

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2019



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2019



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	13
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	15
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	23
IV. PRECIOS Y COSTOS	31
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	35
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	53
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	56
RECUADROS	
Relación entre consumo de los hogares, venta del comercio y el valor agregado del Comercio	27
PIB tendencial y potencial	44
Tasa de interés neutral	47
Impacto de la inmigración en Chile: lecciones de casos comparables	50

*/ Este informe considera la Encuesta de Operadores Financieros publicada el 4 de junio y la decisión de política monetaria del 7 de junio. Para todos los demás efectos, el cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 3 de junio de 2019.

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 Consejo del 7 de junio de 2019 para publicarse el 10 de junio de 2019.

El Consejo

RESUMEN

La inflación anual del IPC se ha mantenido en los últimos meses en niveles del orden de 2%, tanto en su medición total como en la subyacente. La actividad redujo su tasa de expansión anual en el primer trimestre, ubicándose por debajo de lo esperado. Este ajuste se concentró especialmente en la minería, la agricultura y otros sectores dominados por factores de oferta. Por el lado del gasto, se observó una desaceleración importante de la inversión, en particular de maquinaria y equipos, y de las exportaciones. En cambio, el consumo sostuvo el dinamismo previsto. En lo externo, el principal desarrollo desde el IPoM pasado ha sido la intensificación del conflicto entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, lo que ha aumentado la aversión al riesgo, afectando la valoración de los activos, las monedas y las materias primas, así como los términos de intercambio para Chile.

En este IPoM, el Consejo actualizó las estimaciones de los parámetros estructurales que se utilizan para la evaluación del estado de la economía, sus perspectivas y la calibración de la política monetaria. En lo principal, esto permitió cuantificar el efecto del fuerte flujo inmigratorio de los últimos años sobre el crecimiento tendencial y potencial, incrementándose ambos. Por su parte, la TPM neutral se ha reestimado a la baja en 25 puntos base (pb), reflejando en parte la caída de las tasas neutrales a nivel internacional. Las mayores holguras que se derivan de la actualización de los parámetros y de la debilidad de la actividad y la demanda en el primer trimestre, son coherentes con la dinámica inflacionaria reciente. La suma de estos antecedentes llevó al Consejo a estimar que, para que el crecimiento efectivo logre cerrar la brecha de actividad y se produzca la convergencia de la inflación a la meta, es necesario recalibrar el impulso monetario. De este modo, en su Reunión de junio decidió reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50pb.

En el primer trimestre del año, la actividad creció 1,6% anual, resultado en que se combinó una caída de 3,6% del sector minero y un aumento de 2,2% de los sectores no mineros. La elevada base de comparación de igual período del año anterior anticipaba que el crecimiento del trimestre sería inferior al del 2018, pero el resultado fue menor a lo esperado. En ello se combinó el negativo comportamiento de la minería —afectada por factores climáticos, mantenimientos en algunas faenas y la menor ley del mineral— y de varios de los sectores más volátiles —ligados a recursos naturales— del PIB no minero. En particular, destacó el desempeño peor que lo previsto en la agricultura, pesca y en electricidad, gas y agua. La mayoría de los sectores no mineros cuya actividad tiene más relación con la demanda tuvieron un comportamiento en línea con lo esperado, en particular la construcción y los servicios. La principal excepción fue



la industria exportadora, donde se conjugaron altas bases de comparación, la debilidad de la demanda en sus mercados de destino —principalmente América Latina— y una mayor competencia en el exterior.

Por el lado de la demanda, los principales cambios del primer trimestre fueron la desaceleración de la inversión en maquinaria y equipos y de las exportaciones. Esto coincidió con el deterioro del escenario externo en los últimos trimestres y una acumulación de existencias que no se ha revertido según lo previsto. Por su parte, la inversión en construcción y otras obras y el consumo evolucionaron de acuerdo a lo esperado, no mostrando cambios en la tendencia de los trimestres previos. Esto con un mercado laboral donde distintos indicadores muestran una mayor creación de empleo.

En relación con la inflación, las cifras de marzo y abril muestran que la inflación total —IPC— y subyacente —IPCSAE— continúa en torno a 2% anual. Se sigue observando la presencia de los mismos fenómenos identificados en el IPoM de marzo: una mayor competencia en ciertos mercados, holguras de capacidad que son superiores a lo estimado previamente y un traspaso de la depreciación acumulada del peso menor que los promedios históricos.

La actualización de los parámetros estructurales mostró que la estimación del PIB tendencial —que se entiende como el crecimiento de mediano plazo— se ve favorecida por el impacto de la fuerte inmigración de los últimos años. Esta tiene características que la hacen un fenómeno relevante desde el punto de vista macroeconómico, en particular por la magnitud del aumento de la fuerza laboral y las características de la población inmigrante (Recuadro V.3). No obstante, la economía debe pasar por un proceso de ajuste mientras el brusco aumento de la oferta de trabajo es completamente absorbido, de forma que los nuevos trabajadores se ubiquen en puestos acordes con sus competencias. La experiencia internacional no es concluyente respecto de la extensión de esta transición, pues las características de los procesos migratorios han sido muy distintas. En todo caso, es de esperar que a medida que se acomoda el flujo inmigratorio, se observe un paulatino incremento de la acumulación de capital y de la productividad. El Consejo estima que el crecimiento tendencial de la economía chilena se ubica en un rango entre 3,25 y 3,75% para el período 2019-2028 (3,0 a 3,5% en septiembre del 2018). Este rango considera la incertidumbre respecto de varios de los factores que se han mencionado (Recuadro V.1). En particular, esta proyección contempla que la productividad total de factores del sector no minero crecerá 1% en los próximos diez años, sin embargo, existe incertidumbre a la luz del bajo dinamismo mostrado por esta variable en los últimos años.

La actualización del PIB tendencial es importante para la determinación del PIB potencial de la economía. Este último se entiende como el crecimiento del PIB coherente con una inflación estable, y, por su naturaleza, es el relevante para el cálculo de la brecha de actividad de corto plazo, asociada a las presiones inflacionarias. La diferencia entre ambos conceptos —tendencial y potencial— radica en que este último, en contraste con el de mediano plazo, puede ser afectado por fluctuaciones de corto plazo de la productividad y limitaciones transitorias a la disponibilidad de factores. El Consejo estima que para el período 2019-2021 el crecimiento potencial de la economía se ubicará en torno a 3,4% (alrededor de 3,2% en septiembre del 2018), algo por debajo de su crecimiento

de tendencia. En este juicio, se combina la caída inicial de la productividad ante el aumento de la fuerza de trabajo y los rezagos esperables en la adecuación del stock de capital como respuesta a este fenómeno. La actualización del crecimiento potencial, junto con el desempeño de la economía en el primer trimestre provocan que el nivel de la brecha de actividad sea más amplio que el considerado previamente: -0,7%. En el escenario base, se considera que la brecha se cerrará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, aunque a una velocidad menor a la anteriormente prevista (gráfico V.2).

Respecto de la TPM neutral, el conjunto de estimaciones arroja tasas de interés neutrales del orden de 1% en términos reales. Tomando en cuenta el rango de estimaciones y la incertidumbre que rodea este cálculo, el Consejo considera que la TPM neutral se ubica en un rango entre 3,75 y 4,25% en términos nominales, 25pb por debajo del rango previsto hasta marzo, reflejando en parte las menores tasas de interés neutrales a nivel mundial (Recuadro V.2).

El Consejo considera que, a la luz de la actualización de los parámetros estructurales, la recuperación de la economía no ha sido suficiente para cerrar la brecha de actividad e impulsar la inflación. Por ello, estimó que era necesario aumentar el impulso monetario para asegurar la convergencia oportuna de la inflación a la meta. Coherente con esto, en la Reunión de junio, se decidió recalibrar el impulso monetario, reduciendo la TPM en 50pb. Hacia adelante, el inicio de la normalización de la TPM dependerá de que la inflación se encuentre en un claro proceso de convergencia a la meta. Para esta evaluación será especialmente importante la forma en que el mercado laboral absorba el fuerte flujo inmigratorio, la respuesta de la inversión y los desarrollos del escenario externo.

La convergencia de la inflación a 3% está sujeta a un escenario base que tiene las siguientes características. Por un lado, considera que la brecha de actividad se cerrará a lo largo del horizonte de proyección, período en el cual la economía acumulará un crecimiento por sobre su nivel potencial. Para el 2019, se espera que el crecimiento del PIB se ubique entre 2,75 y 3,5%, por debajo de lo previsto en marzo, principalmente por el efecto de la sorpresa negativa del primer trimestre. De hecho, esta proyección es coherente con que la economía retomará mayores tasas de expansión anual en la segunda mitad del año. Para el 2020 y 2021 se proyectan tasas de crecimiento mayores, de entre 3 y 4% en ambos años. Esto considera que los efectos macroeconómicos del fenómeno inmigratorio irán siendo más patentes, aumentando el empleo asalariado, la inversión y el consumo. Se sustenta también en que la ejecución de los grandes proyectos de inversión procederá según lo previsto, con una importante concentración en los próximos dos años.

