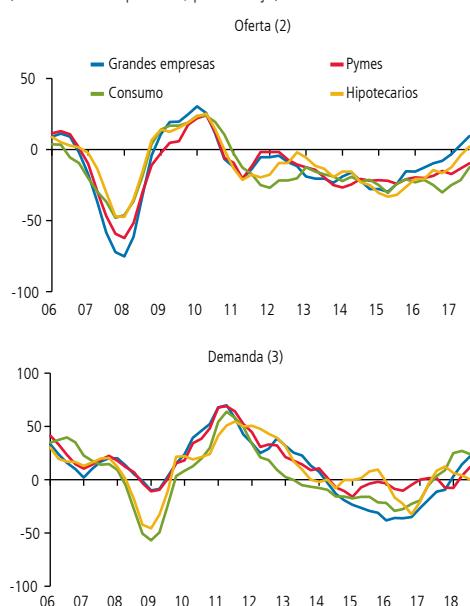
(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

(TPM), en línea con el proceso de retiro del estímulo monetario anunciado en septiembre e iniciado en octubre. El comportamiento de las tasas de interés reales ha estado ligado a las expectativas de mercado respecto de la inflación (gráfico II.6). Así, desde el IPoM de septiembre, las tasas a dos y cinco años plazo presentaron las alzas más marcadas. Las primeras subieron cerca de 40 y 55pb en pesos y en UF, mientras que las segundas aumentaron en torno a 15 y 40pb en pesos y en UF, respectivamente. A diez años plazo, las tasas de interés no tuvieron grandes cambios, manteniéndose al margen de los avances registrados en varias economías. En el mercado monetario, las tasas de los depósitos a plazo han presentado incrementos generalizados: cerca de 25, 50, 65 y 75pb para las tasas a 30, 90, 180 y 360 días, respectivamente. Esto es coherente con la búsqueda habitual de liquidez a fin de año por parte de las administradoras de Fondos Mutuos y también con el cambio en la visión de mercado para la trayectoria de la TPM. Por su parte, los *spread on-shore* han mostrado bajas, en línea con el retorno de los Fondos de Pensiones al mercado local motivado por cambios en las consideraciones de riesgo externo.

La evolución del crédito interno continúa siendo favorable y coherente con el grado de expansividad de la política monetaria. Así, las tasas de interés de la mayoría de los segmentos siguen bajas en perspectiva histórica (gráfico II.7). Por el lado de las colocaciones, su expansión se ha mantenido en línea con el crecimiento de la economía durante los últimos años. Desde el IPoM anterior, en términos reales, volvió a resaltar el mayor dinamismo de la cartera comercial, explicado por los créditos en cuotas y contingentes. A esto último se ha sumado el mejor desempeño reciente del segmento de consumo, por los préstamos en cuotas y, en menor medida, por las tarjetas de crédito. En tanto, las colocaciones para la vivienda han seguido reduciendo su tasa de variación anual (gráfico II.8). En cuanto a las colocaciones de comercio exterior —denominadas en dólares— han continuado aumentando, tanto por la mayor incidencia del tipo de cambio como por los créditos para importaciones, esto último en línea con el dinamismo que exhiben las internaciones de bienes. Las tasas de las colocaciones de comercio exterior continuaron con el incremento que han presentado desde la segunda parte del 2016, coherente con el alza de la Libor.

Los indicadores cualitativos de las condiciones financieras internas han continuado mostrando mejoras. Durante el último año, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) ha dado cuenta de un fortalecimiento de la demanda, en especial para los hogares, grandes empresas e inmobiliarias. Respecto de la oferta, han destacado las condiciones de otorgamiento menos restrictivas para los créditos a grandes empresas (gráfico II.9). Tanto las empresas como los bancos entrevistados en el marco del Informe de Percepciones de Negocios de noviembre destacaron nuevamente el relajamiento de las condiciones de oferta de crédito, el bajo nivel de las tasas de interés, el predominio de las operaciones enfocadas al reordenamiento de la carga financiera de sus clientes y la penetración en las ventas que sigue exhibiendo el crédito automotriz, lo que también se ha ido extendiendo a la venta de maquinaria y equipos. Esto último, en línea con el aumento de este tipo de crédito otorgado por oferentes no bancarios, como se indicó en el Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de este año.

GRÁFICO II.9Encuesta de Crédito Bancario (1)
(balance de respuestas, porcentaje)

(1) Promedio móvil anual del promedio de respuestas por trimestre.

(2) Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

(3) Valores negativos (positivos) indican una demanda más débil (más fuerte) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

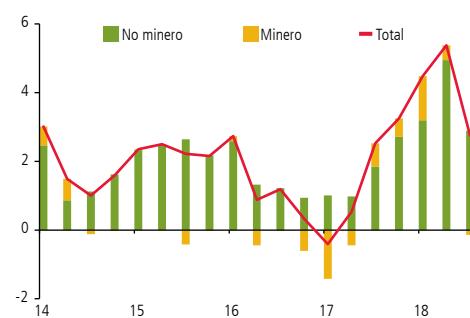
Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la actividad y la demanda, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

Tal como se anticipó en IPoM anteriores, en la segunda mitad del 2018 la tasa de crecimiento anual del PIB se redujo respecto del primer semestre, resultado de una base de comparación que se volvió más exigente y de la desaparición de factores puntuales que afectaron positivamente en los primeros meses del año. Así, la economía creció 2,8% anual en el tercer trimestre (4,9% anual en promedio en el primer semestre), con una actividad de los sectores no mineros que aumentó 3,2% anual en ese período (4,5% anual en promedio en el primer semestre) (gráfico III.1).

La expansión del PIB en el tercer trimestre estuvo por debajo de lo previsto en el IPoM de septiembre y de las perspectivas privadas (3,6% según el promedio de las Encuestas de Expectativas Económicas (EEE) de julio, agosto y septiembre). El menor crecimiento efectivo respondió en parte importante a situaciones particulares en la minería y la industria manufacturera. Por un lado, la minería cayó 2,7% anual, por una baja tanto en la producción de cobre como de otros minerales. En el sector cuprífero, repercutieron dificultades operativas en ciertas faenas. Por otro lado, la actividad industrial se vio afectada por un trimestre que tuvo tres días hábiles menos que igual período del año anterior. Dos de ellos se dieron en septiembre, con un efecto que podría haber sido reforzado por el carácter consecutivo de estos feriados. De hecho, en ese mes la industria tuvo una caída significativa y bastante superior a los registros históricos, la que en buena medida se asocia al menor número de días trabajados (Recuadro III.1). La importancia del componente estacional en el desempeño del mes —y del trimestre— se verifica también en la evolución de las horas trabajadas. Así, mientras se observa una disminución sustantiva del número de horas efectivamente trabajadas en septiembre, no ocurre lo mismo con las horas habitualmente trabajadas (gráfico III.2). En todo caso, la producción manufacturera muestra una alternancia importante entre períodos contiguos, y los datos conocidos al cierre estadístico confirman que la baja de septiembre fue revertida en gran parte durante octubre (gráfico III.3). El comercio también mostró un desempeño algo menos favorable, aunque igualmente cifras parciales del último trimestre del año exhiben una mejora notoria. Como se anticipó en los distintos Informes de Percepciones de Negocios (IPN) del 2018, el descenso de las visitas de turistas argentinos ha afectado los resultados del rubro. Estadísticas a partir del uso de medios de pago electrónico señalan que el gasto promedio de los turistas argentinos se redujo de manera significativa desde comienzos del 2018 (gráfico III.4).

GRÁFICO III.1

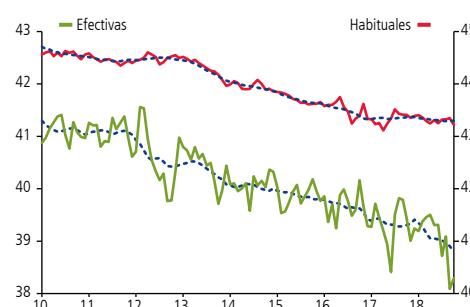
Crecimiento anual del PIB
(incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2

Horas asalariadas privadas trabajadas (*)
(niveles desestacionalizados, promedio semanal)

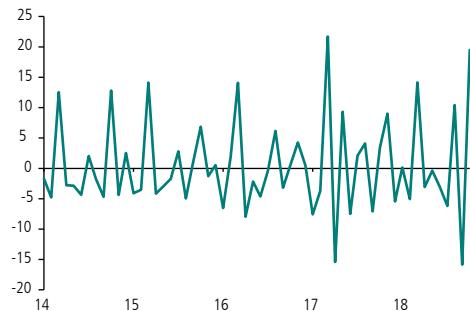


(*) Líneas punteadas corresponden al promedio móvil anual centrado de cada serie.

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

GRÁFICO III.3

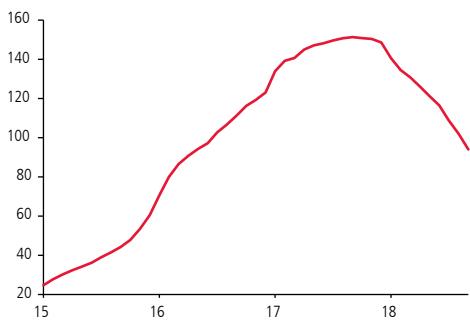
Índice de producción manufacturera (variación mensual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.4

Gasto realizado con tarjetas de crédito y débito emitidas en Argentina (*)
(índice promedio 2015-2018=100)

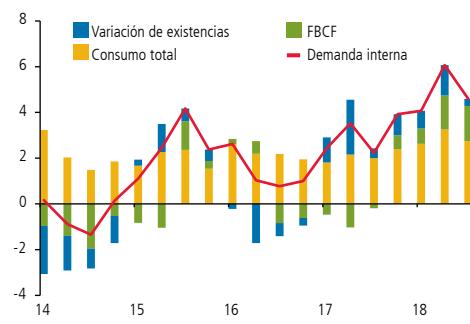


(*) Acumulado en un año móvil.

Fuentes: Subsecretaría de Turismo y Sernatur, en base a datos de Transbank.

GRÁFICO III.5

Crecimiento anual de la demanda interna
(incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto de la proyección, en el escenario base de este IPoM, el Consejo considera que la economía cerrará el 2018 con una expansión de 4%, en el piso del rango previsto en septiembre (4,0 a 4,5%). Ello, en lo principal, por el peor desempeño de la actividad minera. Por su parte, la rectificación del índice de costo de mano de obra (ICMO) que efectuó el INE determinó un crecimiento en el primer semestre del año menor al previamente reportado, en especial en algunos sectores de servicios, dado que se utiliza como deflactor de la información tributaria. Sin embargo, esto fue compensado por ajustes al alza en la expansión de otros rubros, debido a la habitual incorporación de mayor información¹. Para el 2019 y el 2020, los rangos de crecimiento proyectados se mantienen: 3,25-4,25 y 2,75-3,75%, respectivamente. En tanto, la EEE espera que la economía aumente 4% el 2018, y prevé para el próximo bienio un avance de 3,5%.

De esta manera, tras una pausa en el tercer trimestre del año, se espera que el proceso de cierre de la brecha de actividad se reanude en los próximos meses y se complete en el horizonte de proyección. Acorde con ello, el crecimiento de la economía seguirá una senda que irá convergiendo hacia su nivel tendencial, que el Consejo sigue estimando entre 3 y 3,5%. Ello se apoya, entre otros factores, en la evolución efectiva y prevista del gasto, en particular de la inversión. Respecto del mercado laboral, si se considera el impacto del significativo flujo inmigratorio, el crecimiento del empleo ha sido mayor que lo informado por las encuestas. Si bien esta reevaluación reduce el rezago del empleo respecto de la actividad, es importante notar que siguen existiendo holguras en ese mercado, pues el proceso de ajuste ante un *shock* de este tipo es de larga duración. De hecho, los indicadores salariales —tanto las cifras revisadas del INE como los registros administrativos— muestran tasas de expansión menores que a comienzos de año, coherentes con el incremento de la oferta laboral derivado de este fenómeno, tal como sugiere la información cualitativa del IPN. Otros antecedentes también ayudan a evaluar el estado de las holguras en la economía. Por ejemplo, mediciones del uso de la capacidad instalada, la inflación de aquellos ítems más sensibles al desarrollo de la actividad y el comportamiento de la demanda crediticia han continuado repuntando gradualmente. El déficit de la cuenta corriente se ha ampliado durante este año, en concordancia con el mayor dinamismo del gasto interno (-2,3% del PIB en el año móvil al tercer trimestre; -2,1% promedio en el último quinquenio). En este aumento ha influido un saldo más negativo de la balanza comercial, con importaciones que han subido de manera generalizada (alrededor de 25% anual nominal en octubre).