Por otro lado, en el escenario base, el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será menor al previsto en marzo y al de los dos años anteriores. La corrección respecto de marzo responde a los desarrollos negativos que ha tenido el escenario externo en las últimas semanas, en particular porque la intensificación del conflicto comercial ha llevado a una mayor aversión al riesgo, provocando, entre otros efectos, una apreciación global del dólar y una reducción de la mayoría de los precios de las materias primas, incluido el cobre. Esto último tiene especial relevancia por su efecto en los términos de intercambio

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2018	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	4,0	2,75-3,5	3,0-4,0	3,0-4,0
Ingreso nacional	3,8	3,2	3,9	3,6
Demanda interna	4,7	2,9	3,8	3,5
Demandas interna (sin variación de existencias)	3,9	3,4	3,9	3,5
Formación bruta de capital fijo	4,7	4,5	5,1	4,1
Consumo total	3,7	3,1	3,5	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,0	0,6	3,6	2,7
Importaciones de bienes y servicios	7,6	0,6	4,3	2,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-2,9	-2,8	-2,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	19,6	19,9	20,2	20,5
Inversión nacional bruta (% del PIB)	22,7	22,8	23,1	23,3
FBCF (% del PIB nominal)	21,3	21,8	22,1	22,3
FBCF (% del PIB real)	21,2	21,5	21,8	22,0
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	-9.157	-8.400	-8.700	-9.300
Balanza comercial	4.669	5.300	4.400	3.600
Exportaciones	75.452	74.400	78.500	81.300
Importaciones	-70.783	-69.100	-74.100	-77.700
Servicios	-3.996	-4.100	-3.900	-3.700
Renta	-12.241	-11.300	-11.000	-11.000
Transferencias corrientes	2.411	1.700	1.800	1.800

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL**

	Prom. 00 - 07 10 - 17	Prom. 10 - 17	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	8,2	2,0	-2,1	0,9	0,1	-0,3
PIB socios comerciales (*)	3,6	3,9	3,6	3,2	3,2	3,3
PIB mundial PPC (*)	4,5	3,9	3,6	3,2	3,2	3,3
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,1	3,0	2,5	2,5	2,7
PIB desarrolladas PPC (*)	2,4	1,8	2,2	1,6	1,5	1,6
PIB emergentes PPC (*)	6,5	5,3	4,8	4,5	4,5	4,7
Precios externos (en US\$)	4,6	0,8	2,4	-1,8	3,4	3,4
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	312	296	280	280	280
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	44	75	65	60	58	56
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	42	83	71	68	65	62
Precio paridad de la gasolina (US\$/m³) (*)	366	633	544	512	499	485
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,5	2,3	2,8	2,9	2,9

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

(TDI). Así, para el período 2019-2021 se supone que los TDI acumularán un aumento de 0,6%, que se compara con el alza de 1% prevista en marzo. En esta proyección se considera un precio del cobre cuyos promedios anuales estarán más cercanos a US\$2,80 la libra entre el 2019 y el 2021, y no en torno a US\$2,90 como se proyectaba en marzo.

Respecto del crecimiento mundial, el escenario base ajusta levemente a la baja la expansión prevista para los socios comerciales durante este año, situándola en 3,2% (3,3% en marzo). En esta corrección cobra importancia un desempeño bastante menor de América Latina. Se sigue estimando que China crecerá en torno a 6% y EE.UU. algo por sobre 2%. Si bien las proyecciones de crecimiento mundial no tienen mayores cambios respecto de marzo, sí se ha observado un marcado deterioro del crecimiento del comercio mundial, lo que es capturado en la evolución menos favorable que se prevé para las exportaciones chilenas.

Las proyecciones contenidas en el escenario base de este IPoM consideran un conjunto de supuestos de trabajo. Respecto del TCR, se contempla que durante los próximos dos años oscilará en torno a sus promedios de los últimos 15 y 20 años. En el ámbito fiscal, 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. Finalmente, se considera que durante los próximos trimestres la TPM se mantendrá en su nivel actual y comenzará un proceso gradual de normalización durante el próximo año^{1/}.

Considerado todo lo anterior, en el escenario base la inflación del IPC oscilará en torno a 3% durante el 2020, mientras el IPCSAE llegará a ese valor a comienzos del 2021. Para fines de este año se proyecta una inflación levemente bajo 3%.

Como siempre, el Consejo reitera que el escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían no solo el panorama macroeconómico, sino también el curso de la política monetaria.

En lo externo, el balance de riesgos continúa sesgado a la baja, aumentando la probabilidad de ocurrencia de eventos negativos. La escalada del conflicto comercial entre China y EE.UU. se ha convertido en el principal riesgo y ha comenzado a trascender a otros ámbitos de la relación entre estas economías. Además, las decisiones arancelarias de EE.UU. se han extendido a otros países y con motivaciones distintas de las estrictamente comerciales. Todo esto ha aumentado los temores de una desaceleración más abrupta en el comercio, un deterioro de la confianza de empresas y hogares a nivel global y una pérdida de dinamismo de la actividad mundial. Se suma un resurgimiento de la posibilidad de que el Reino Unido abandone la Unión Europea sin acuerdo. Escenarios en que estos riesgos se intensifiquen podrían llevar a un deterioro abrupto de las condiciones financieras globales, ante lo cual los principales bancos centrales

INFLACIÓN (1)

	2018	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	2,4	2,2	2,8	3,0
Inflación IPC diciembre	2,6	2,8	2,9	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (2)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,9	2,2	2,7	3,0
Inflación IPCSAE diciembre	2,3	2,6	2,9	3,0
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (2)				3,0

(1) Para el 2018, corresponde a la variación anual obtenida con la canasta 2013=100. A partir del 2019 se utiliza la canasta 2018=100, por lo que las cifras no son estrictamente comparables con las de los años previos.

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2021.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} En el Capítulo V se presentan ejercicios de sensibilidad que evalúan algunos posibles desvíos del escenario base y su efecto en las principales variables macroeconómicas.

probablemente aumentarían la expansividad de su política monetaria. Sin embargo, esta puede ser insuficiente para contener la pérdida de apetito por riesgo y los descensos de los precios de activos y materias primas. El elevado nivel que han alcanzado los precios de algunos activos más riesgosos —en algunos casos teniendo como contrapartida un aumento del endeudamiento— vuelve más complejo un escenario de este tipo. La materialización de alguno de estos escenarios podría impactar negativamente en las expectativas y decisiones de inversión locales.

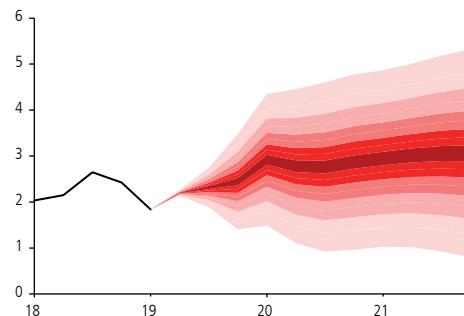
En lo interno, se estima que el balance de riesgos para la actividad está segado a la baja. En el escenario base se proyecta que más allá del resultado del primer trimestre, la inversión tendrá una recuperación relevante en los próximos dos años, lo que abarca tanto a los grandes proyectos mineros como a la inversión de otros sectores. Sin embargo, existen riesgos derivados, por ejemplo, de la mayor incertidumbre del escenario externo y los diversos costos asociados a la tramitación de los proyectos de inversión. También existen riesgos asociados a la evolución del sector minero. Aunque su débil desempeño de los últimos trimestres ha respondido en parte a factores puntuales, hay elementos más permanentes, como la menor ley del mineral, que podrían prolongar esta debilidad.

Respecto de la inflación, el Consejo estima que los riesgos están equilibrados. La actualización de parámetros estructurales tiene un grado significativo de incertidumbre, en particular por el efecto macroeconómico de la inmigración. Por un lado, es posible que la absorción de inmigrantes en la fuerza de trabajo tenga asociada una caída de la productividad que sea más persistente, provocando un menor crecimiento potencial en el horizonte de proyección, una menor brecha de actividad y, por tanto, mayores presiones inflacionarias. Por otro lado, puede darse un escenario donde el aumento de la oferta laboral ocurra con mayor intensidad, lo que generaría un mayor crecimiento del PIB potencial, una brecha de actividad más amplia, y menores presiones en salarios y precios. También debe considerarse que el balance negativo de los riesgos externos tiene efectos cambiarios que podrían elevar, más allá de lo estimado, la inflación en el corto plazo. No obstante, en el mediano plazo, predominaría el impacto negativo en el dinamismo de la actividad, que ampliaría la brecha y retrasaría la convergencia de la inflación.

En suma, la evaluación del escenario macroeconómico y sus perspectivas, que incluyen la actualización de los parámetros estructurales y la evolución reciente de la economía indican que se requiere de un mayor impulso monetario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Por esta razón, el Consejo decidió reducir la TPM en 50pb. Con esto, 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 IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

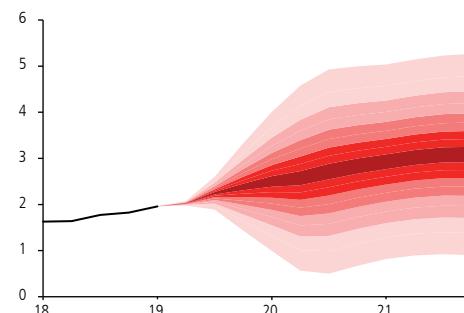


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPOM de marzo 2019. Para efectos de las proyecciones, se asume como supuesto de trabajo que durante los próximos trimestres la TPM se mantendrá en su nivel actual y comenzará un proceso gradual de normalización durante el próximo año.

Fuente: Banco Central de Chile.

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. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPCSAE que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPOM de marzo 2019. Para efectos de las proyecciones, se asume como supuesto de trabajo que durante los próximos trimestres la TPM se mantendrá en su nivel actual y comenzará un proceso gradual de normalización durante el próximo año.

Fuente: Banco Central de Chile.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

REUNION DE MARZO

El IPoM de marzo daba cuenta de que la principal diferencia respecto del escenario base de diciembre se había dado en la inflación local. Medida por el IPC de referencia —calculado por el INE en base a la canasta y metodología nuevas—, la inflación anual se había ubicado significativamente por debajo de lo previsto. En un contexto en que la actividad y la demanda habían estado en línea con lo anticipado, el menor registro de inflación era coherente con un traspaso de la depreciación del peso menor que el esperado, factores de oferta en algunos sectores y mayores holguras de capacidad provenientes del aumento de la fuerza laboral asociado con el alto flujo inmigratorio. En este escenario, la convergencia de la inflación a la meta se daría más tarde que lo proyectado en diciembre.

Por su parte, la actividad interna había recuperado su ritmo de crecimiento tras la pausa del tercer trimestre del año pasado. Así, en el 2018 el PIB total había crecido 4% y el PIB no minero 3,9%. Por el lado de la demanda, seguía destacando el mayor dinamismo de la inversión, especialmente de maquinaria y equipos. El consumo habitual —bienes no durables y servicios— continuaba expandiéndose a tasas acordes con el crecimiento del PIB, mientras que el consumo durable se había desacelerado significativamente, en especial por la normalización del volumen de ventas del sector automotriz. Los datos parciales de actividad del primer trimestre del 2019 mostraban variaciones anuales de la actividad inferiores a las de fines del 2018. Ello, por una base de comparación más elevada y, especialmente, por un débil desempeño del sector minero.