En cuanto al gasto interno, lo que más ha resaltado en los últimos meses ha sido el cambio en su composición, observándose un importante dinamismo de la inversión y una moderación del consumo (gráfico III.5). Es así como la formación bruta de capital fijo (FBCF) registró un crecimiento anual del orden de 7% en el tercer trimestre, apuntalada por el fuerte impulso de maquinaria y equipos, y un componente de construcción y obras que lentamente muestra un mayor crecimiento. Esto se ha traducido en un mejor desempeño de varios sectores económicos. Las ventas mayoristas de este tipo de máquinas y equipos han determinado la expansión del comercio en trimestres recientes, mientras el aumento de los arriendos de estos mismos ha seguido contribuyendo

¹ Para más detalles, ver capítulo 3, Informe de Cuentas Nacionales, tercer trimestre 2018.

positivamente en el comportamiento de los servicios empresariales. El avance de estos últimos estuvo liderado por los trabajos relacionados con arquitectura e ingeniería, en línea con la recuperación que continuó exhibiendo la construcción en el tercer trimestre. En este rubro, también resalta una mejora reciente del segmento habitacional, como corroboran datos de ventas de viviendas nuevas y meses para agotar stock de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC).

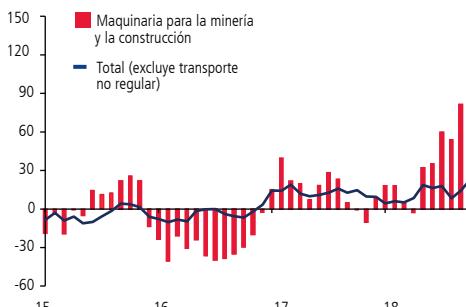
Por sectores, la inversión destinada a la minería sigue concentrando el repunte de los distintos agregados de la FBCF (gráficos III.6 y III.14). El IPN de noviembre concuerda con esta información, aunque añade que el mayor dinamismo de la inversión ha ido extendiéndose a más rubros. Este remarca la activación de proyectos y ampliaciones de capacidad, aunque una parte de los consultados reitera que sus acciones están orientadas a la reposición impostergable de capital depreciado.

Las perspectivas para la FBCF son favorables, como sugieren distintos elementos. En particular, el Catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) mostró en el tercer trimestre la mayor corrección al alza que registra la serie de los planes de inversión previstos para los próximos tres años. La principal causa fue la inclusión de algunos proyectos mineros de gran envergadura, que tras largos procesos de evaluación fueron aprobados (Recuadro III.2). Se debe agregar que otras fuentes —como la Oficina de Grandes Proyectos Sustentables y Cochilco— señalan que existe otro grupo de proyectos de grandes montos que por diversas razones aún no ha sido integrado en el Catastro de la CBC y, de hacerlo, podría expandir aún más el crecimiento previsto de la inversión. Por otro lado, aunque en magnitud más acotada, también destaca la mayor proyección de la CBC para la inversión del rubro forestal. En tanto, las importaciones de bienes de capital —que lideran el auge de las internaciones totales en los últimos trimestres— conservan un fuerte impulso en los datos disponibles del cuarto trimestre. En el plano cualitativo, las expectativas difundidas por la CChC para la construcción sostienen un comportamiento favorable hace varios trimestres (gráfico III.7).

El consumo privado mostró un menor dinamismo en el tercer cuarto. Su tasa de crecimiento real anual se redujo a 3,8% en el período (4,4% en el segundo trimestre), no obstante mantiene un mayor impulso que en años previos. Gran parte de esta menor expansión se explicó por el avance más acotado del componente durable en comparación con trimestres anteriores, como se verificó tanto en las ventas de artículos para el hogar como en las de automóviles. Respecto del rubro automotriz, septiembre tuvo un bajo desempeño —probablemente también afectado por tener menos días hábiles—, que fue revertido en los datos de ventas de octubre de la Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC). De cualquier forma, el segmento durable sigue expandiéndose entre sus mayores valores en varios años. El consumo privado habitual continuó creciendo a tasas anuales similares en el tercer trimestre. En particular, en la parte de servicios (4,5%; igual cifra en promedio en la primera mitad del año) aumentaron todas las partidas, resaltando el gasto en salud, servicios financieros y de transporte; en tanto, en la de bienes no durables (2,2%; 2,1% en promedio en el primer semestre) sobresalió la mayor demanda de alimentos, así como de vestuario y calzado.

GRÁFICO III.6

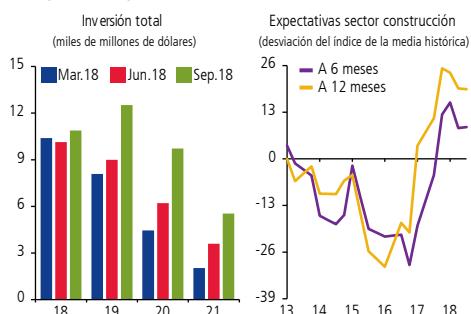
Importaciones nominales de bienes de capital
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.7

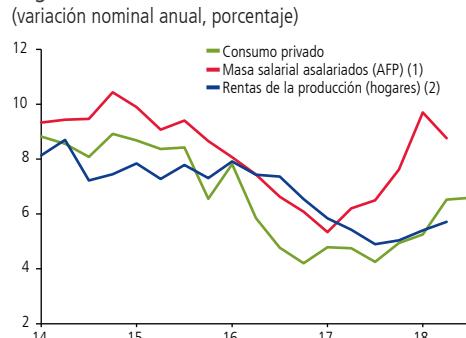
Perspectivas para la FBCF



Fuentes: Corporación de Bienes de Capital y Cámara Chilena de la Construcción.

GRÁFICO III.8

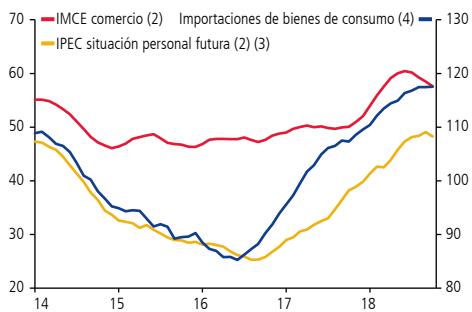
Consumo privado, masa salarial e ingresos de los hogares
(variación nominal anual, porcentaje)



(1) Para salarios y empleo ocupa información de las AFP: ingreso imponible promedio y número de cotizantes dependientes, respectivamente.

(2) Remuneración, ingreso mixto y excedente bruto.

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

**GRÁFICO III.9****Determinantes del consumo (1)**
(índice de difusión; índice 2014-2018=100)

(1) Promedio de seis meses móviles de cada serie.
 (2) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo).
 (3) Para su definición ver documento de trabajo del Banco Central de Chile N°824, julio del 2018.
 (4) Serie desestacionalizada.

Fuentes: Adimark, Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

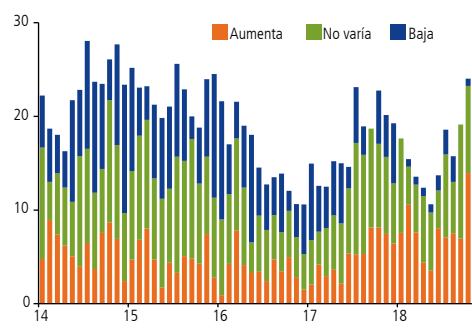
Respecto de los determinantes del consumo, datos al segundo trimestre del año dan cuenta de que el crecimiento del ingreso de los hogares se mantiene en niveles altos (gráfico III.8). Lo mismo se aprecia para la masa salarial al considerar información de empleo y salarios de registros administrativos (AFP).

Respecto del empleo, por construcción, las encuestas que miden el mercado laboral utilizan factores de expansión que no han captado el impacto del fuerte shock inmigratorio en el mercado laboral. Una reestimación a partir de las cifras del Censo 2017 muestra que el empleo habría aumentado más que lo informado por el INE —conclusión que es robusta a distintos supuestos sobre el flujo migratorio neto del 2018— (Recuadro III.3).

Varios antecedentes, apuntan a que el consumo volverá a crecer a tasas similares a la expansión del PIB. Las importaciones de este tipo de bienes se encuentran en niveles elevados, mientras las colocaciones de consumo, junto con las comerciales, se han recuperado durante este año. Esto se condice con lo reportado por la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre, que da cuenta de una demanda crediticia que en general se ha fortalecido, incluida la de los hogares. Estos usuarios, según la ECB, también resaltan por ser uno de los segmentos que muestran cierto relajo en las condiciones de otorgamiento de fondos. Por otro lado, las perspectivas del comercio, medidas por el IMCE, se mantienen en terreno optimista, más allá de algún descenso reciente, mientras las expectativas acerca de la situación futura personal^{2/} —indicador altamente correlacionado con el comportamiento del consumo— se encuentran entre sus valores más altos en varios años (gráfico III.9). De todos modos, una desaceleración más prolongada del consumo privado es un riesgo presente en el escenario base de proyecciones.

Otro elemento que destaca por el lado de la demanda interna es el comportamiento de la variación de existencias. Al tercer trimestre, estas acumularon 1,1% del PIB en el último año móvil, aumentando respecto de lo que sumaban al segundo cuarto. El mayor volumen de importaciones explica parte importante de este resultado, en especial de bienes de capital. En línea con el auge de estas internaciones, los inventarios del comercio mayorista estuvieron entre los que más subieron. De cualquier manera, en el margen, casi la totalidad de las firmas del sector comercio que evalúan como elevado el stock actual anticipa que sus ventas futuras mejorarán (IMCE), lo que respalda la visión de que el gasto evolucionará positivamente (gráfico III.10).

El gasto fiscal, congruente con los ajustes anunciados por las autoridades hace algunos meses, se desaceleró de manera importante en el tercer trimestre del año. En ese período, en términos reales, este se contrajo 3,5% anual, luego de haber consignado un aumento de 5,7% anual en el primer semestre. Con ello, este dio cuenta de un avance de 70,4% en la ejecución del presupuesto en los primeros tres cuartos del año (72% en igual lapso del 2017)^{3/}.

GRÁFICO III.10**IMCE comercio: fracción de firmas que perciben inventarios elevados y expectativas de ventas futuras**
(series originales)

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

^{2/} Indicador construido usando componentes del IPEC. Para mayor detalle, ver documento de trabajo del Banco Central de Chile N°824, julio de 2018.

^{3/} Considera el gasto del Gobierno Central Presupuestario. Informe de Ejecución del Gobierno Central del tercer trimestre del 2018, Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

RECUADRO III.1

EFECTO CALENDARIO EN LA ECONOMÍA

La medición de la actividad puede verse afectada cada cierto tiempo por factores que no tienen origen económico. Disrupciones en la producción provocadas por fenómenos naturales, huelgas o la distribución de días feriados tienen efectos significativos en los indicadores de actividad de alta frecuencia. Pero, aunque representan pérdidas o ganancias reales de producción e ingresos, su magnitud y proyección debe ser ponderada adecuadamente al momento de analizar la coyuntura económica, para no sobreinterpretar sus implicancias para la dinámica del ciclo o las tendencias de más largo plazo.

En particular, el calendario puede tener efectos en las cifras económicas en dos situaciones. En primer lugar, por la cantidad de días hábiles de un mes. Para efectos de la medición de la producción, no es lo mismo un mes que tiene cinco lunes y cinco martes, que un mes que tiene cinco sábados y cinco domingos^{1/}. En segundo lugar, por la presencia de días feriados que caigan fuera de un fin de semana. En Chile, septiembre es un mes que tiende a tener menos días hábiles por los feriados de Fiestas Patrias. Sin embargo, septiembre de este año fue un mes particularmente afectado por el efecto calendario, pues tuvo dos días hábiles menos que septiembre del 2017 —un feriado adicional y un viernes menos. Más aún, el hecho de tener tres días feriados consecutivos y contiguos a un fin de semana pudo haber amplificado el efecto calendario.

Es importante notar que el efecto calendario tiene impactos diferenciados en distintos sectores de la economía. Por ejemplo, el sector minero, por ser una faena continua, no debería verse impactado por esta clase de situaciones. En el comercio hay efectos que se contraponen. Si bien es posible que el componente minorista se vea favorecido por la presencia de mayores días feriados —siempre que no sean irrenunciables para el sector, como lo son el 18 y 19 de septiembre— y más sábados y domingos; este efecto es más que contrarrestado por el efecto que el menor número de días hábiles tiene sobre la rama mayorista. La industria, en tanto, se vería afectada negativamente tanto por el número de días feriados como por la composición de días del mes^{2/}.

^{1/} Esto considerando que, por definición, todos los meses tienen al menos 4 lunes, 4 martes, 4 miércoles, 4 jueves, 4 viernes, 4 sábados y 4 domingos.

^{2/} No ocurre lo mismo en los años bisiestos. En esas ocasiones, febrero tiene un día extra que afecta por igual a todos los sectores económicos y, por lo tanto, genera más PIB.

El Informe de las Cuentas Nacionales del Primer Trimestre del 2018 incluyó un Recuadro que midió estos efectos. Considerando los datos desde enero del 2009 a marzo del 2018, dicho Recuadro muestra que la presencia (ausencia) de un día hábil tiene un efecto promedio de 0,4 puntos porcentuales al alza (a la baja) en el Imacec total. Sectorialmente, se obtiene que el efecto calendario no tiene impacto en la actividad minera y que el mayor impacto se da en la industria. En esta última, el efecto es de 1,6 puntos porcentuales (pp) en el crecimiento mensual del sector, con observaciones que en su máximo nivel llegan a 2,3pp (tabla III.1).

TABLA III.1

Efecto de un día hábil adicional en un mes (*)
(puntos porcentuales)

	Minería	Industria manufacturera	Comercio	Imacec
Promedio	0,0	1,6	1,2	0,4
Máximo	0,0	2,3	1,9	0,5
Mínimo	0,0	0,8	0,6	0,2

(*) Cálculos realizados para el período entre enero del 2009 y marzo del 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.

Comportamiento de la economía en septiembre del 2018

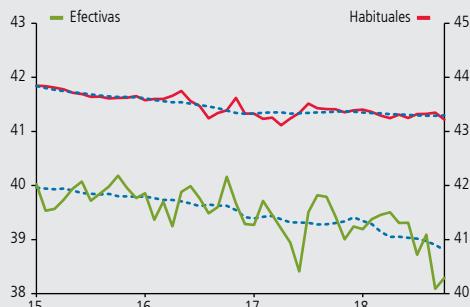
En septiembre pasado, el Imacec tuvo un crecimiento anual de 2,3%, con un componente no minero que aumentó 2,5%, lo que implicó una desaceleración importante del ritmo de crecimiento anual respecto de meses previos. El sector económico que mostró la mayor caída en septiembre fue la industria manufacturera, que cayó 4,2% anual y 12,6% cuando se compara con agosto.

Septiembre del 2018 fue un mes atípico en cuanto a su composición de días: tuvo un día feriado más que igual mes del 2017 y un día hábil menos, pues se reemplazaron cinco viernes por cinco domingos. Por otro lado, la seguidilla de días feriados (lunes 17, martes 18 y miércoles 19) fue bastante inusual y, probablemente, provocó que una porción importante de personas trabajara menos horas que lo habitual en los restantes días de esa semana. Esto, ya fuera por decisión propia —vacaciones— o por decisión de las empresas que prefirieron parar sus actividades el jueves 21 y viernes 22. Las estadísticas de horas efectivas y habitualmente trabajadas dan cuenta de



esta tendencia (gráfico III.11). Mientras las primeras tuvieron una caída significativa en el mes, las segundas no mostraron mayores variaciones. Lo mismo se aprecia en el consumo de energía eléctrica, que durante el lunes, martes y miércoles de la tercera semana del mes fue cerca de 15% inferior al promedio de los mismos días en semanas previas. Esto incluye consumo menor al promedio de las semanas anteriores los días jueves 21 y viernes 22 el (gráfico III.12).

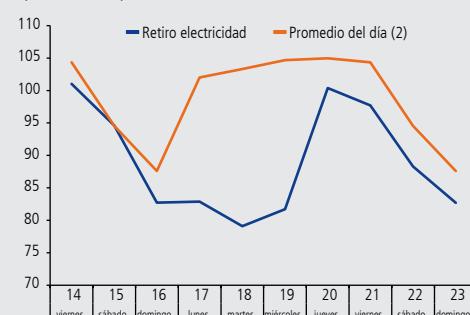
GRÁFICO III.11
Horas asalariadas privadas trabajadas (*)
(niveles desestacionalizados, promedio semanal)



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

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

GRÁFICO III.12
Retiro diario de energía de las principales distribuidoras en septiembre 2018 (1)
(índice, promedio septiembre 2018=100)



(1) Corresponde a la suma simple del retiro de energía de los clientes de CGE Distribución, Chilquinta, Enel Distribución y Conafe.

(2) Promedio diario de septiembre 2018, excluyendo el período entre los días 14 y 23 de ese mes.

Fuente: Coordinador Eléctrico Nacional.

Considerando los parámetros de la tabla III.1, puede estimarse que la presencia de dos días hábiles menos en este septiembre habría reducido la actividad del sector industria entre 1,6 y 4,6pp. A ello podría agregarse que la seguidilla de tres días feriados pudo afectar la actividad del sector durante toda una semana, y así explicar buena parte de su caída mensual.

Estas estimaciones son corroboradas al analizar el comportamiento de la actividad manufacturera en otros episodios con efectos calendario similares. Los septiembre del 2012 y 2013 tuvieron una composición de días comparable a la de este septiembre, registrando caídas mensuales de la actividad del sector de entre 10 y 15%, así como una reversión casi completa al mes siguiente (gráfico III.13). Los datos de industria del INE conocidos al cierre estadístico del IPoM exhiben una reversión significativa de la caída de septiembre también en esta oportunidad.

GRÁFICO III.13
Imacec industria (*)
(variación mensual, porcentaje)



(*) Serie entre 2008 y 2012 construida utilizando la dinámica de los indicadores históricos de alta frecuencia del INE sujeto a la restricción de coincidir con el PIB de industria trimestral, volumen a precios del año anterior encadenado, serie empalmada, referencia 2013.

Fuente: Banco central de Chile.

Resalta también el caso de abril del 2017, cuando se combinó una celebración de Semana Santa que pasó de marzo a abril entre el 2016 y 2017, y el feriado irrenunciable del día del Censo. En ese caso, también se observó una caída muy significativa de la industria, y la economía en general, que fue compensada por una mayor actividad el mes previo y el posterior.

Por último, se debe tener presente que septiembre del 2019 también será un mes inusual en cuanto a su composición de días. Los feriados irrenunciables del 18 y 19 de septiembre corresponden a un miércoles y jueves, razón por la cual el viernes 20 también será feriado^{3/}. De ahí que no sería extraño volver a observar un efecto mayor al habitual por la seguidilla de días feriados. Se contrapone que habrá un día hábil más pues cinco sábados serán reemplazados por cinco lunes.

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.

^{3/} Artículo 35 ter del Código del Trabajo.

RECUADRO III.2 INVERSIÓN MINERA

El crecimiento estimado para el 2018 ha tenido un aumento relevante durante el último año, el que ha sido explicado en buena parte por una expansión de la inversión significativamente mayor que la prevista. Así, mientras en septiembre del 2017 se esperaba que la economía aumentara este año entre 2,5 y 3,5%, en este IPoM dicha estimación se sitúa en 4%. En ese mismo lapso, el crecimiento anual proyectado de la formación bruta de capital fijo (FBCF) pasó de 3,2 a 5,5%.

Sectorialmente, la inversión destinada a la minería es la que muestra el mayor dinamismo, lo que es congruente con el incremento del gasto en inversión que se observa en los balances de las compañías privadas y de Codelco (gráfico III.14). Esto también se refleja en la composición de las importaciones de bienes de capital, en la que los bienes destinados a la minería y la construcción crecen cerca de 80% anual al tercer trimestre (gráfico III.5). La información cualitativa que se recoge en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) también muestra que durante el año ha ido creciendo la percepción de un aumento importante en la inversión relacionada directa o indirectamente con el sector minero.

GRÁFICO III.14
Inversión de empresas mineras (*)
(variación anual, porcentaje)



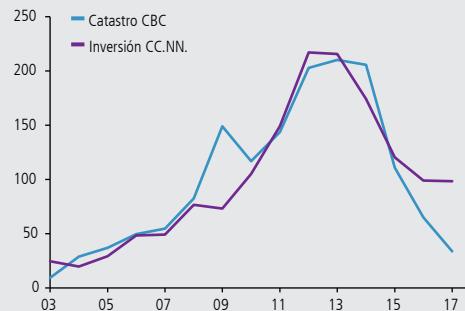
(*) Inversión en planta y equipo.

Fuente: Banco Central de Chile.

A lo que ha ocurrido el 2018, se suma una importante corrección al alza de las perspectivas de inversión minera para los próximos años. 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 considerados en él pasó desde cerca de US\$5.400 millones hasta US\$10.600 millones. Las mayores diferencias se concentran en los años 2019 y 2020, cuando la inversión catastrada es cerca de US\$3.500 millones superior a la que se esperaba previamente. Esta es la mayor revisión al alza entre dos trimestres consecutivos que se registra en la historia del Catastro^{1/}. Este significativo incremento de la inversión se originó por la inclusión de un número reducido de proyectos, pero de elevados montos de inversión que han avanzado significativamente en su concreción. Destacan el proyecto Fase 2 de Quebrada Blanca y la expansión de Los Pelambres.

Es importante resaltar que la proyección de inversión minera que proporciona el Catastro del tercer trimestre es un buen predictor del comportamiento efectivo que esta tendrá en el año siguiente (gráfico III.15). La inclusión del nuevo Catastro en las proyecciones de la FBCF provocan efectos importantes en el escenario base. Para el 2018, donde el efecto incremental del nuevo Catastro es más acotado, se espera que su parte minera aumente 18% anual (algo más de 3 puntos porcentuales más que lo proyectado en septiembre). Para el 2019, la tasa de expansión anual de la FBCF minera se corrige de 7% en septiembre a 16% en la estimación actual. Para el 2020, si bien el incremento de nivel es notorio respecto de lo esperado antes, su tasa de variación anual en comparación con la del 2019 no es muy distinta, manteniéndose algo por sobre 3% (gráfico V.X).

^{1/} La información disponible indica que en Perú también se ha observado un crecimiento relevante de la inversión en el sector minero. De acuerdo con información del Banco Central de Reserva del Perú, se espera que entre el 2018 y el 2019 se concrete la ampliación de importantes proyectos, además de la construcción de proyectos nuevos, lo que llevaría a la inversión expresada en dólares a crecer en torno a 20% en ambos años. En otras economías mineras, como Australia, no se ha observado un repunte comparable.

**GRÁFICO III.15****Inversión minera (*)**
(índice 2003-2017=100)

(*) Para el Catastro de la CBC corresponde a la inversión proyectada para cada año en el Catastro del tercer trimestre del año anterior.

Fuentes: Banco Central de Chile y Corporación de Bienes de Capital.

El aumento de la inversión en minería tiene efectos relevantes en otros sectores económicos. En la etapa más temprana del desarrollo de los proyectos, su mayor impacto se da en la actividad de los servicios empresariales. Luego, a medida que van madurando, se aprecian efectos más significativos en la demanda por maquinaria y equipos, la construcción y el empleo. Estimaciones sobre su impacto macroeconómico^{2/}, apuntan a que un aumento de la inversión minera implica una expansión

del gasto que incrementa los salarios reales, el empleo y las horas trabajadas. Esto lleva a mayores presiones inflacionarias para los bienes producidos localmente —no transables— que son parcialmente compensadas por la menor inflación de bienes importados, dada la apreciación del tipo de cambio real. Temporalmente, la cuenta corriente se vuelve más deficitaria. La magnitud de estos efectos dependerá de cuánto aumente la inversión minera. El incremento de la inversión minera previsto para el 2019 generaría del orden de 0,1 a 0,2 puntos porcentuales de PIB en dicho año^{3/}.