Respecto de los determinantes del gasto, el costo del crédito seguía favorable y sus condiciones de otorgamiento y de demanda habían mejorado. En materia de expectativas, las de los consumidores (IPEC) mostraban un retroceso comparadas con fines del 2018, mientras que las de empresas (IMCE) señalaban una mejora, principalmente en el sector construcción. En el mercado laboral, la tasa de desempleo nacional se había mantenido en torno a 7%. En la inversión, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) había corregido al alza sus perspectivas para este año y los próximos dos, siendo la inversión en minería la que continuaba generando el mayor aporte. Las existencias habían tenido un aumento importante en el 2018, asociado al sector exportador y a la importación de maquinaria y equipos.

En lo externo, se había producido una desaceleración más marcada en las principales economías desarrolladas, lo que, junto con menores

presiones inflacionarias y volatilidad financiera, había llevado a varios países a aplicar un incremento de los estímulos monetarios y/o fiscales. La Reserva Federal se había mostrado abierta a mantener su expansividad por más tiempo, dando paso a un descenso significativo de las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. En todo caso, los mercados financieros globales seguían susceptibles a noticias potencialmente negativas, como lo reflejaban las tensiones ocurridas a fines del 2018 y al cierre estadístico de este IPoM. El escenario base consideraba que el impulso externo que recibiría la economía en los próximos dos años continuaría siendo positivo, pero inferior al de los dos años previos. Ello combinaba, respecto de diciembre, una corrección a la baja del crecimiento mundial y condiciones financieras algo más favorables.

En este contexto, el escenario base preveía que este año la economía chilena crecería entre 3 y 4%, algo por debajo de lo proyectado en diciembre (3,25 y 4,25%), principalmente por un menor desempeño del sector minero. Para el 2020, se proyectaba que el PIB crecería entre 3 y 4%, levemente por sobre lo previsto, y entre 2,75 y 3,75% el 2021. En el gasto, la inversión seguiría siendo su componente más dinámico, con un crecimiento anual algo superior a 6% el 2019 y en torno a 4% el 2020 y 2021. El consumo continuaría creciendo a tasas acordes con el PIB.

Todos los Consejeros coincidían en que los antecedentes y análisis del IPoM confirmaban que era prudente posponer el retiro del impulso monetario. En particular, porque la inflación medida por el nuevo IPC había estado claramente por debajo de lo esperado —lo que, entre otras cosas, se debía a holguras que parecían mayores—, y su convergencia a 3% se daría casi un año más tarde que lo previsto en diciembre. Además, existía incertidumbre respecto de los parámetros estructurales, entre ellos el crecimiento potencial y la tasa de interés neutral, algo que sería despejado en el IPoM de junio.

Para el mediano plazo, todo indicaba que sería necesario normalizar la TPM hasta llevarla a su nivel neutral. Sin embargo, en el corto plazo, el principal foco de atención estaba puesto en entender el actual nivel de la inflación y qué implicaba para su trayectoria futura. Así, mantener la tasa era la opción natural y congruente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Además, se adaptaba mejor a los escenarios de riesgo y demostraba coherencia entre las acciones del Banco y su comunicación. Así, el Consejo acordó unánimemente mantener la TPM en 3%.



REUNION DE MAYO

Para la reunión de mayo, los datos de actividad del primer trimestre parecían haber reducido en algo los riesgos de una desaceleración más brusca del crecimiento en el mundo desarrollado. Sin embargo, los riesgos negativos del escenario externo seguían siendo relevantes. Por un lado, las tensiones comerciales entre EE.UU. y China habían aumentado en los días previos a la Reunión, generando una mayor aversión al riesgo global, un incremento de la volatilidad, y una caída del precio de la mayoría de las materias primas, incluido el cobre. Por otro, se agregaba la preocupación por el alto precio de los activos y las implicancias de sus posibles correcciones. De hecho, si algo, se había sumado evidencia que apuntaba a que los riesgos asociados al endeudamiento corporativo en importantes economías habían aumentado. Más allá de lo anterior, el escenario externo no mostraba grandes cambios, con un crecimiento que se desaceleraba gradualmente en las principales economías, una inflación contenida y políticas monetarias que persistían expansivas.

En lo interno, si bien la actividad y la demanda total habían mostrado un crecimiento menor que el esperado, ello se explicaba mayormente por factores de oferta, como en la actividad minera, la agricultura y la pesca, entre otros. Exceptuando una parte de la industria, el resto de los sectores —más ligados a la evolución de las condiciones macroeconómicas— no había mostrado mayores diferencias con lo anticipado. Así, si bien era posible que los resultados del primer trimestre redujeran las proyecciones de crecimiento para el año, la economía seguiría retomando un mayor dinamismo que permitiría el cierre de la brecha de actividad.

De todos modos, si bien los sectores más asociados a la demanda habían crecido acorde con lo proyectado, persistía la incertidumbre respecto del nivel actual de las holguras de capacidad, en especial qué efecto estaba teniendo sobre ellas el fenómeno inmigratorio. Así, era probable que las holguras fueran mayores, con lo que, de una u otra forma, el impulso monetario habría sido menor que el estimado. Adicionalmente, se planteaba que era necesario revisar la real fortaleza de la demanda interna, en un contexto de expectativas económicas e indicadores de confianza que se deterioraban, una inversión en maquinaria y equipos que se había debilitado en el primer trimestre, y datos de consumo que mostraban crecimientos acotados, pero coherentes con las proyecciones.

La inflación también había sido afectada por sus componentes más volátiles —alimentos y energía—, mientras que la inflación subyacente (IPCSAE) había seguido en torno a 2% anual. Las presiones inflacionarias permanecían acotadas, pese a la depreciación del peso acumulada desde fines del 2017. Los salarios mostraban alguna aceleración en la punta, aunque esta parecía explicarse, principalmente, por el reajuste del salario mínimo, que

se había adoptado fuera de las fechas habituales. De todos modos, existían riesgos en torno a la evolución de la inflación, como los efectos que podría tener el cambio de la canasta de medición del IPC sobre la dinámica de la inflación, los que eran inciertos en magnitud y en signo. También se mencionó que, en un contexto donde la inflación del IPCSAE había sido baja por largo tiempo y se preveía que permanecería así por otro trimestre, posibles desviaciones hacia abajo eran más relevantes que en el sentido contrario.

Todos los Consejeros concordaban en que los datos conocidos desde la publicación del IPoM no alteraban, en lo grueso, el escenario base allí delineado. Por esta razón, la opción de mantener la TPM en 3% surgía como natural y claramente coherente con el análisis actual y las proyecciones. Sin embargo, como era habitual, en la evaluación de las opciones se debían considerar tanto las distintas trayectorias para la TPM coherentes con la convergencia de la inflación en el escenario base como los posibles escenarios de riesgos y sus costos.

Respecto de la opción de aumentar la TPM, varios Consejeros señalaron que, si ya con los antecedentes disponibles hasta la Reunión previa no había sido considerada, la información acumulada desde entonces solo le restaba validez a esta alternativa. En particular, pues las cifras seguían dentro del escenario base del IPoM de marzo, ello se daba en un contexto en que surgían riesgos a la baja y, según su intensidad, apuntarían más bien en la dirección de recortar la TPM. Sobre la opción de reducir la TPM, varios Consejeros indicaron que podría justificarse como un movimiento de tipo preventivo ante los riesgos presentes, o como una acción correctiva si se consideraba que la política monetaria había sido menos expansiva que lo buscado. En particular, se recalca que tal posibilidad se había abierto a partir de antecedentes que sugerían holguras de capacidad mayores que las estimadas, lo que podría explicar la menor inflación medida por el nuevo IPC. Para que esto justificara una TPM menor, en todo caso, se requería una diferencia significativa de las holguras, que se observara un menor dinamismo de la economía, un empeoramiento de las condiciones externas y/o una menor TPM neutral. Todos los Consejeros coincidían en que la actualización de los parámetros estructurales que se haría en junio aportaría nuevos antecedentes para evaluar la importancia de algunas de las hipótesis señaladas.

Todos los Consejeros concordaban en que la opción de mantener la TPM en 3% se imponía claramente sobre las posibles alternativas. Ello se justificaba porque las expectativas de inflación seguían bien ancladas, porque la TPM se encontraba en un nivel expansivo —más allá de la incertidumbre acerca de su grado de expansividad— y porque se estaba *ad portas* de recibir análisis relevantes, como los parámetros estructurales. Mantener la TPM en su nivel actual permitiría acumular mayor información que aclarara, aunque fuera parcialmente, las dudas presentes. Así, el Consejo acordó unánimemente mantener la TPM en 3%.

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.

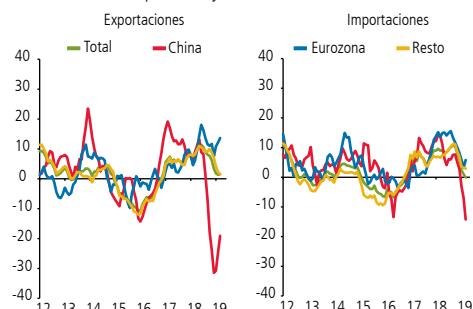
En el escenario base, el impulso externo que recibirá la economía chilena durante los próximos dos años será menor al del bienio anterior y al considerado en marzo. Ello responde especialmente a la intensificación del conflicto entre EE.UU. y sus principales socios comerciales, que incluso se ha extendido a otros ámbitos. Esto aumentó la aversión al riesgo, apreció el dólar a nivel global, redujo las tasas de interés de largo plazo de las principales economías a niveles no vistos en varios períodos, y condujo a una reducción del precio de la mayoría de las materias primas, incluido el cobre. Lo último redundó en menores términos de intercambio, por una reducción del precio promedio del cobre en el horizonte de proyección. Las perspectivas de crecimiento mundial tienen ajustes menores para este año y se mantienen para los próximos dos. Con todo, el marcado deterioro del comercio mundial pone una nota de cautela respecto del impacto que el conflicto comercial está y podría seguir teniendo sobre la economía global. Al mismo tiempo, las condiciones financieras persisten muy susceptibles a escenarios potencialmente desfavorables, en particular porque el balance de riesgos que rodea el escenario base continúa sesgado a la baja y aumentó la probabilidad de ocurrencia de eventos negativos.

El escenario de riesgos ha empeorado desde marzo. El principal se da en torno a la agudización del conflicto comercial entre EE.UU. y China, que se ha ido extendiendo hacia otras esferas distintas a las del comercio, y a otros países. EE.UU. incrementó la tasa arancelaria sobre los montos ya afectados, amenazó con aplicar gravámenes a la totalidad de las importaciones desde China, a lo que se sumó la incertidumbre respecto de las consecuentes represalias que este último podría adoptar. Además, el conflicto se ha extendido, entre otros factores, por el surgimiento de las restricciones a una importante empresa de tecnología china por parte del gobierno estadounidense, decretarse la imposición de tarifas sobre la totalidad de las importaciones mexicanas de bienes a EE.UU., y la postergación de la fecha para decidir la aplicación de aranceles a las internaciones desde la Unión Europea.

Respecto de los efectos reales del conflicto, los datos disponibles a marzo —antes de su recrudecimiento más marcado— dan cuenta de que el comercio bilateral entre EE.UU. y China siguió contrayéndose en términos anuales, con una evidencia incipiente de que las transacciones del primero han subido

GRÁFICO I.1

EE.UU.: Exportaciones e importaciones nominales de bienes (*)
(variación anual, porcentaje)

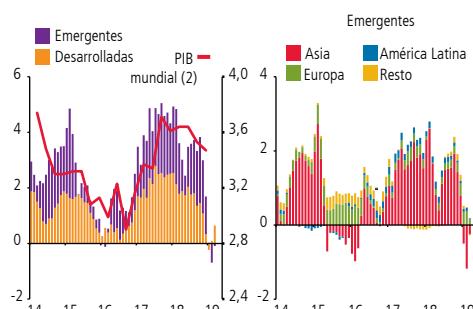


(*) Media móvil de tres meses.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.2

Exportaciones reales y PIB mundial (1)
(incidencias, puntos porcentuales; variación anual, porcentaje)

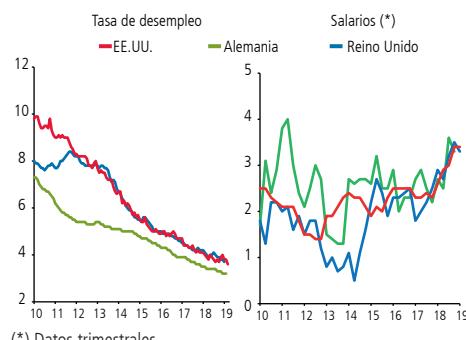


(1) Media móvil de tres meses. (2) Datos trimestrales del FMI.

Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y FMI.

**GRÁFICO I.3**

Tasa de desempleo y crecimiento de salarios nominales en economías seleccionadas (porcentaje; variación anual, porcentaje)



(*) Datos trimestrales.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4

Evolución de monedas respecto del dólar estadounidense (1)

(índice, prom.2019=100)

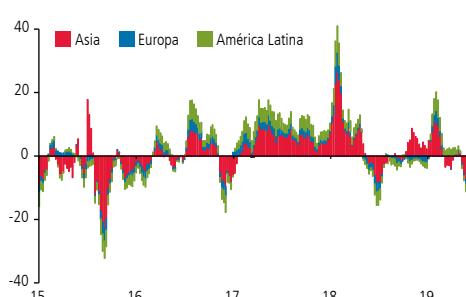


(1) Construido en base a los ponderadores de PPC del WEO abril 2019. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo. (2) Considera a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Considera a China, India, Indonesia, Rep. Corea, Rusia y Polonia. (4) Considera a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

Fuentes: Bloomberg y FMI.

GRÁFICO I.5

Flujo de capitales hacia economías emergentes (miles de millones de dólares, mes móvil)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

desde otros destinos^{1/} (gráfico I.1). Lo primero coincide con una importante desaceleración del comercio global durante los últimos trimestres, que incluso se ha contraído anualmente durante algunos meses, especialmente en las economías emergentes. En estas últimas, las mayores consecuencias se han sentido en Asia, coherente con la importante participación de estos países en la cadena de valor de la producción de las exportaciones chinas (gráfico I.2). En línea con esto, si bien la producción industrial mundial dejó de desacelerarse tan marcadamente como lo venía haciendo, sus perspectivas (PMI) siguieron resintiéndose. En Chile, destaca la desaceleración de las exportaciones industriales durante el primer trimestre (capítulo III).

En este contexto, otro riesgo relevante se ha centrado en una desaceleración abrupta del crecimiento en las principales economías y de la actividad global, lo que se ve exacerbado por los efectos del conflicto comercial. Si bien los datos de actividad del primer trimestre, algo mejores que lo esperado por el mercado, lo habían moderado, las cifras parciales del segundo trimestre —en particular las ligadas a la inversión y al comercio— dan cuenta de que este riesgo sigue presente. En los primeros tres meses del año, el PIB de EE.UU. se expandió 3,1% trimestral anualizado (2,2% el anterior); no obstante, la inversión no residencial y el consumo se desaceleraron respecto del trimestre previo. Los datos coyunturales muestran que las perspectivas de inversión se han resentido, al tiempo que las expectativas industriales volvieron a retroceder. La Eurozona, más allá de que el PIB estuvo por sobre lo esperado por el mercado, mantuvo un débil crecimiento: 1,2% anual, el que continuó afectado por la producción industrial y las exportaciones netas. En lo más reciente, el sentimiento económico se siguió deteriorando y la producción industrial contrayéndose anualmente. En China, el PIB del primer trimestre creció 6,4% anual, superando las expectativas, pero la producción industrial de abril se desaceleró y las cifras de PMI de mayo están cerca o por debajo del pivote de expansión. En contraposición a todo lo anterior, las perspectivas para el consumo en las principales economías siguen sustentando una desaceleración gradual de la actividad, en especial porque sus fundamentos, como el mercado laboral, continúan dinámicos o en vías de recuperación. Así, sus tasas de desempleo son muy bajas o con una clara tendencia descendente, y el crecimiento de los salarios ha ido ganando tracción (gráfico I.3). En la misma dirección apuntan las expectativas del sector servicios (PMI) que, más allá de una moderación durante los últimos meses, persisten en niveles por sobre el pivote de expansión.

Otros focos de tensión han vuelto a tomar protagonismo, como la posibilidad de que el Reino Unido abandone la Unión Europea sin acuerdo. Ello se da en medio de cambios políticos en el primero y de los resultados de las elecciones parlamentarias en la segunda. También destaca la persistencia de tensiones geopolíticas en diversas zonas, entre ellas el golfo Pérsico.

Así, el riesgo de un deterioro abrupto de las condiciones financieras para las economías emergentes sigue presente, en especial por la susceptibilidad con que los mercados han reaccionado a escenarios potencialmente negativos. Como se indicó, en las últimas semanas se ha observado una mayor aversión al riesgo,

^{1/} Un análisis más detallado de los efectos esperados de este conflicto sobre el comercio, la actividad y otras variables se puede revisar en el Recuadro I.1, IPoM de septiembre de 2018.

llevando a una apreciación global del dólar, una caída de las tasas de interés de largo plazo, pérdidas bursátiles y salidas de capitales desde las economías emergentes (gráficos I.4 y I.5). Con todo, las condiciones de financiamiento para estas últimas continúan favorables en perspectiva histórica, en lo que se combinan tasas de interés de largo plazo en los principales países, especialmente en EE.UU., que se ubican en mínimos de varios períodos y aumentos leves de los premios por riesgo. La diferencia se aprecia en países que se perciben con fundamentos macroeconómicos débiles o asuntos idiosincráticos sin resolver, donde la percepción de riesgo subió con más fuerza.

Más allá de los riesgos, en el escenario base el impulso externo que recibirá la economía chilena durante los próximos dos años será positivo pero inferior al de los años previos y al considerado en el IPoM de marzo. El crecimiento mundial, medido a paridad de poder de compra, alcanzará registros promedio de 3,2% entre el 2019 y el 2021, valor algo inferior respecto del considerado en marzo. Por bloques, se mantiene la estimación para los países desarrollados en 1,6% promedio en el horizonte de proyección. Entre estos, destaca el dinamismo que tendrá EE.UU., que crecerá 2,2% este año, nuevamente por sobre su potencial (tabla I.1).

En los emergentes, se reduce levemente la estimación de crecimiento para este año, sin cambios para los dos siguientes. En China, se mantiene la previsión de que seguirá creciendo en torno a 6%, en razón de los estímulos de demanda que ha injectado a su economía. El resto de Asia emergente se corrige una décima a la baja en el período 2019-2020, principalmente por un peor panorama para el comercio global y la importancia relativa de dicho componente en el PIB de esas economías. En América Latina, se continuaron revisando a la baja las expectativas de crecimiento para Brasil, México y Argentina (gráfico I.6). En el primero, la actividad del primer trimestre creció 0,5% anual (1,1% el anterior), con una contracción trimestre a trimestre tras casi dos años en terreno positivo. Se suma que la tardanza en la discusión de las reformas estructurales ha ido deteriorando las confianzas de los agentes. En México, el PIB del primer trimestre se moderó hasta 1,2% anual (1,7% el anterior). En esto ha seguido impactando el descenso anual de la producción industrial. Todo esto no incorpora los posibles efectos de los aranceles que EE.UU. anunció que aplicará sobre la totalidad de las importaciones de este país. En Argentina, las dudas respecto de la conducción política futura han incrementado la incertidumbre, traducida en un mayor estrés financiero para una economía que sigue atravesando por una recesión, con un importante ajuste monetario y fiscal en curso. El resto de los países mantienen sus perspectivas de actividad.