Por último, es importante destacar algunos riesgos en torno a las proyecciones de inversión minera. Primero, existe un alto grado de incertidumbre respecto de la temporalidad de los proyectos. Es posible que factores exógenos o la propia decisión de las compañías involucradas modifique el cronograma inicial de ejecución, lo que puede adelantar o retrasar los impactos estimados para cada año. Segundo, la información de otros catastros de inversión —Cochilco y la Oficina de Grandes Proyectos Sustentables— apunta a que existen otros proyectos mineros que implican montos importantes, los que podrían ser aprobados en el curso del horizonte de proyección y elevar la proyección de inversión minera ya considerada.

^{2/} Los efectos macroeconómicos de un shock de la inversión minera son algo diferentes a los analizados en Kirchner, Fornero y Yany (2015). En dicho estudio se analiza el impacto de un shock al precio de las materias primas en una economía que es exportadora de este tipo de bienes.

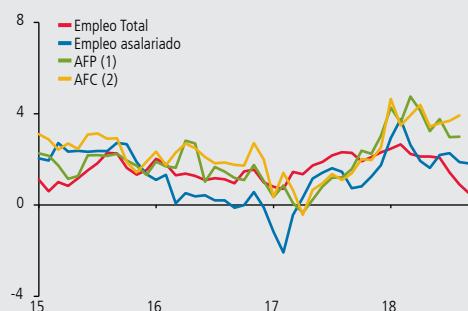
^{3/} Estimaciones realizadas el 2012 (recuadro III.1, IPoM junio 2012) señalan que un aumento del orden US\$8.000 millones en la inversión minera provocaría un incremento en torno a 3,5% de la actividad de la construcción, lo que, considerando todos sus efectos en el resto de los sectores económicos, llevaba a una incidencia del orden de 0,5 puntos porcentuales de mayor PIB. Este ejercicio, sin embargo, se realizó con la matriz insumo-producto previa, en la que la inversión minera tenía una ponderación mayor a la actual. Por lo mismo, estos efectos podrían sobreestimar los impactos actuales.

RECUADRO III.3

EVOLUCIÓN DEL MERCADO LABORAL

Diversos indicadores apuntan a que a lo largo del último año la economía chilena ha ido cerrando sus holguras de capacidad. Más allá de una pausa en el tercer cuarto, la economía ha crecido por sobre su potencial durante varios trimestres, la inflación de los ítems más ligados a la actividad ha aumentado y el gasto muestra dinamismo, en particular la inversión. No obstante, las estadísticas del mercado laboral que proporcionan distintas encuestas informan de un bajo impulso de la creación de empleo. Ello, ha mantenido dudas importantes 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 administrativas —como el número de afiliados a las AFP o el total de cotizantes del seguro de cesantía— muestran evidencia que contradice a las encuestas (grafico III.16).

GRÁFICO III.16
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.

En el caso del empleo, las encuestas que lo miden se construyen en base a una extrapolación de los resultados individuales a la población, el que se realiza utilizando los llamados factores de expansión. Estos son parámetros que permiten establecer a cuántas personas y de qué características (género y tramo de edad: mayores o menores de 15 años) representa cada uno de los encuestados, y se estiman usando las proyecciones de población que se determinan a partir de cada Censo^{1/}. Así, por construcción, 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 la que ha experimentado la economía chilena en los últimos años, no puede ser representado correctamente en las encuestas mientras no se realice una actualización de los factores de expansión. De este modo, la información sobre niveles de población económicamente activa, empleo y otros agregados relevantes que reportan los distintos sondeos no son necesariamente una representación fiel de la realidad actual. Lo mismo podría ocurrir con la medición de la tasa de desempleo, y la distribución de trabajadores por categoría ocupacional (cuenta propia, asalariados, etc.) en la medida que el muestreo no sea representativo de este nuevo grupo de trabajadores^{2/}.

Este Recuadro, a partir de distintas fuentes de información, da cuenta de una revisión de la evolución del empleo considerando el impacto de los flujos inmigratorios. Esto permite establecer que el crecimiento del empleo ha sido mayor que lo informado por las encuestas, resolviendo las dudas que existían por su bajo dinamismo.

Esta evaluación no implica que las holguras del mercado laboral estén cerradas o hayan desaparecido. De hecho, el comportamiento de los salarios es coherente con un aumento de la oferta laboral. Sobre esto último, se debe destacar que

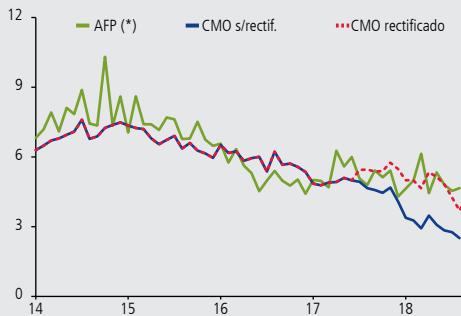
^{1/} Dada la decisión de no utilizar la información del Censo del 2012, producto de distintos problemas metodológicos, las distintas encuestas realizadas en el país siguen utilizando como base las proyecciones de población del Censo del 2002. Esto implica que en la actualidad existe un desfase mayor a diez años. A partir del Censo abreviado del 2017, se construirán nuevas proyecciones de población que serán usadas en el futuro.

^{2/} En efecto, los inmigrantes están sub-representados en la encuesta de empleo, la cual informa una participación de tan solo 1,6%, en contraste con el casi 5% informado por el Censo de 2017.



junto con la difusión del dato de septiembre del 2018, el INE publicó series actualizadas de crecimiento salarial desde julio del 2017. Estas cifras fueron el resultado de un proceso de revisión metodológica que reveló diferencias significativas entre datos provisorios y los rectificados de la encuesta^{3/}. Con la corrección correspondiente, el crecimiento de los salarios sigue mostrando una desaceleración en los últimos trimestres, pero bastante más acotada que la informada previamente y más acorde con datos administrativos (gráfico III.17).

GRÁFICO III.17
Salarios nominales
(variación anual, porcentaje)



(*) Ingreso imponible promedio.

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

Efecto de la inmigración en el empleo

Como se destacó en el IPoM de septiembre^{4/}, en los últimos años la economía chilena ha experimentado un fenómeno inmigratorio muy significativo. Estimaciones del Departamento de Extranjería y Migración (DEM) indican que entre enero del 2015 y diciembre del 2017 entraron al país cerca de 700 mil inmigrantes, con lo cual la participación de la población nacida en el extranjero pasó de 2,3 a 5,9% del total en tan solo tres años.

Este proceso migratorio ha tenido efectos relevantes en la economía, en particular porque ha provocado un incremento significativo de la oferta laboral. Datos del Censo 2017 indican que los inmigrantes tienen una tasa de participación laboral de 80,2%, mucho mayor que la de chilenos (61,2%). Además, muestran que, a pesar del período de ajuste por el que atraviesa un inmigrante al llegar al país, la tasa de desempleo a esa fecha (abril 2017) era similar entre chilenos y extranjeros. (tabla III.2).

TABLA III.2
Participación en el mercado laboral de chilenos e inmigrantes
(porcentaje)

	Inmigrantes	Chilenos
Tasa de participación	80,2	61,2
Tasa de desempleo	7,5	7,0

Fuente: Aldunate et al. (2018), en base al Censo 2017.

Una forma de incorporar el efecto de la inmigración —mientras se dispone de cifras oficiales corregidas—, es ajustar los niveles de población, fuerza de trabajo y empleo a partir de los datos del Censo 2017. Para eso, a partir de los cálculos del número total de inmigrantes presentados en Aldunate et al. (2018), se estima cuántos de ellos se encuentran empleados, para sumarlos al número total de ocupados nacionales reportado por el INE. Este cálculo no puede realizarse directamente para el 2018, al no disponer de cifras oficiales de inmigración, pero pueden estimarse rangos basados en distintos escenarios. Se consideran tres escenarios: (i) que la inmigración se detuvo en el 2018 (tasa nula de crecimiento neto); (ii) que su aumento corresponde al 50% de la inmigración neta registrada el 2017; y (iii) que su aumento fue idéntico al del año pasado. Los resultados muestran que, entre el 2016 y el 2018, las tasas promedio de crecimiento anual del empleo habrían sido superiores a las que reporta el INE a nivel nacional, independiente del supuesto que se utilice para el 2018 (tabla III.3). Claramente, estos valores dan cuenta que el mercado laboral ha mostrado una mayor capacidad de absorber este shock de oferta de trabajo, indicando tasas de expansión del empleo que parecen más coherentes con el comportamiento de la actividad.

TABLA III.3
Crecimiento del empleo según estimaciones alternativas
(porcentaje, anualizado)

	Escenarios para 2018		
	NENE	0% flujo 2017	50% flujo 2017
2016Q1-2018Q3	1,3	2,4	2,9
			3,3

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

^{3/}<http://www.ine.cl/prensa/detalle-prensa/2018/11/07/pol%C3%ADtica-de-actualizaci%C3%B3n-de-cifras-de-la-encuesta-mensual-de-remuneraciones-y-del-costo-de-la-mano-de-obra>.

^{4/} Recuadro III.1, IPoM septiembre 2018.

Efectos macroeconómicos de la inmigración

Los efectos macroeconómicos de una ola migratoria como la experimentada en Chile se generan, principalmente, a través de dos canales de transmisión. Por un lado, el aumento de la población trae consigo una mayor demanda agregada por bienes y servicios de consumo, presionando la inflación al alza. Por otro, la inmigración expande la fuerza de trabajo y aumenta la capacidad productiva. Además, la mayor oferta laboral contiene a los salarios reales, lo que reduce los costos marginales y presiona la inflación a la baja. En conjunto, los canales de oferta y demanda generan un efecto expansivo sobre el producto, pero contrapuesto sobre la inflación.

Un modelo de equilibrio general, ajustado para la economía chilena y para calibrar los efectos de estos cambios sobre la actividad y la inflación, sugiere que en la inflación predomina el efecto demanda^{5/}. Así, una ola inmigratoria generaría, de manera transitoria, un aumento de la tasa de crecimiento del PIB y un aumento acotado de la inflación (tabla III.4). Lo acotado del efecto se origina porque el canal de oferta laboral contiene la presión inflacionaria del canal de demanda, toda vez que el crecimiento de los salarios reales disminuye. En consecuencia, el efecto inflacionario es menor que el que generarían *shocks* de inversión o consumo^{6/}. En el mediano plazo, a medida que el stock de capital de la economía vuelve a su relación de equilibrio con el producto, los salarios reales tenderán a recuperarse.

TABLA III.4
Efectos macroeconómicos de un *shock* inmigratorio

PIB	Consumo	Salario real	Inflación
Expansivo	Expansivo	Contractivo	Positivo, acotado

Fuente: Banco Central de Chile..

Conclusiones

Durante gran parte del 2017 y principios del 2018 se mantuvieron importantes dudas sobre la existencia de un rezago en el mercado laboral respecto del crecimiento del producto, al tiempo que se observaba una desaceleración considerable del crecimiento de los salarios. La revisión metodológica de las encuestas de remuneraciones, así como el reconocimiento de que las encuestas de empleo no están diseñadas para lidiar con cambios poblacionales sorpresivos, lleva a reconocer un mayor dinamismo en el mercado laboral en los últimos años. En particular, este ha sido capaz de absorber un importante flujo inmigratorio, el cual podría explicar, en principio, la desaceleración salarial mostrada por diversos indicadores. Esta explicación es coherente con la información cualitativa que se recoge en el Informe de Percepciones de Negocios, donde se reconocen menores presiones salariales por efecto de la mayor oferta laboral. Al mismo tiempo, por tratarse de un *shock* de oferta, este mayor dinamismo solo lleva aparejada una presión acotada sobre la inflación.

^{5/} Estimado siguiendo a Medina y Soto (2007).

^{6/} Con todo, respecto de este último, es probable que los inmigrantes destinen una parte de su ingreso disponible al envío de remesas. Mientras mayor sea esta proporción, su ingreso disponible para el consumo en el país será menor.