Respecto de la política monetaria, luego del considerable giro que dieron los principales bancos centrales en la primera parte del año, se han visto nuevos cambios hacia una mayor expansividad. Las autoridades de la Fed se han mostrado abiertos a reducir su instancia monetaria durante las últimas semanas. Otros bancos recortaron su tasa de referencia como es el caso de Australia y Nueva Zelanda, mientras China anunció que continuaría con una reducción de su tasa de requerimientos de reservas^{2/}. Así, las expectativas

^{2/} Con todo, posterior al cierre estadístico, el Banco Central Europeo anunció que pospondrá la normalización monetaria hacia mediados del 2020.

TABLA I.1

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 00-07	Prom. 10-16	2017 (e)	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
Mundo a PPC	4,5	3,9	3,7	3,6	3,2	3,2	3,3
Mundial a TC de mercado	3,2	3,1	3,2	3,0	2,5	2,5	2,7
Socios comerciales	3,6	4,0	3,7	3,6	3,2	3,2	3,3
Estados Unidos	2,7	2,2	2,2	2,9	2,2	1,7	1,7
Eurozona	2,2	1,2	2,4	1,8	1,1	1,5	1,6
Japón	1,5	1,4	1,9	0,8	0,7	0,5	1,0
China	10,5	8,1	6,9	6,6	6,1	6,0	5,9
India	7,1	7,5	6,7	7,1	7,3	7,4	7,4
Resto de Asia	5,2	4,7	4,4	4,1	3,8	3,8	4,0
América Latina (excl. Chile)	3,4	2,3	1,1	0,5	0,8	2,0	2,5
Exp. de prod. básicos	3,1	2,4	2,7	2,2	2,0	2,0	2,2

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

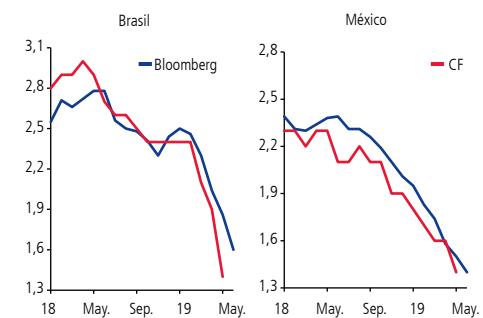
(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuentes: 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.6

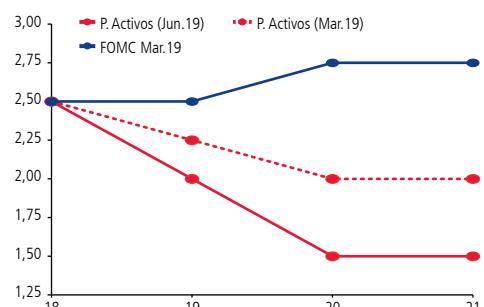
Perspectivas de crecimiento de Brasil y México para 2019
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.

GRÁFICO I.7

Expectativas para la tasa de fondos federales (*)
(a diciembre de cada año, porcentaje)

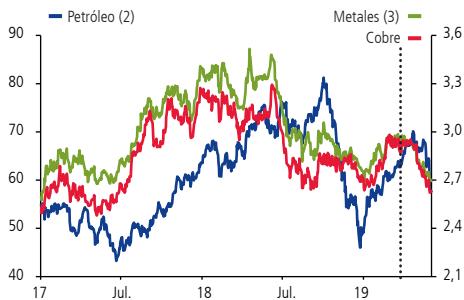


(*) La Reserva Federal fija su política estableciendo un rango para la FFR. Aquí se grafican las expectativas para el límite superior de dicho rango.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

**GRÁFICO I.8**

Precio de materias primas (1)
(dólares el barril; dólares la libra; índice, prom. 17-19=3)



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

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

(3) Corresponde al índice de precios de metales elaborado por Standard & Poor's y Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

del mercado, en gran parte de los países, se han movido hacia una instancia monetaria menos restrictiva o algo más expansiva que lo considerado con anterioridad. En EE.UU., con vaivenes, ha ido aumentando la probabilidad de dos recortes de la tasa para este y el próximo año, lo que ha sido especialmente sensible a los datos de actividad, al cambio en la probabilidad de ocurrencia de los escenarios de riesgo y a las mencionadas declaraciones de personeros de la Fed (gráfico I.7). Todo esto en un contexto en que los registros efectivos de inflación a nivel global se elevaron debido al alza que tuvieron los combustibles en el primer cuatrimestre del año. En tanto, las expectativas de inflación se han reducido de manera acotada, al tiempo que la inflación subyacente permanece contenida en la mayoría de los países, especialmente los desarrollados.

La proyección para los términos de intercambio se reduce respecto de marzo, en un contexto en que los precios de la mayoría de las materias primas descendieron con distinta intensidad, principalmente tras la agudización del conflicto comercial (gráfico I.8). Esto fue más notorio para los metales, incluido el cobre, donde además se sumaron datos coyunturales de actividad de China que resultaron más débiles que lo previsto por el mercado. Así, el metal rojo mostró una caída del orden de 9% comparando el promedio de los diez días hábiles al cierre estadístico actual con el anterior. En el mismo lapso, el precio promedio del Brent y el WTI alcanzó un *peak* de US\$70 el barril hacia fines de abril desde cuándo comenzó a mostrar una tendencia mayoritariamente decreciente hasta ubicarse en niveles similares a los del IPoM de marzo. En lo primero siguió influyendo el sobrecumplimiento del recorte de la producción de la OPEP y la restitución de las restricciones para la exportación de crudo desde Irán, mientras en lo último predominó el incremento de las tensiones comerciales. En el escenario base se proyecta un precio promedio del cobre más cercano a US\$2,8 dólares la libra en el período 2019-2021 (US\$2,9 para los tres años en marzo). En el caso del petróleo, el precio promedio del Brent y el WTI se mantiene en US\$61 para el período 2019-2021, con un leve ajuste al alza para el 2019 y a la baja para 2021 respecto de marzo.

En lo externo, el balance de riesgos continúa sesgado a la baja, aumentando la probabilidad de ocurrencia de eventos negativos. La escalada del conflicto comercial entre EE.UU. y sus principales socios comerciales se ha convertido en el principal riesgo, a lo que se suman otros comentados con antelación. Escenarios en que estos riesgos se intensifiquen podrían llevar a un deterioro abrupto de las condiciones financieras, ante lo cual los principales bancos centrales probablemente aumentarían la expansividad de su política monetaria. Sin embargo, esta puede ser insuficiente para contener la pérdida de apetito por riesgo y los descensos de los precios de activos y las materias primas. El elevado nivel que han alcanzado los precios de algunos activos más riesgosos —en algunos casos teniendo como contrapartida un aumento del endeudamiento— vuelve más complejo un escenario de este tipo. La materialización de alguno de estos escenarios podría impactar negativamente en las expectativas y decisiones de inversión locales.

II. CONDICIONES FINANCIERAS

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

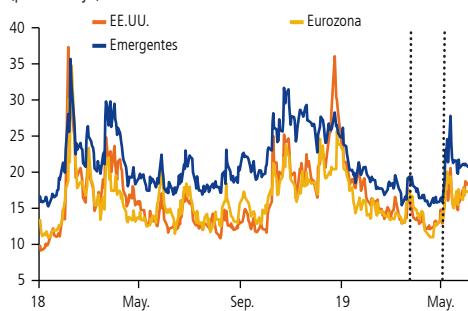
En los últimos meses se han vuelto a observar episodios de volatilidad y mayor aversión al riesgo, ligados a la evolución de distintos factores que han estado presentes por varios trimestres. El principal elemento que ha afectado a los mercados ha sido la intensificación del conflicto entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales. Por otro lado, ha resurgido la posibilidad de un Brexit sin acuerdo. La intensificación de estos riesgos, entre otros, mantiene presente la posibilidad de un deterioro abrupto de las condiciones financieras para las economías emergentes. Con todo, estas últimas continúan favorables, con excepción de aquellas economías con problemas idiosincráticos sin resolver o con fundamentos macroeconómicos más débiles. En cuanto al mercado financiero interno, los desarrollos externos se han reflejado principalmente en los movimientos del tipo de cambio, la bolsa y las tasas largas del mercado de renta fija. Los indicadores de riesgo local mostraron cambios acotados e inferiores a las medidas de riesgo externo, mientras las condiciones crediticias continúan favorables, con tasas de interés que han disminuido —en especial las hipotecarias.

Como se indicó, el riesgo de una reversión abrupta de las condiciones financieras para las economías emergentes sigue presente, en especial por la susceptibilidad con que los mercados han reaccionado a escenarios potencialmente negativos. Desde el IPoM anterior, la agudización del conflicto comercial entre Estados Unidos y China, y su extensión a otros frentes y hacia otros países, han aumentado la aversión al riesgo y la volatilidad en los mercados financieros (gráfico II.1). En este contexto, los rendimientos bursátiles internacionales han descendido de manera transversal (gráfico II.2). Gran parte de las monedas se han depreciado respecto del dólar estadounidense, al mismo tiempo que los flujos de capitales han salido desde las economías emergentes y el precio de la mayoría de las materias primas ha caído, incluido el cobre (tabla II.1, gráfico I.5 y I.8).

Más allá de lo anterior, las condiciones de financiamiento global para la mayoría de los países emergentes siguen favorables. Ello, pues las tasas de largo plazo en las principales economías han descendido, ubicándose en torno a sus mínimos de los últimos años (gráfico II.3). Por su parte, si bien los premios por riesgo soberano y corporativo —EMBI Global y CEMBI— han aumentado en las últimas semanas, esto ha sido en magnitud acotada. La excepción está dada por algunas economías con fundamentos macroeconómicos más débiles, que presentan comportamientos particulares, como Argentina y Turquía, cuyos indicadores de premios por riesgo han escalado fuertemente en las últimas semanas. Así, continúa presente el riesgo de algún grado de contagio hacia el resto de los mercados emergentes.

GRÁFICO II.1

Volatilidad implícita de bolsas (1) (2)
(porcentaje)



(1) Para Eurozona, países emergentes y EE.UU., la volatilidad está dada por V2X Index, VXEM Index y VIX Index, respectivamente.
(2) Línea vertical segmentada izquierda representa el cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. Línea derecha representa el anuncio de EE.UU. sobre aumento de las tarifas a las importaciones desde China.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.2

Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 2018-2019 = 100)



(1) Índices accionarios por región representados por MSCI Index en moneda local. Para Chile y China se utilizan el IPSA y el Shanghai Composite Index, respectivamente.
(2) Línea vertical segmentada izquierda representa el cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. Línea derecha representa el anuncio de EE.UU. sobre el aumento de las tarifas a las importaciones desde China.

Fuente: Bloomberg.

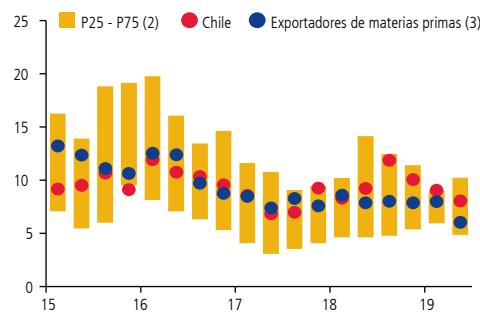


GRÁFICO II.3
Tasas de interés de bonos de gobierno a 10 años
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.4
Volatilidad cambiaria anualizada en economías emergentes (1)
(porcentaje)



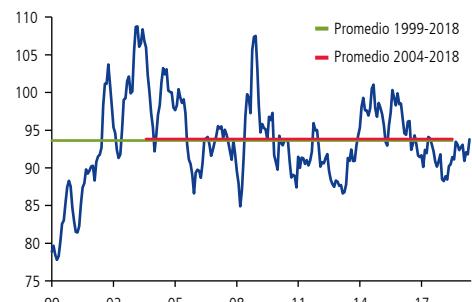
(1) Para el segundo trimestre del 2019 se consideran datos hasta el 3 de junio.

(2) Percentiles calculados sobre muestra de economías emergentes. En esta se incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía.

(3) Calculada como el promedio simple de la volatilidad cambiaria de Australia, Canadá, Noruega y N. Zelanda.

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

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



(*) Dato de mayo del 2019 es estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a los mercados locales, los desarrollos externos se han visto reflejados principalmente en la evolución del tipo de cambio, la bolsa y las tasas largas del mercado de renta fija. El primero de ellos ha estado fuertemente influido por la valoración del dólar estadounidense a nivel internacional, a lo que se suma la caída del precio del cobre y expectativas del mercado de una política monetaria más expansiva tras la publicación de la minuta de la Reunión de mayo. Si bien el comportamiento del peso ha sido similar al de las monedas de la mayoría de las economías emergentes y otras exportadoras de materias primas, ha mostrado mayor volatilidad que estas últimas (gráfico II.4). Entre este IPoM y el de marzo, la paridad del peso contra el dólar registró vaivenes entre \$660 y \$710. Los datos al cierre estadístico actual se encuentran cercanos a \$700 por dólar, que comparados con el cierre del último IPoM significa una depreciación de 4,7% (tabla II.1).

Por su parte, el TCM y el TCM-X han registrado una depreciación menor que la de la paridad peso/dólar: 2,4% y 1,8%, respectivamente. La estimación del tipo de cambio real (TCR, índice 1986=100) de mayo muestra una recuperación luego de la caída de abril, hasta ubicarse en 94, próximo al promedio de los últimos quince y veinte años (gráfico II.5). Como supuesto de trabajo, en el escenario base se contempla que el TCR oscilará en torno a estos promedios durante los próximos dos años.

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

	Variación TCN IPoM junio 2019			
	IPoM Mar.19	IPoM Dic.18	IPoM Sep.18	IPoM Jun.18
América Latina (excl. Chile) (2)				
Brasil	3,3	0,6	1,6	3,1
Chile	4,5	4,8	-0,6	6,1
Colombia	4,7	4,0	5,6	11,4
México	7,8	4,7	12,4	17,3
Perú	0,6	-5,6	1,3	-4,3
Exportadores de commodities (2)	1,7	3,4	3,5	7,9
Australia	2,7	5,0	5,7	9,8
Canadá	0,9	1,8	3,3	4,0
Nueva Zelanda	5,2	4,4	1,9	7,2
Sudáfrica	0,9	4,2	0,8	14,2
Economías desarrolladas (2)	1,2	0,5	2,0	3,7
Eurozona	1,5	1,8	3,3	4,7
Japón	-1,3	-3,3	-1,2	0,0
Reino Unido	4,5	1,2	1,3	5,4
Otras economías emergentes				
China	2,9	-0,5	0,7	7,8
Rep. Corea	5,0	5,4	6,1	10,7
India	1,0	-2,2	-0,5	3,5
Indonesia	1,3	-1,2	-1,4	3,5
Polonia	1,5	1,6	3,3	4,7

(1) Los valores reflejan el cambio porcentual entre el cierre estadístico del IPoM correspondiente y el cierre del presente IPoM. El TCN de cada cierre es calculado como el promedio de los últimos diez días hábiles. Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.

(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores WEO de abril del 2019.

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

En cuanto al mercado bursátil nacional, el IPSA registró un deterioro cercano al 7% desde el último cierre estadístico. Su descenso comenzó semanas antes de la intensificación del conflicto comercial, debido a que se relaciona también con

la exposición de algunas empresas chilenas a la situación en Brasil y Argentina, y a factores idiosincráticos puntuales en el rubro del *retail* y la minería del litio. Así, su disminución desde el último IPoM es más marcada que la del promedio de las economías emergentes —MSCI emergentes— que se aproximó a 5%.

Los premios por riesgo soberano y corporativo, medidos por el EMBI y el CEMBI, siguen bajos en perspectiva histórica y, a pesar del alza de las últimas semanas, no presentan cambios relevantes con respecto al cierre estadístico del último informe: +5 y -5 puntos base (pb), respectivamente. En cuanto al costo de financiamiento de corto plazo interno, la tasa de depósitos a 30 días ha evolucionado acorde con la tasa de política monetaria (TPM), con un *spread* que se mantiene bajo. En tanto, las tasas de interés de los instrumentos de mediano y largo plazo —representadas por las tasas de los documentos del BCCh— han seguido descendiendo, influidas por la evolución de sus similares externos, menores perspectivas de actividad y cambios en las expectativas del mercado respecto de la TPM. Además, en el caso de las tasas reales se suma el efecto de novedades tanto en la inflación esperada como en la efectiva. El mayor cambio se anotó en los BCU a dos años, cuyas tasas descendieron cerca de 50pb al compararlas con el cierre estadístico anterior. En tanto, las de cinco y diez años cayeron 40pb aproximadamente. En el caso de las tasas nominales, las de dos, cinco y diez años registran disminuciones en torno a los 40, 35 y 25 pb, respectivamente (gráfico II.6).

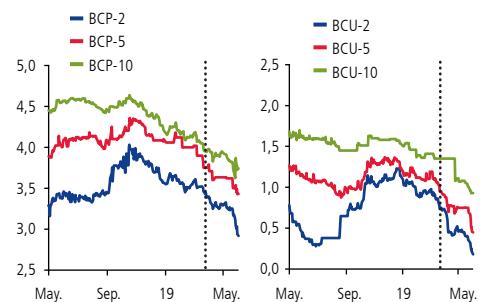
Las colocaciones de bonos —acumuladas en 12 meses— siguieron aumentando, destacando el incremento de la participación de bonos de empresas, aunque la emisión de títulos bancarios en el mercado local se mantiene como el componente más relevante¹. En cuanto a la utilización de estas colocaciones, no se observan grandes cambios en los últimos trimestres. Los emisores corporativos locales siguen indicando que destinarán cerca de la mitad de los recursos al refinamiento de pasivos, mientras el porcentaje destinado a compra de activo fijo y participación en empresas se mantuvo similar al del último trimestre del 2018.

Respecto del costo del crédito bancario, las tasas de interés de colocación han disminuido en los últimos meses, entre las que destacan las de vivienda, que se ubican en los valores más bajos desde que se tiene registro (gráfico II.7). En cuanto a las colocaciones, su tasa de crecimiento real se ha desacelerado levemente en las carteras de consumo y comerciales, mientras que las hipotecarias no muestran mayores diferencias (gráfico II.8). Respecto de las fuentes cualitativas, la Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre dio cuenta de condiciones de oferta sin mayores cambios en el período, aunque por segmentos se observa una menor restricción para personas —consumo e hipotecarias— y pymes. La demanda se percibe algo menos fortalecida, especialmente en las carteras de consumo y de grandes empresas. El Informe de Percepciones de Negocios de mayo refleja una oferta de crédito que se percibe alta, además de bajas tasas de interés, relacionadas con una fuerte competencia en el rubro. Los consultados además dan cuenta de un crédito de consumo que refleja una incipiente mejora y de una actividad hipotecaria que continúa siendo importante en las zonas centro y sur. En general, el norte sigue mostrando una actividad crediticia más lenta respecto del resto de las Macrozonas, en particular en el crédito a empresas.

¹/ Ver Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre del 2019.

GRÁFICO II.6

Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (*)
(porcentaje)



(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7

Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(índice 2010-2019=100)



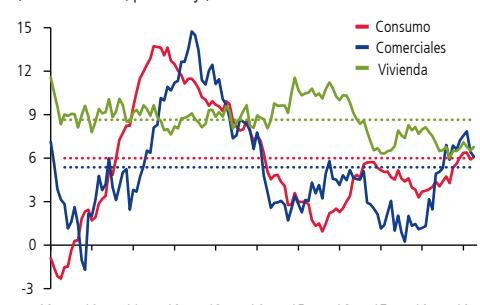
(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

(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 2018.

(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.

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.

En el primer trimestre del 2019, la economía redujo su tasa de expansión anual: 1,6% (3,6% en el trimestre previo). Aunque este era un resultado previsto en el escenario base del IPoM de marzo, dadas las elevadas bases de comparación de igual período del año anterior, el registro efectivo fue inferior al esperado, combinándose un desempeño más débil de la minería, de la industria exportadora, y de algunos rubros más volátiles (gráfico III.1). De todos modos, la actividad de los sectores con mayor persistencia, y más ligados al desarrollo de las condiciones macroeconómicas, se comportó en línea con lo anticipado. Por el lado de la demanda, las cifras del primer trimestre mostraron una importante desaceleración de la formación bruta de capital fijo (FBCF), principalmente debido al desempeño de su componente de maquinaria y equipos, mientras que el de construcción y obras resultó acorde con lo previsto. La evolución del consumo también se ajustó a lo esperado, con una mayor relevancia del segmento habitual.