IV. PRECIOS Y COSTOS

En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de la inflación y los costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias y su probable evolución futura.

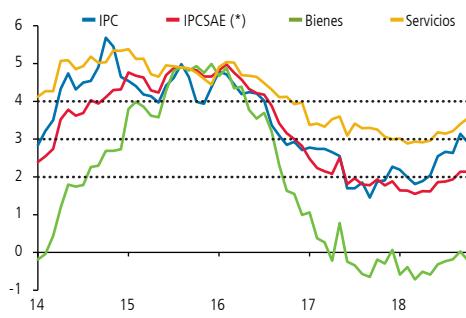
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

Tras situarse bajo 2% casi todo el segundo semestre del 2017, la inflación anual ha aumentado a lo largo de este año, ubicándose en torno a 3% durante los últimos meses (gráfico IV.1). 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 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. Así, a lo largo del año se fueron disipando los riesgos a la baja para la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política que se observaban a principios de año. Un elemento importante en este juicio fue una visión más positiva del mercado laboral, una vez incorporada toda la información disponible y ponderando el impacto que tiene el importante flujo inmigratorio de los últimos años (Recuadro III.3). En este contexto, el Consejo pasó de no seguir considerando válida la opción de reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) —como sí lo contemplaba a fines del 2017 y comienzos del 2018— a una posición en que se debía comenzar a tener presente el retiro del estímulo monetario. Así fue como en el IPoM pasado anunció que la economía ya no requería de un impulso monetario tan expansivo y en su Reunión de octubre aumentó la TPM en 25 puntos base. Junto con esto, reafirmó que dada la evolución de las condiciones macroeconómicas se hacía necesario seguir reduciendo el estímulo monetario para asegurar que las perspectivas de inflación se mantengan en torno a la meta.

El escenario base contempla que el IPC se ubicará bajo 3% buena parte del próximo año y que finalizará dicho año en 2,9%. Esto es una trayectoria que está por debajo de lo previsto en septiembre, cambio que se explica principalmente por el efecto de la fuerte baja de los precios internacionales de los combustibles en el corto plazo. Una vez que este efecto se desvanezca se acercará a 3%, valor en torno al cual fluctuará durante todo el 2020. El IPCSAE se acercará más rápidamente a 3%, alcanzando dicho valor en la primera mitad del 2019, considerando principalmente la base de comparación que dejaron los registros inusualmente bajos de algunos componentes a comienzos de este año. Desde ahí en adelante y hasta fines del horizonte de proyección la inflación subyacente oscilará en torno a 3%.

GRÁFICO IV.1

Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)

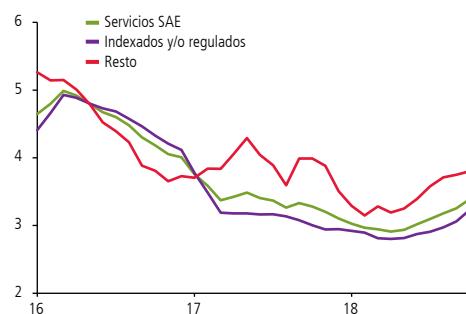


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.2

IPCSAE servicios y desagregación (1)(2)
(variación anual, porcentaje)



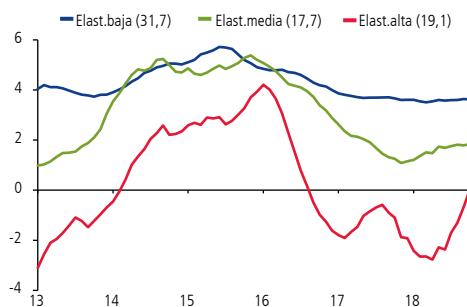
(1) Promedio móvil de tres meses.

(2) Para mayor detalle ver Recuadro IV.1, IPoM marzo del 2017.

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

**GRÁFICO IV.3**

IPCSAE: agrupados por elasticidad al tipo de cambio (1)(2)(3)
(variación promedio semestral anualizada, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas.

(2) Variación por subclase en base a Contreras y Pinto (2016). Excluye gastos financieros.

(3) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC.

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

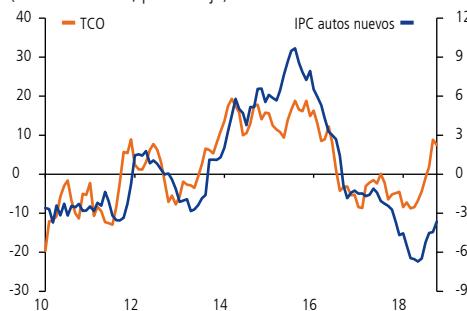
Como se mencionó, la inflación anual aumentó a lo largo del año. El IPCSAE incrementó su variación anual desde 1,6 en enero a 2,1% en octubre. Si bien en el agregado aún está en valores bajos, los precios de los productos del IPCSAE que históricamente han estado más asociados a la evolución de la actividad han tenido un aumento gradual, pero sostenido a lo largo del 2018. De hecho, la inflación de servicios del IPCSAE aumentó de 3,0 a 3,6% entre enero y octubre de este año. Por ítems, dicho incremento se observa tanto en los precios de los servicios con mayor proporción de ítems indexados y regulados como en el resto de los servicios, aunque más marcado en estos últimos (gráfico IV.2).

El componente de bienes del IPCSAE también ha mostrado una tendencia al alza durante el 2018, aunque sigue con tasas de variación anual levemente negativas. Ello, en un contexto en que el peso se ha depreciado a lo largo del año, ubicándose al cierre de este IPoM cerca de 6% por sobre su valor de un año atrás. Así, el crecimiento anual del precio de los productos del IPCSAE más sensibles a la evolución del tipo de cambio, muestra un aumento sostenido a lo largo del año (gráfico IV.3). De todos modos, como se ha mencionado en Informes anteriores, el crecimiento anual del precio de algunos productos tuvo caídas, especialmente en la primera parte del año, que fueron más allá de lo que se esperaría de la relación histórica entre estos precios y el tipo de cambio. Entre ellos, resalta el precio de los automóviles, comportamiento que, como lo destacan los entrevistados en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN), puede responder a la fuerte competencia en la industria automotriz por mantener o aumentar la participación de mercado (gráfico IV.4). Respecto de este y otros precios, se agrega que, según opiniones recogidas en el IPN de noviembre, la alta volatilidad del tipo de cambio dificulta realizar ajustes al alza de los precios justificándose en este elemento. Esto, en un contexto en que los consultados indican que la competencia entre firmas sigue siendo fuerte, pese a que perciben una mejora de la demanda.

Los elementos más volátiles de la canasta del IPC también han aumentado su contribución a la inflación a lo largo del año (gráfico IV.5). Sobre los precios de frutas y verduras, el incremento en su tasa de variación anual se relaciona principalmente con las bajas bases de comparación que dejó el inusual comportamiento de varios de estos precios a lo largo del 2017. Así, los precios de las frutas y verduras han tenido importantes incrementos anuales en algunos meses del año, como en octubre, mes en que subieron 13% anual. En el caso de la energía, su alza se explica principalmente por el aumento del precio de los combustibles. Ello, en gran parte por el aumento que tuvo su precio a nivel internacional, en particular de la gasolina, hasta principios de octubre, a lo que se suma la depreciación del peso. De hecho, hasta ese mes, el precio promedio en dólares de la gasolina era del orden de 20% superior a su valor promedio del año pasado. Con todo, con posterioridad a esa fecha este tuvo una disminución importante, acumulando una caída de 30% entre el cierre estadístico de este IPoM y el anterior (gráfico IV.6). De todos modos, cabe señalar que el incremento del precio de la gasolina en el mercado interno fue mucho menor —en torno a 8% en promedio—, por el efecto amortiguador del MEPCO.

GRÁFICO IV.4

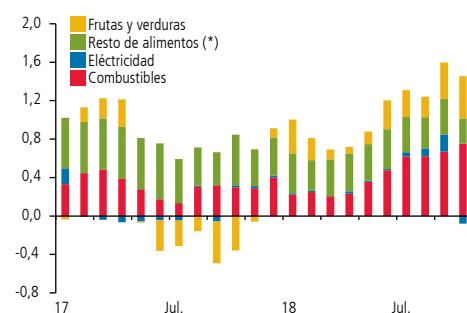
IPC automóviles nuevos y tipo de cambio
(variación anual, porcentaje)



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

GRÁFICO IV.5

Incidencia en la inflación anual total
(puntos porcentuales)



(*) Considera alimentos y bebidas no alcohólicas, sin frutas y verduras.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En cuanto a los costos, indicadores tanto cuantitativos como cualitativos señalan que las presiones salariales siguen contenidas. El crecimiento anual de los salarios nominales —IR e ICMO¹—, se ubicó en torno a 4,5% en septiembre, por debajo de los valores registrados la primera parte del año y del promedio de la última década (gráfico IV.7). Respecto de información cualitativa, los entrevistados en el marco del IPN de noviembre señalan que siguen percibiendo bajas presiones salariales, siendo la inmigración un elemento que ha ayudado a contenerlas en algunos mercados y para cierto tipo de labores. Además, gran parte señala que el reajuste salarial en el último año no ha ido mucho más allá del IPC.

Las presiones inflacionarias provenientes de los precios externos siguieron disminuyendo desde el IPoM anterior. El precio de los bienes de consumo importados (IVUM), redujo su tasa de variación anual de 1,4% el segundo trimestre a 0% el tercero. El índice de precios externos (IPE) en dólares continuó cayendo tanto en niveles como en su tasa de crecimiento anual (-2,5% en septiembre versus 3,1% en junio), principalmente por la apreciación del dólar a nivel mundial.

La evolución reciente de la inflación ha sido coherente con el escenario base planteado en el IPoM anterior, con sorpresas que han tendido a compensarse. En particular, contrasta la inflación mayor que la prevista de los combustibles y registros por debajo de lo esperado en ciertos alimentos y bienes, en especial en septiembre. Entre estos últimos, destacan bebidas alcohólicas, cigarrillos y automóviles.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

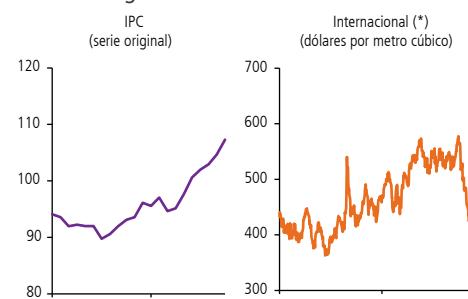
En el escenario base, la variación anual del IPC se ubicará bajo 3%, buena parte del próximo año, principalmente por la fuerte baja del precio de los combustibles a nivel internacional. Hacia fines del 2019 se acercará a 3%, valor en torno el cual fluctuará hasta fines del horizonte de proyección. Por su parte, la variación anual del IPCSAE se acercará más rápidamente a 3%, producto de las bajas bases de comparación de comienzos de este año. En ese lapso, el precio de algunos ítems del IPCSAE tuvieron comportamientos atípicos que se estima no se repetirían, entre ellos el precio de los automóviles, los paquetes turísticos y los servicios de salud. De ahí en adelante, el IPCSAE oscilará en torno a 3% hasta fines del horizonte de proyección.

Comparada con el escenario base del IPoM anterior, la inflación se corrigió a la baja, para lo que resta de este año y el próximo. Ello, principalmente por los precios de los componentes más volátiles, en especial por la mencionada caída del precio de los combustibles a nivel internacional. Así, el IPC se ubicará en 2,7% en diciembre de este año, cuatro décimas por debajo de lo proyectado en septiembre. De todos modos, la evaluación sobre la dinámica inflacionaria no

¹/ Considera las cifras de salarios rectificados por el Instituto Nacional de Estadísticas el 7 de noviembre de 2018. <http://www.ine.cl/docs/default-source/boletines/separatas-tecnicas/2018/separata-tecnica-politica-de-rectificacion-de-cifras-de-la-encuesta-mensual-de-remuneraciones-y-costos-de-la-mano-de-obra.pdf?sfvrsn=4>.