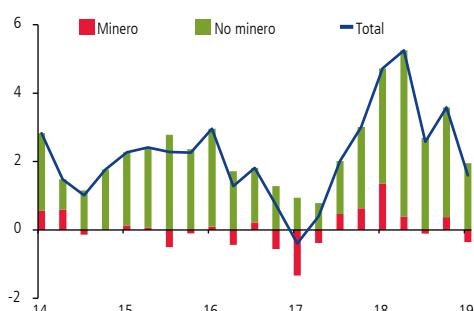
En el escenario base de este IPoM, el crecimiento proyectado para este año se reduce a un rango entre 2,7% y 3,5% (3 y 4% en marzo), lo que responde en buena medida al menor resultado efectivo del primer trimestre. De hecho, esta proyección es coherente con que la economía retomará mayores tasas de expansión anual en la segunda mitad del año.

Por otro lado, el Consejo actualizó sus estimaciones de PIB tendencial y potencial, en ambos casos hacia arriba (Recuadro V.1). El primero se ubica en un rango entre 3,25 y 3,75% para el período 2019-2028 (3,0 a 3,5% en septiembre del 2018), y el segundo en torno a 3,4% en el período 2019-2021 (alrededor de 3,2% en septiembre del 2018). Gran parte de la actualización se debe a la acomodación en la economía del importante flujo inmigratorio que ha recibido el país. Con ello, y tomando en cuenta la evolución de la actividad en el primer trimestre del año, en el escenario base la brecha de actividad se habría ampliado más de lo considerado en marzo. Hacia adelante, este escenario prevé que la brecha se cerrará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, aunque a una velocidad menor a la anteriormente prevista.

Las proyecciones privadas que se derivan de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo apuntan a que este año el PIB total crecerá en la parte superior del rango previsto en el escenario base: 3,2% (3,4% en la EEE de marzo). Para el PIB no minero, este sondeo anticipa un avance de 3,3% (3,6% en marzo).

GRÁFICO III.1

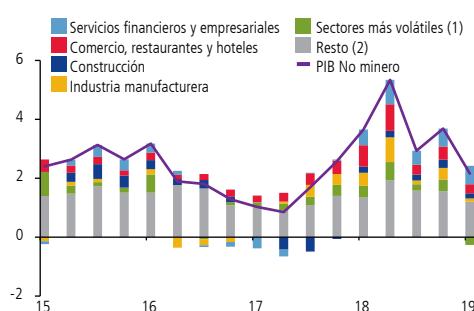
Crecimiento anual del PIB
(incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2

Crecimiento anual del PIB no minero
(incidencias, puntos porcentuales)



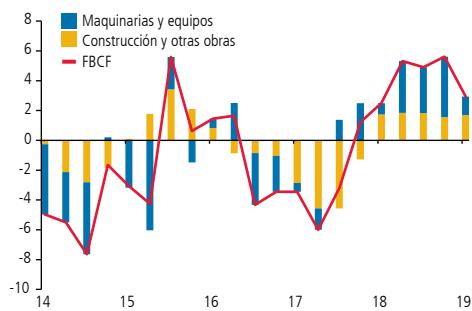
(1) Incluye los sectores Agropecuario-silvícola, Pesca y Electricidad, gas, agua y gestión de desechos.

(2) Incluye Transporte, Comunicaciones, Servicios de vivienda, Servicios personales, Administración pública, IVA y Derechos de importación.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.3**

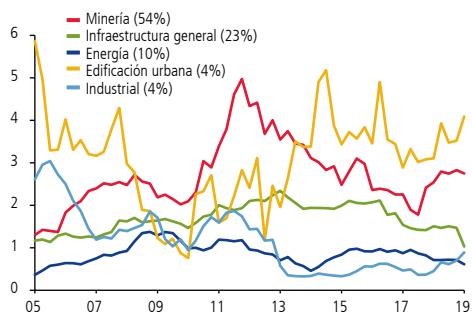
Contribución al crecimiento anual de la FBCF
(incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.4

Obras de ingeniería por sectores (*)
(índice base 1996=1)



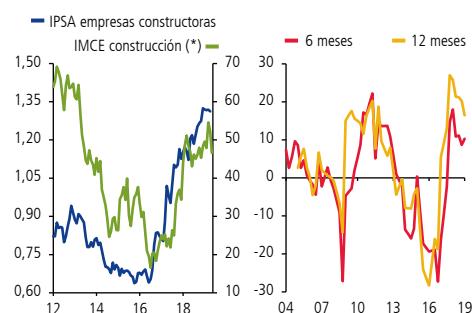
(*) Porcentajes entre paréntesis corresponden a la participación del sector dentro de la actividad total del 2018. Estos suman 96% del total.

Fuente: Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería de Chile A.G.

GRÁFICO III.5

Sector construcción:
comportamiento bursátil
y expectativas
(ratio entre IPSA
constructoras y total; índice)

Expectativas sectoriales
de empresarios de la
construcción
(índice, 0 corresponde al
valor neutral)



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

Fuentes: Bloomberg, Cámara Chilena de la Construcción e Icare/
Universidad Adolfo Ibáñez.

En el primer trimestre, el PIB minero se contrajo 3,6%. Tras ello, hay una combinación de factores transitorios y otros más permanentes. Entre los primeros destacan los efectos del invierno altiplánico, que en esta temporada abarcó una zona geográfica mayor que la habitual y, además, se prolongó por más tiempo, impactando en la operación de los yacimientos. Se suman obras de mantenimiento en algunas faenas. Asimismo, la minería del hierro se vio afectada por dificultades operativas, las que deberían solucionarse pronto, con lo que su producción se recuperaría. Dentro de las tendencias más permanentes resalta la menor ley del cobre en varios yacimientos.

En el comportamiento del PIB no minero tuvo una incidencia importante lo acontecido en rubros considerados más volátiles, en particular los sectores Agropecuario-silvícola, Pesca, y Electricidad, gas y agua (gráfico III.2). El primero, afectado por la reducción de las superficies plantadas de algunos cultivos; el segundo, por las menores capturas en la pesca extractiva; y el tercero, por la menor disponibilidad de recursos hídricos y una menor intensidad en el uso de energías renovables, lo que disminuyó el valor agregado del sector.

En los sectores restantes destacó lo ocurrido con la industria manufacturera. Su desempeño del primer trimestre reflejó, principalmente, lo acontecido con las líneas asociadas al sector exportador, que podrían estar dando las primeras señales del impacto del escenario externo en la economía local. Más allá de ello, también hay algunos elementos particulares por subsector. Por ejemplo, en la industria metálica básica, sus principales mercados de destino están en América Latina, por lo que su debilidad se explica, en parte importante, por el complejo momento económico por el que atraviesan algunos países de la región. Tal como se informó en el IPoM de marzo, la industria vitivinícola había acumulado inventarios como consecuencia de una buena cosecha 2018-2019. Se estimaba que ello se traduciría en exportaciones prontamente, aunque las cifras recientes muestran que esto no ha ocurrido, de la mano de una mayor competencia en el exterior, entre otros factores. En el sector salmonero, si bien los datos de exportación muestran una baja de las variaciones anuales, ello obedece, en gran medida, a la alta base de comparación. Así, en términos de niveles estas siguen siendo elevadas y cercanas a sus máximos históricos.

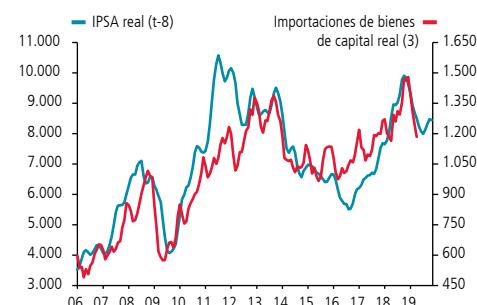
En cuanto a la demanda interna, la FBCF tuvo un desempeño más débil que lo esperado en el primer trimestre, principalmente de la mano de la importante desaceleración de su componente de maquinaria y equipos (gráfico III.3). Esto coincide con el deterioro del escenario externo en los últimos trimestres y con una acumulación de existencias que no se ha deshecho según lo previsto. Construcción y otras obras ha sostenido un comportamiento positivo y en línea con lo anticipado, donde destaca el mayor dinamismo de las obras de ingeniería, como se aprecia en las cifras de algunos sectores de la Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería (AIC) (gráfico III.4).

Más allá del menor registro efectivo de la FBCF, las perspectivas apuntan a que retomará tasas de expansión más altas hacia adelante. Esto, en medio de un panorama en que las condiciones financieras internas permanecerán favorables y ante la ausencia de desbalances macroeconómicos internos y externos. Por un lado, los grandes proyectos de inversión que se están llevando a cabo no registran retrasos y se han venido desarrollando según lo planificado. Los diversos catastros de proyectos de inversión —la oficina de gestión de proyectos sustentables (OGPS) y la Corporación de Bienes de Capital (CBC)— siguen considerando montos mayores para el 2019-2020, en comparación con el período 2017-2018. Por otro lado, si bien la inversión habitacional comenzó el año con una contribución nula al PIB del sector construcción, las ventas de viviendas se mantienen elevadas y las perspectivas positivas, como se recoge en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de mayo, particularmente en las regiones del centro y sur del país. Las expectativas para la construcción medidas por el IMCE mostraron un descenso en lo más reciente pero persisten en torno a su promedio histórico, a la vez que las de los empresarios del rubro (Cámara Chilena de la Construcción) permanecen altas en perspectiva. Información bursátil del sector apunta a un desarrollo favorable del mismo (gráfico III.5). No obstante, al observar la evolución global de la bolsa la visión es menos optimista, considerando que la parte transable de la inversión se ajusta bastante a sus movimientos. De hecho, las importaciones de bienes de capital han tenido bajas respecto de la segunda mitad del 2018 (gráfico III.6). Asimismo, entre otros elementos, el aumento del precio relativo de los bienes transables, dada la reciente depreciación cambiaria, también pone una nota de cautela sobre el desarrollo de este componente de la inversión hacia adelante.