GRÁFICO IV.6

Precio de la gasolina

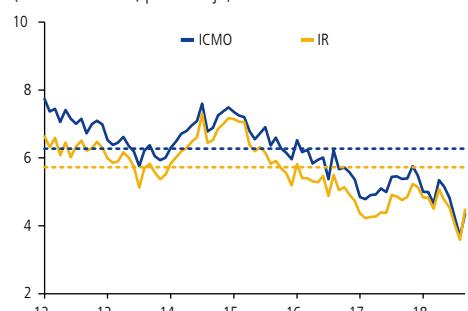


(*) Corresponde a la gasolina de 87 octanos en el mercado estadounidense.

Fuentes: Bloomberg e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.7

Salarios nominales (*)
(variación anual, porcentaje)

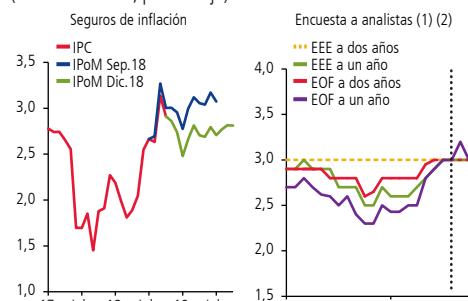


(*) Líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.8

Expectativas de inflación
(variación anual, porcentaje)



(1) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero, considera la encuesta publicada después de cada RPM, excepto para el último dato que corresponde a la publicada antes de la RPM de diciembre. En los meses que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre.

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



ha cambiado mayormente. Ello se refleja en que el ajuste a la baja del IPCSAE es mucho menor. Así, su trayectoria se mantiene al alza y similar a la del IPoM anterior (gráfico V.3).

Las expectativas privadas para la inflación describen un panorama similar al del escenario base de este IPoM. Así, la mayoría se ajustó a la baja en el corto plazo, especialmente tras la mencionada caída del precio de los combustibles a nivel internacional. Los seguros de inflación anticipan que la inflación anual se ubicará en 2,7% en diciembre de este año (3,0% en el IPoM de septiembre), mientras que a un año plazo tanto estos como la Encuesta de Operadores Financieros previa a la Reunión de Política Monetaria de diciembre la sitúan en 2,8% (3,1 y 3,0%, respectivamente, al cierre estadístico del IPoM anterior). A dos años plazos, las expectativas de mercado se mantienen en 3% (gráfico IV.8).

V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Este capítulo presenta la trayectoria más probable para la política monetaria en los próximos dos años. Esta se basa en la evaluación del Consejo de la dinámica proyectada para la inflación en el horizonte de política, dada la información disponible al cierre de este IPoM. Además, describe escenarios de sensibilidad, los que dan cuenta de cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria ante determinadas modificaciones al escenario base.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

En octubre el Consejo dio inicio al proceso de normalización de la política monetaria, considerando que la evolución de las condiciones macroeconómicas hacía menos necesario mantener el actual estímulo monetario. Ello, toda vez que las holguras de capacidad habían disminuido, mientras que la política monetaria seguía siendo altamente expansiva. El escenario base de este IPoM contempla que para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación, este proceso de normalización debe proseguir. Este proceso que se seguirá implementando con gradualidad y cautela, en un contexto donde la incertidumbre derivada del escenario externo aún es alta.

Como supuesto de trabajo, el escenario base de este IPoM contempla que la TPM seguirá aumentando en los próximos meses y que en la primera mitad del 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral de entre 4 y 4,5%. Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, antecedentes en una u otra dirección provocarán los ajustes necesarios en la política monetaria.

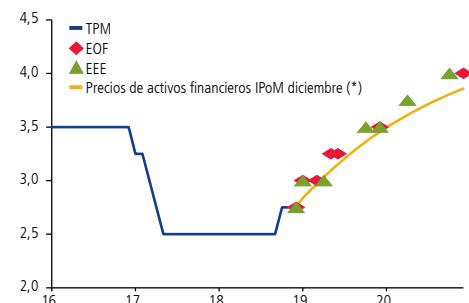
Las distintas medidas de expectativas de mercado —previas a la Reunión de Política Monetaria de diciembre— también consideran una continuación del proceso de normalización del impulso monetario, pero con una llegada de la TPM a su nivel neutral más tardía que lo implícito en el escenario base. Las encuestas a especialistas prevén que la TPM se ubicará en 3,5% a fines del 2019 y en 4% a fines del 2020. Los precios de los activos financieros prevén una trayectoria más plana para la TPM, con una llegada a 4% que se dará después del horizonte de proyección, hacia el 2021 (gráfico y tabla V.1).

CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN

A lo largo del 2018 la inflación ha ido aumentando hasta ubicarse en torno a 3% en los últimos meses. En esto se ha conjugado un incremento de los componentes más volátiles del IPC y la depreciación del peso, pero también se

GRÁFICO V.1

TPM y expectativas de mercado(*)
(porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años. Trayectoria suavizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.1

Expectativas para la TPM
(porcentaje)

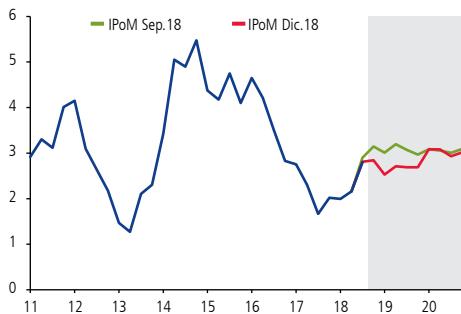
	A un año		A dos años	
	IPoM septiembre	IPoM diciembre	IPoM septiembre	IPoM diciembre
EEE (1)	3,00	3,50	3,50	4,00
EOF (2)	3,25	3,50	4,00	4,00
Precios de activos financieros (3)	3,32	3,45	3,87	3,86

(1) Corresponde a las encuestas de agosto y noviembre del 2018.

(2) Para el IPoM de septiembre y diciembre del 2018 corresponde a la encuesta de pre RPM de septiembre y de diciembre, respectivamente.

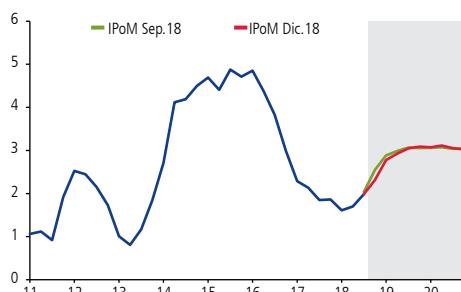
(3) Para el IPoM de septiembre y diciembre del 2018 considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 28/08/2018 y al 28/11/2018, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.2**Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

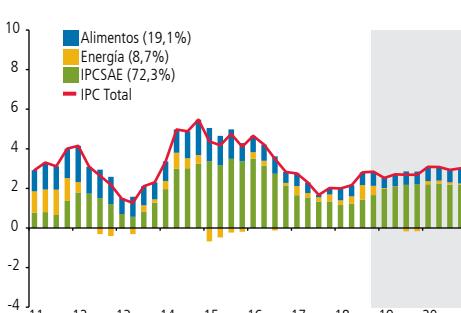
(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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

GRÁFICO V.3Proyección de inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) 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 V.4Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)

(*) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC. A partir de enero del 2014 se utilizan los índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. El área gris, a contar del cuarto trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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

ha observado que la inflación de los componentes de la canasta más sensibles a la brecha de actividad —servicios y no transables— ha subido sostenidamente. El aumento de estos precios se ha dado de la mano de una economía que ha crecido a un ritmo que le ha permitido ir reduciendo la brecha de actividad, en un contexto de condiciones externas favorables y un impulso monetario claramente expansivo.

El escenario base contempla que el IPC se ubicará bajo 3% buena parte del próximo año y que finalizará dicho año en 2,9%. Esto es una trayectoria que está por debajo de lo previsto en septiembre, cambio que se explica principalmente por el efecto de la fuerte baja de los precios internacionales de los combustibles en el corto plazo. Una vez que este efecto se desvanezca, el IPC total se acercará a 3%, valor en torno al cual fluctuará durante todo el 2020. El IPCSAE se acercará más rápidamente a 3%, alcanzando dicho valor en la primera mitad del 2019, considerando principalmente la base de comparación que dejaron los registros inusualmente bajos de algunos componentes a comienzos de este año. Desde ahí en adelante y hasta fines del horizonte de proyección —el cuarto trimestre del 2020— la inflación subyacente oscilará en torno a 3%. (gráficos V.2, V.3 y V.4).

HOLGURAS DE CAPACIDAD Y BRECHA DE ACTIVIDAD ACTUAL

La trayectoria que ha tenido la inflación es coherente con holguras de capacidad que han seguido reduciéndose. De hecho, el IPCSAE pasó de 1,6% a principios de año a 2,1% en su último registro. Si bien ello aún es bajo, como se mencionó, se aproximará a 3% ya en la primera mitad del 2019. Además, los precios de los productos del IPCSAE que históricamente han estado más asociados a la evolución de la actividad han tenido un aumento sostenido a lo largo del 2018. De hecho, la inflación de servicios del IPCSAE aumentó desde 3,0 a 3,6%, entre enero y octubre de este año (gráfico IV.2).

La ampliación del déficit de la cuenta corriente —que se prevé pasará de 1,5% del PIB al cierre del 2017 a 2,8% al cierre del 2018— y en particular, de su medida a precios de tendencia —que se ubicará en 3,8% del PIB al cierre del 2018, que se compara con algo sobre 1% el 2016— es también reflejo de una economía con un nivel de gasto mayor. Lo mismo, el fortalecimiento de la percepción de demanda de créditos por parte de los bancos (gráfico V.5).

Durante parte importante del 2017 y la primera mitad del 2018, se evaluó que el bajo dinamismo que se observaba en las estadísticas del mercado laboral podía representar un riesgo para la convergencia de la inflación a la meta. Esas dudas se han ido despejando en la medida que se ha ido incorporando al análisis otras fuentes de información —como los registros administrativos de empleo y salarios— y se ha considerado el efecto del importante flujo inmigratorio de los últimos años sobre el mercado laboral. Las distintas encuestas, por construcción, no pueden recoger este fenómeno, por lo que la creación de empleo que de ella se desprende está subestimada. Simulaciones que corrigen por este factor muestran que en los últimos años el crecimiento del empleo nacional fue superior al informado por las encuestas en más de un punto porcentual, reduciendo el rezago que se observaba respecto de la evolución de la actividad (Recuadro III.3).

El mayor crecimiento del empleo que se obtiene al incorporar la inmigración no implica mayor estrechez del mercado laboral. De hecho, las menores tasas de crecimiento que muestran los indicadores salariales —los rectificados por el INE— son coherentes con la mayor oferta laboral derivada de la inmigración, tal como sugiere la información cualitativa del IPN. Sin embargo, la inmigración no necesariamente reduce las presiones inflacionarias. Ello, dado el aumento de la demanda interna por el mayor consumo de los inmigrantes y por el aumento de la inversión requerido para absorber la mayor oferta de mano de obra. Ambos efectos combinados dominarían sobre el efecto desinflacionario que tienen las menores presiones salariales (Recuadro III.3).

El Consejo mantiene la estimación del PIB potencial no minero realizada en septiembre. Se debe recordar que este es el nivel actual de la capacidad productiva —incluyendo los diversos *shocks* de productividad transitorios y problemas de asignación de recursos que describen a la economía en un momento dado— que es relevante para medir las presiones inflacionarias que podrían desviar a la inflación de su meta de 3%. En esa ocasión, señaló que para este año, el crecimiento potencial del PIB no minero se ubicaba en 3,1% y para el 2019 en 3,2%. También se mantiene la estimación del crecimiento tendencial —el que se da en ausencia de *shocks* transitorios de productividad y cuando los insumos se usan a su capacidad normal—, la que se ubica entre 3 y 3,5% para los próximos diez años^{1/}. Nuevas estimación del PIB potencial y el tendencial se realizarán una vez que se disponga de la actualización de las proyecciones de población basadas en el Censo 2017.

Los datos muestran que en el tercer trimestre del 2018 se habría producido una pausa en el proceso de cierre de la brecha de actividad iniciado a mediados del 2017. De hecho, las cifras conocidas al cierre estadístico de este IPoM apuntan a que la desaceleración del PIB no minero del tercer trimestre habría sido transitoria. Así, la proyección de brecha del escenario base de este IPoM contempla una reanudación del proceso de cierre en el cuarto trimestre (gráfico V.6). Es importante reiterar, como se mencionó en el IPoM de septiembre, la estimación del nivel de la brecha está sujeta a altos grados de incertidumbre. De hecho, al revisar el desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha como medida de incertidumbre, el rango que incluye el 68,3% de confianza de la estimación abarca +/- 1,3 puntos porcentuales.

BRECHA Y ACTIVIDAD EN EL ESCENARIO BASE

El Consejo estima que el PIB alcanzará un crecimiento de 4% en el 2018. Esta proyección se encuentra en el piso del rango proyectado en septiembre, principalmente por un peor desempeño de la minería. Esta proyección considera las cifras de octubre conocidas al cierre estadístico del IPoM.

El PIB tendrá una expansión de entre 3,25 y 4,25% el 2019 y entre 2,75 y 3,75% el 2020 —igual a lo proyectado en septiembre. De este modo, el crecimiento de la economía seguirá aproximándose a su trayectoria tendencial durante los próximos dos años. Estos rangos consideran un escenario externo cuyo

^{1/} Ver Recuadro V.1, IPoM septiembre 2018.

GRÁFICO V.5

Percepción de demanda de créditos
(variación anual; porcentaje neto de respuestas)

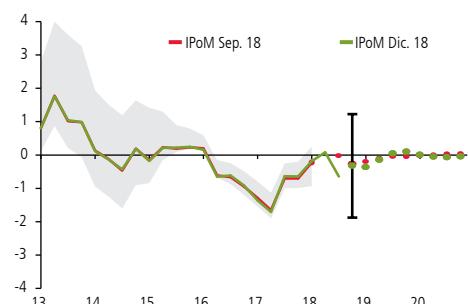


(*) Línea punteada corresponde a la serie rezagada en tres trimestres de la diferencia entre el porcentaje de encuestados en la ECB que perciben un fortalecimiento de las solicitudes de crédito de grandes empresas en algún grado y el porcentaje de quienes consideraron que dichas solicitudes se han debilitado en algún grado. La línea continua es el promedio móvil anual de dicha serie.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.6

Brecha de actividad (1)(2)(3)
(puntos porcentuales)



(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Fornero y Zúñiga (2017).

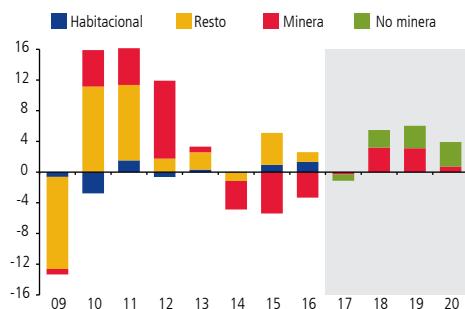
(2) Líneas punteadas corresponden a proyecciones.

(3) La barra en el cuarto trimestre del 2018 incluye un rango +/- 1,3% que corresponde a un desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha. Por lo tanto, la instancia final de la brecha se hallará dentro de este intervalo con una confianza de 68,3%.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.7**

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

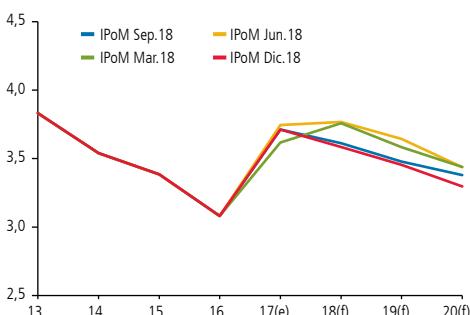


(*) Para el 2017 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para informar las 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.

GRÁFICO V.8

Crecimiento socios comerciales
(variación anual, porcentaje)



(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile

impulso irá declinando. También contempla que si bien la política monetaria irá reduciendo su expansividad, la TPM estará algunos trimestres más por debajo de su nivel neutral. Como supuesto de trabajo para el TCR, se considera que durante el horizonte de proyección este oscilará en torno sus valores de los últimos 15-20 años. 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.

Por el lado del gasto, las proyecciones consideran un cambio de composición en comparación con septiembre, previéndose una inversión mayor y un consumo que tardará algo más en retomar tasas de crecimiento acordes con el PIB. El cambio en la proyección considera el dinamismo que ha mostrado la formación bruta de capital fijo (FBCF) a lo largo del 2018, en particular su parte de maquinarias y equipos, que ha crecido del orden de 10% en promedio en los primeros tres trimestres del año. Se suman las significativas revisiones al Catastro de Proyectos de la CBC, que en su última versión adicionaron cerca de US\$3.500 millones en proyectos para el 2019-2020. Esto tiene un impacto directo en la corrección de la FBCF, que es particularmente marcado en el 2019, donde la proyección de crecimiento pasa de 4,5% a 6% anual (gráfico V.7) (Recuadro III.2). Las condiciones de oferta y demanda de crédito más expansivas que denota la Encuesta de Crédito Bancario, en conjunto de tasas de interés que permanecen en niveles bajos en comparación histórica, ayudarán a impulsar este componente del gasto. Finalmente, la información cualitativa recopilada en el Informe de Percepciones de Negocios señala una recuperación de la inversión en comparación con trimestres previos y si bien aún se da cuenta de proyectos mayoritariamente ligados al sector minero, paulatinamente se observan proyectos en otros sectores. La mayor robustez de la FBCF que ahora se prevé llevará a que, como porcentaje del PIB, esta se eleve de 21,9 y 22% el 2018 a 22,5% y 22,7% en promedio el 2019-2020, en términos reales y nominales, respectivamente.

El consumo ha tenido tasas de crecimiento algo por debajo de lo proyectado en septiembre, pero en el escenario base se prevé que retomará tasas más elevadas, coherentes con el crecimiento del PIB. Un primer elemento detrás de esta proyección es la evolución de la masa salarial. El cálculo de esta variable debe considerar la corrección de las cifras de salarios realizada por el INE y debe utilizar las horas habitualmente trabajadas —y no las efectivamente trabajadas—. Con ello, se obtiene una masa salarial que crece más acorde con el crecimiento de la economía. Además es posible que al agregar el flujo migratorio el crecimiento de la masa salarial sea incluso superior. Por su parte, las expectativas acerca de la situación para la compra de bienes durables, que se recogen del IPEC, continúan por sobre su nivel neutral. Finalmente, las colocaciones de créditos de consumo han mostrado algún repunte en lo más reciente, mientras la ECB da cuenta de un fortalecimiento de la demanda por créditos de este tipo y un relajamiento en las condiciones de otorgamiento por el lado de la oferta.

De este modo, en el escenario base, la demanda interna crecerá 4,7% este año, 3,8% el 2019 y 3,3% el 2020. Estas cifras consideran la que la importante acumulación de existencias del 2018 —y que contrarrestó la desacumulación de -0,8% del PIB acumulada entre el 2014 y el 2017— será más lenta en lo venidero, lo que reduce el crecimiento de la demanda interna.

El escenario base de este IPoM considera que la economía chilena recibirá un impulso externo que irá declinando en el horizonte de proyección, pero que seguirá siendo positivo. Por el lado del crecimiento de los socios comerciales, los antecedentes señalan que este alcanzó su *peak* el 2017-2018, por lo que, como se ha venido previendo hace varios IPoM, en el periodo 2019-2020 su expansión será menor a la del bienio previo (gráfico V.8). Tal como ha sido la tónica en los últimos trimestres, las condiciones financieras internacionales seguirán normalizándose en el horizonte de proyección, sin perjuicio de episodios de volatilidad en tanto no se transformen en un *shock* negativo para las economías emergentes como un todo. Los términos de intercambio, después de seguir una trayectoria ascendente hasta el 2017, se mantendrán estables en el horizonte de proyección. Ello, toda vez que el descenso proyectado del precio del cobre y de otros productos de exportación en el periodo 2018-2020 es contrarrestado por la importante del precio del petróleo, sus derivados y de otros productos importados en ese mismo lapso.

Las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales de Chile consideran que, luego de crecer 3,6% en el periodo 2017-2018, lo harán en promedio 3,4% en el bienio 2019-2020. El que la actividad global reduzca sus tasas de expansión desde el 2019 en adelante es algo que ha estado presente hace varios IPoM y los antecedentes que se han ido conociendo han ratificado esta evaluación. En las economías desarrolladas destaca la madurez que ha alcanzado el ciclo en EE.UU. El escenario base contempla que esta economía, luego de expandirse 2,9% este año, lo hará solo 2,3% el 2019 y 1,7% el 2020. Detrás de ello, está principalmente el desvanecimiento de los estímulos fiscales injectados en los últimos trimestres y un proceso de normalización de la política monetaria que ha seguido su curso. La Eurozona ya ha dado señales de ralentización de sus principales países miembros en los últimos meses. Así, para este bloque se prevén tasas de crecimiento que en el bienio 2019-2020 serán en promedio 4 décimas inferiores al registrado en el 2017-2018.

Las menores tasas de expansión no son un elemento exclusivo de las economías desarrolladas. Dentro de las economías emergentes, destaca por su importancia la desaceleración que se prevé para China, cuyo PIB pasará de crecer un promedio de 6,7% en el 2017-2018 a hacerlo solo marginalmente sobre 6% el bienio siguiente. Las cifras de actividad más recientes de esta economía ya dan cuenta de aquello. Se suma que sus autoridades han ido agotando las holguras para seguir implementando medidas de estímulo, en particular, ha ido reduciendo su superávit en cuenta corriente y sus reservas internacionales, mientras su déficit fiscal y el endeudamiento global de su economía se han elevado. Si bien las proyecciones para América Latina no consideran una desaceleración hacia adelante, sus proyecciones han tenido ajustes importantes a la baja. En particular, los acontecimientos en Argentina llevarán a que esta economía sufrirá una recesión el 2018 y 2019, mientras que Brasil tendrá tasas de expansión bastante magras considerando la profunda recesión de la que recién salió el 2017.

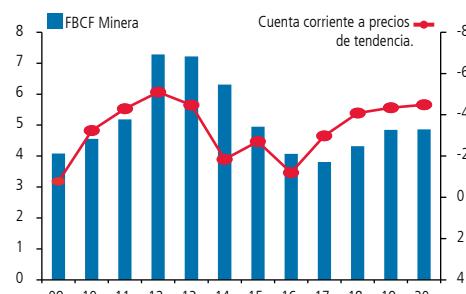
Como se mencionó, en el escenario base, los términos de intercambio se mantendrán en niveles similares a los alcanzados el 2018 (gráfico V.9). Ello, principalmente por el importante descenso del precio del petróleo en las últimas semanas que tiene un correlato directo en las proyecciones que se extraen de los precios futuros. El escenario base contempla que el barril de Brent y WTI promediarán cerca de US\$60 el 2019 y el 2020. Este escenario es coherente con estimaciones de costos de la industria y que dan cuenta de

GRÁFICO V.9
Términos de intercambio
(índice, 2013=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

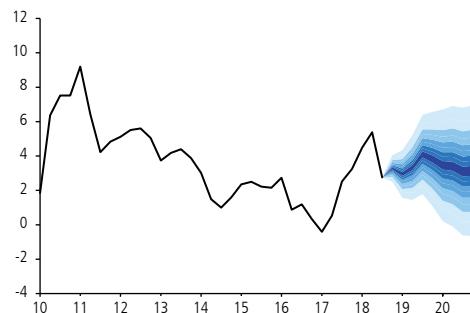
GRÁFICO V.10
FBCF minera y saldo de la cuenta corriente a precios de tendencia
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.11**

Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que la TPM seguirá aumentando en los próximos meses y que en la primera mitad del 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral: entre 4 y 4,5%.

Fuente: Banco Central de Chile.

una alta elasticidad precio de la oferta de crudo en valores en torno a US\$60 el barril. Desde septiembre, el precio del cobre se ha mantenido entre US\$2,7 y 2,9 la libra, cercano a lo que se estima son sus valores de largo plazo, por lo que el escenario base contempla que continuará oscilando en torno a estos valores. En concreto, se prevé que luego de promediar US\$2,95 en el 2018, se ubicará en US\$2,85 y 2,8 en el 2019 y el 2020, igual a las proyecciones del IPoM previo. Los precios de otros productos de exportación también tendrán valores inferiores el 2019-2020 en comparación con el 2018.

Considerando los cambios en el escenario interno y externo, se proyecta que la cuenta corriente ampliará su déficit y que al cierre del 2018 será de 2,8% del PIB, valor que también promediará en el 2019-2020. Ello está por sobre lo previsto en septiembre, principalmente porque las rentas al exterior, en particular de las mineras, han sido mayores, considerando los procesos de reducción de costos que han efectuado y que han apuntalado las utilidades. Además, por las mayores importaciones relacionadas con el crecimiento de la inversión, la reposición de existencias y el crecimiento del consumo, así como por menores envíos de cobre que lo previsto. A precios de tendencia^{2/} el déficit de la cuenta corriente también es mayor a lo esperado en septiembre y se estima será del orden de 4% en el horizonte de proyección. Si bien este valor aparece elevado, está explicado por la mayor inversión —principalmente minera— que es financiada con ahorro externo. Algo similar ya se observó en el 2011-2013, con motivo del ciclo expansivo de inversión minera de ese entonces (gráfico V.10).

ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD

La estrategia de política monetaria coherente con la convergencia de la inflación a la meta es contingente al cumplimiento del escenario base que aquí se delineea. Como siempre, hay elementos internos y externos que podrían modificar estas proyecciones. Por un lado, desde el punto de vista de su incidencia en la actividad local, el balance de riesgos del escenario externo se mantiene sesgado a la baja. Al mismo tiempo, el Consejo considera que tanto el balance de riesgos internos para la actividad como para la inflación está equilibrado. La materialización de los riesgos —detallados en el Resumen de este IPoM— modificarían el escenario base y por tanto la trayectoria de la TPM (gráficos V.11, V.12, V.13).

Si bien cualquier cambio en el escenario base debe evaluarse en su completitud, es posible cuantificar algunos posibles desvíos del escenario base y su efecto en las principales variables macroeconómicas.

El primero de ellos considera qué sucedería si la inversión —tanto minera como no minera— resulta ser más dinámica el 2019, anotando un crecimiento

^{2/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras u las importaciones de combustibles considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio del cobre de largo plazo de US\$2,7 la libra y del petróleo de US\$70 el barril (Recuadros V.2 IPoM septiembre 2012 y V.1 diciembre 2015).

GRÁFICO V.12

Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que la TPM seguirá aumentando en los próximos meses y que en la primera mitad del 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral: entre 4 y 4,5%.

Fuente: Banco Central de Chile.

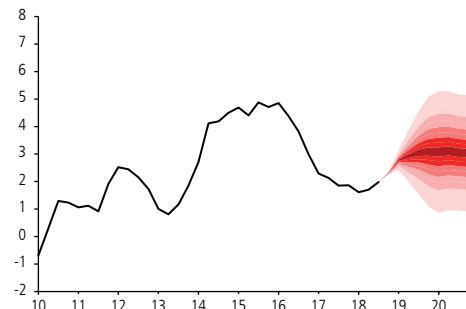
un punto porcentual mayor al previsto. Evidentemente, ello resultaría en un crecimiento mayor del PIB y dado que este incremento de la inversión no está concentrado en la minería, generaría un aumento de la inflación. De no mediar un incremento de la TPM, la inflación podría acumular 1,4 puntos porcentuales adicionales a lo previsto en el período 2019-2022. Si bien los efectos son más evidentes posterior al horizonte de política, de no mediar una acción de política, la inflación no convergería a la meta en dos años. Por ello, de ocurrir este escenario, la TPM debería elevarse más allá de sus niveles considerados neutrales, siguiendo una trayectoria algo más empinada que la contemplada en el escenario base.

También es posible considerar un escenario en que el consumo es menos dinámico de lo previsto en el escenario base durante el 2019, anotando un crecimiento un punto porcentual menor al proyectado. Esto tendría un correlato en el PIB, el que crecería del orden de medio punto porcentual menos el 2019 y el 2020. Los efectos deflacionarios de tal caso llevarían a que la inflación se quedará bajo 3% hasta más allá del horizonte de política. Para asegurar la convergencia, la TPM debiera seguir un proceso de normalización más gradual que lo supuesto en el escenario base, con una TPM que llegaría a la neutral más tarde que lo previsto.

En lo externo, desde hace varios trimestres ha estado presente el riesgo de un deterioro abrupto de las condiciones financieras externas. Un episodio de este tipo podría responder a un elemento particular —el desempeño de la economía estadounidense— o a una combinación de varios eventos —por ejemplo, problemas con el Brexit, un deterioro de la situación en Italia, un escalamiento del conflicto comercial o una caída más abrupta de las bolsas—. Un escenario de este tipo podría caracterizarse de forma similar a lo ocurrido en el primer trimestre del 2016^{3/}. El deterioro del impulso externo en esta magnitud tendría consecuencias contractivas para la economía chilena y en el 2019 el PIB se ubicaría algo más de un punto porcentual por debajo de lo considerado en el escenario base. La inflación tardaría más en converger, en un contexto en que el tipo de cambio real sufriría una depreciación acumulada en el período 2018-2020 algo superior a 5%. Para asegurar la convergencia inflacionaria en un escenario de este tipo, el proceso de normalización monetaria debería ser más lento, llegando la TPM a su nivel neutral solo a fines del 2021.

Las simulaciones recién analizadas son escenarios que, sin generar un cambio completo del escenario base, dan cuenta las magnitudes de los ajustes a la política monetaria que ciertas desviaciones del escenario base podrían requerir. Con todo, es importante destacar que en ninguno de los escenarios descritos la TPM debe reducirse —ni aún en los más negativos—. Como siempre, el Consejo reitera que revisará eventuales desviaciones del escenario base que puedan poner en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección y que requieran por tanto ajustar la trayectoria de la TPM. Así reafirma conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

GRÁFICO V.13
Proyección de inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que la TPM seguirá aumentando en los próximos meses y que en la primera mitad del 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral: entre 4 y 4,5%.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{3/} Ello implicaría, durante el 2019, una reducción del precio del cobre hasta valores por debajo de US\$2,5 la libra, un petróleo que alcanzaría precios del orden de US\$40 el barril, una reducción importante del crecimiento de los socios comerciales (de más de un punto porcentual) y un Embi de Chile que llegaría a cerca de 250 puntos base.

GLOSARIO

América Latina: Comprende a: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela, ponderados a PPC (Según cifras WEO Octubre 2018).

Brecha de actividad: Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Recursos Naturales (PIB resto).

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en el World Economic Outlook (WEO, Octubre 2018). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2018-2020 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,4% para dicho período.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en el World Economic Outlook (WEO, Octubre 2018). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2018-2020.

Crecimiento socios comerciales: 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 – 2017.

Credit Default Swap (CDS): Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de no pago de deuda soberana o corporativa. Los premios implícitos en los costos de esta cobertura (*CDS spread*) se utilizan habitualmente como indicador de riesgo soberano o corporativo.

Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI): Indicador de riesgo corporativo, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por bancos y empresas en economías emergentes, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

Exportadores de productos básicos: Comprende a: Australia, Canadá y Nueva Zelanda, ponderados a PPC (Según cifras WEO Octubre 2018).

Holguras de capacidad: Conjunto más amplio de indicadores para la medición de las presiones inflacionarias. Para ello, además de la brecha de actividad, se considera entre otros elementos, las condiciones en el mercado laboral, el consumo eléctrico y el uso de la capacidad instalada de las empresas.



IPCSAE: IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos, permaneciendo el 72% de la canasta total.

IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los Índices de Precios al por Mayor (IPM), expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales que componen el TCM.

IVUM: Índices de precios de importaciones.

PIB potencial: Constituye la capacidad productiva actual de la economía. Esta medida también se denomina PIB potencial de corto plazo.

PIB tendencial: Constituye el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, donde el efecto de los *shocks* que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos.

Resto de Asia: Comprende a: Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán, ponderados a PPC (Según cifras WEO Octubre 2018).

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2018: Alemania, Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, India, Italia, Japón, México, Países Bajos, Paraguay, Perú, Reino Unido, Rep. de Corea, Tailandia y Vietnam.

TCM-X: TCM que excluye al dólar estadounidense.

TCM-5: Agrupa las monedas de Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Canadá y la Eurozona.

TCN: Tipo de cambio nominal.

TCR: Tipo de cambio real. Representa una medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

ABREVIACIONES

- BCP:** Bonos del BCCh en pesos
- BCU:** Bonos del BCCh reajustables en UF
- BIS:** Bank for International Settlements
- BLS:** Bureau of Labor Statistics
- CCNN:** Cuentas Nacionales
- DEG:** Derechos Especiales de Giros
- ECB:** Encuesta de crédito bancario
- EEE:** Encuesta de expectativas económicas
- EOF:** Encuesta de operadores financieros
- FFR:** Fed Funds Rate
- FMI:** Fondo Monetario Internacional
- FPD:** Facilidad Permanente de Depósitos
- ICMO:** Índice de Costo de la Mano de Obra
- IIF:** The Institute of International Finance
- IMCE:** Indicador mensual de confianza empresarial
- IPCSAE:** Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía
- IPN:** Informe de Percepciones de Negocios
- IPEC:** Índice de Percepción Económica
- IPSA:** Índice de Precio Selectivo de Acciones
- IR:** Índice de Remuneraciones
- MSCI:** Morgan Stanley Capital Internacional
- OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
- OPEP:** Organización de Países Exportadores de Petróleo
- PDBC:** Pagarés Descontable del Banco Central
- SBIF:** Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras
- TPM:** Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Álvarez, F. y A. Neumeyer. 2018. "Large Cost Shocks in an Inflationary Economy". Versión preliminar disponible en <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>.
- Ball, L. y S. Mazumder. 2018. "The Nonpuzzling Behavior of Median Inflation". Versión preliminar disponible en <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>.
- Banco Central de Chile. Informe de Cuentas Nacionales. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Percepciones de Negocios. Varios números.
- Banco Mundial. 2018. Proyecciones precios de commodities.
- Barclays Capital. 2018. Global Economics Weekly. Varios números.
- Bobeica, E., M. Ciccarelli e I. Vansteenkist. 2018. "The Link Between Labor Costs and Price Inflation in the Euro Area". Versión preliminar disponible en <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>.
- Campbell, J. Y. and J. Ammer. 1993. What Moves the Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition of Long-Term Asset Returns. *Journal of Finance* 48(1). 3-37.
- COCHILCO, 2018. Anuario de estadísticas del cobre y otros minerales 1997-2017.
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2018. Copper Market Outlook. Varios números.
- Deutsche Bank. 2018. Macro Forecast Weekly Update.
- Fondo Monetario Internacional. 2018. World Economic Outlook. Octubre.
- Fornero, J. M. Kirchner y A. Yany. 2015. "Terms of Trade Shocks and Investment in Commodity-Exporting Economies". En *Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series*. Volumen 22. Banco Central de Chile.
- Galí, J. y L. Gambetti. 2018. "Has the U.S. Wage Phillips Curve Flattened? A Semi-Structural Exploration". Versión preliminar disponible en <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>.
- Gilchrist, S. y E. Zakrasjek. 2018. "Trade Exposure and the Evolution of Inflation Dynamics". Versión preliminar disponible en <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>.
- Hobijn, B. 2018. "The "Supply-Side Origins" of Inflation". Versión preliminar disponible en <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>.
- International Energy Agency. 2018. Oil Market Report.
- Jordá, O. y F. Necchio. 2018. "Inflation Globally". Versión preliminar disponible en <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>.
- JP Morgan Chase. 2018. Global Data Watch. Varios números.
- Medina, J.P.y C.Soto.(2007).*The Chilean Business Cycle Through the Lens of a Stochastic General Equilibrium Model*. Documento de Trabajo 457, Banco Central del Chile.
- Shiller, R. 1989. Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends. *Journal of Finance* 44(3). 719-729.
- Stock, J. y M. Watson. 2018. "Slack and Cyclically Sensitive Inflation". Versión preliminar disponible en <http://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/changing-inflation-dynamics-evolving-monetary-policy>.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

División de Asuntos Institucionales

DICIEMBRE 2018

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2018