El consumo privado tuvo un desempeño acorde con lo anticipado, incrementando su velocidad de crecimiento en el primer trimestre, liderado por su componente habitual (gráfico III.7). La parte de servicios volvió a dar cuenta del mayor avance, explicado en su mayoría por el gasto en salud privada y turismo^{1/}. La de bienes no durables mantuvo un crecimiento cercano a 2% anual. Si bien diversas fuentes de información apuntan a un debilitamiento del comercio *retail*, es importante destacar que este es solo un indicador parcial del consumo total, debido a la relevancia del consumo de servicios, y de la actividad del comercio como un todo. Así, aun cuando existe correlación entre estas cifras y el consumo privado estimado en las Cuentas Nacionales, no refleja de manera íntegra el comportamiento de esta parte del gasto (Recuadro III.1). Como cabía esperar, el segmento durable reflejó la baja del nivel de ventas de automóviles, luego de que estas alcanzaran un máximo histórico el 2018. Sin embargo, otros bienes durables, como los artículos del hogar, han mejorado sus ventas durante este año (gráfico III.8). A diferencia de otros componentes del IPEC, el relacionado con la situación para comprar este tipo de productos ha permanecido en terreno positivo por largo tiempo.

GRÁFICO III.6

Importaciones de bienes de capital e IPSA reales (1) (2)
(nivel real en dólares del 2013; millones de dólares del 2013)



(1) Promedios móviles trimestrales.

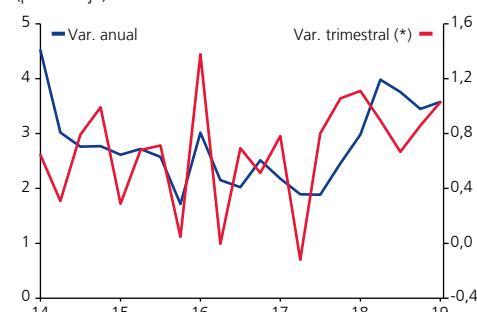
(2) Series deflactadas por el índice de precios de las importaciones de bienes de capital base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 de este índice utilizando variaciones anuales. Por la frecuencia trimestral de los datos, se asume que su valor se repite en los tres meses comprendidos en cada período.

(3) Excluye otros vehículos de transporte.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO III.7

Consumo habitual
(porcentaje)



(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.8

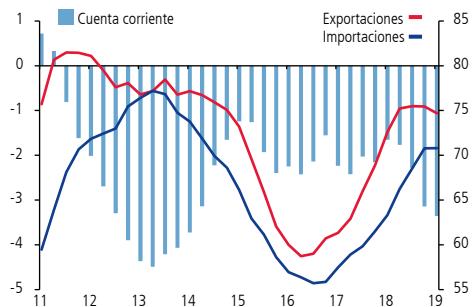
Ventas de bienes durables (IACM) (*)
(índice 2015-2019=100, promedio móvil de tres meses)



(*) Series desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas.

^{1/} El consumo de servicios de turismo se mide como la diferencia entre el gasto de los residentes en el exterior y el gasto de los no residentes en el territorio nacional.

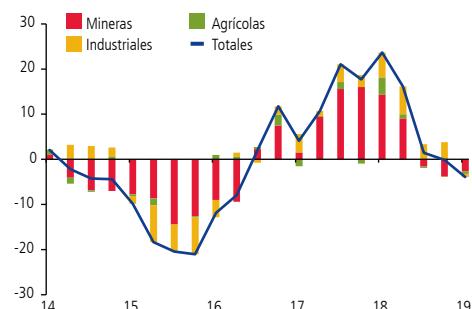
**GRÁFICO III.9**Cuenta corriente y balanza comercial (*)
(porcentaje del PIB; miles de millones de dólares)

(*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las perspectivas para el consumo continúan muy similares a lo contemplado en el IPoM de marzo, previéndose que este componente del gasto siga creciendo de la mano del PIB. Ello, pues por un lado las importaciones de este tipo de bienes —exceptuando las automotrices— se han mantenido elevadas, a la vez que el IMCE del sector comercio continúa optimista. El mercado laboral ha dado señales más positivas respecto del empleo, como se desprende de la información obtenida de fuentes tanto cualitativas como cuantitativas, mientras que la tasa de desempleo se ubica en 6,9% en el último registro del INE. Según este mismo ente, los salarios nominales han venido aumentando su variación anual en meses recientes, llegando a algo por debajo de 5% al cierre estadístico. La mantención de condiciones financieras favorables también apoya el panorama para el consumo, tanto por la permanencia de tasas de interés en niveles bajos como por buenas condiciones de otorgamiento de crédito.

En la parte externa, el déficit de la cuenta corriente acumulado en un año móvil aumentó a 3,4% del PIB al primer trimestre del año (3,1% al trimestre anterior). En este resultado incidió, en gran parte, la disminución del saldo de la balanza comercial, asociada principalmente a un menor valor de las exportaciones totales de bienes (-3,9% anual en el primer trimestre), influido tanto por el lado de precios como de volúmenes (gráfico III.9). Resaltaron el descenso de los envíos del sector minero, de cobre refinado en especial, seguidos por productos manufactureros (gráfico III.10). Las importaciones también crecieron a un ritmo algo más moderado. Las rentas pagadas al exterior por la IED en el país también influyeron en una cuenta corriente más deficitaria. Medido a precios de tendencia, este déficit alcanzó 4,3% del PIB en el año móvil terminado el primer trimestre del 2019.

GRÁFICO III.10Crecimiento nominal anual de las exportaciones
(incidencias, puntos porcentuales)

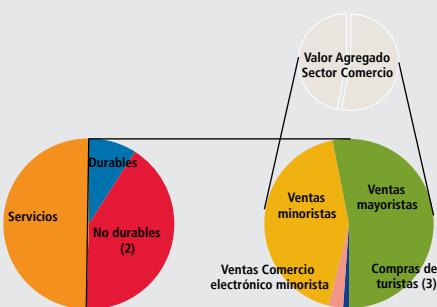
Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO III.1

RELACIÓN ENTRE CONSUMO DE LOS HOGARES, VENTA DEL COMERCIO Y EL VALOR AGREGADO DEL COMERCIO

Existe una tendencia en la discusión pública a tratar de extraer información respecto del comportamiento del consumo privado a partir de indicadores de actividad del sector comercio. Aunque el interés por anticipar el comportamiento del consumo privado es comprensible dado su peso en la demanda interna (63% en 2018), es importante considerar que existen diferencias entre el consumo y la información que se obtiene del sector comercio. En lo que sigue, se explican estas diferencias en dos niveles: primero, entre el consumo privado como componente de la demanda y el valor agregado (VA) del sector comercio, ambos medidos en el sistema de Cuentas Nacionales, y, segundo, entre ambos agregados de cuentas nacionales e indicadores de ventas de alguno de los segmentos de la actividad comercial.

GRÁFICO III.11
Relación entre consumo de hogares y ventas del comercio (1)



(1) Las proporciones no corresponden a cifras efectivas.

(2) Si bien el consumo de electricidad, agua y gas está incluido en el consumo no durable, no se adquiere a través del comercio.

(3) El gasto realizado por turistas extranjeros en territorio nacional se incluye en las cifras de comercio, pero no en las cifras de consumo privado. Asimismo, en este último sí se incorpora el gasto realizado en el exterior por los hogares residentes de la economía chilena.

Fuente: Banco Central de Chile.

El Consumo de los hogares se compila para las Cuentas Nacionales utilizando diversas fuentes de información. Una de ellas son los indicadores de venta de la actividad de comercio. Si bien casi la totalidad de los bienes consumidos por los

hogares son adquiridos a través del comercio minorista —tanto presencial como electrónico—, el consumo privado también contempla algunos bienes que no lo son. Además, considera el consumo de todos los servicios (domésticos y adquiridos en el extranjero). Estos últimos representan cerca de la mitad del consumo de los hogares (gráfico III.11). El comercio, por su parte, a diferencia del consumo de los hogares, incluye también las ventas por medio del canal mayorista a usuarios industriales, al comercio minorista y también las ventas a turistas extranjeros en territorio nacional.

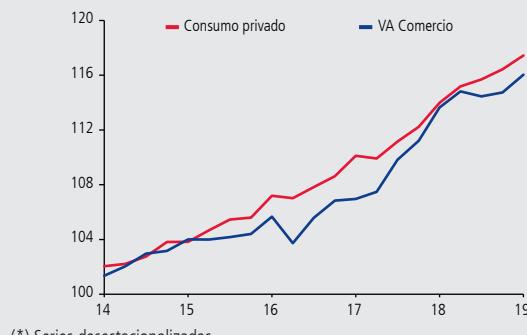
Las cifras de la actividad de comercio en el PIB son, de esta manera, un sustituto parcial e imperfecto de la medición del gasto de los hogares. Esto se debe a que el indicador de la actividad de Comercio comprende el VA de la venta al por mayor y por menor de todo tipo de productos nuevos y usados. El VA se calcula como la diferencia entre el valor de la producción, que en el caso de comercio corresponde principalmente a los márgenes^{1/}, y el consumo intermedio. Existen diferencias importantes entre las series, tanto en el corto como en el mediano plazo (gráficos III.12 y III.13).

GRÁFICO III.12
Consumo privado, valor agregado de comercio e índice de actividad del comercio al por menor (variación real anual, porcentaje)



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

^{1/} Se calculan como los ingresos por ventas de bienes sin transformación menos el costo de lo vendido.

**GRÁFICO III.13**Consumo privado y valor agregado de comercio (*)
(índice real, prom.2013=100)

Fuente: Banco Central de Chile.

Además, existen varios indicadores de ventas de algunos de los segmentos de la actividad comercial. Los más conocidos son el Índice de Actividad de Comercio (IAC) del INE y el Índice de Ventas del Comercio Minoristas de la Cámara Nacional de Comercio (CNC). El IAC es un indicador coyuntural que mide la evolución mensual de la actividad del comercio, a través de las ventas a precios constantes de las empresas de comercio al por mayor (IAC por mayor) y al por menor (IAC por menor) para todo Chile. Por su parte, el indicador de la CNC mide solamente la evolución de una parte de las ventas al por menor^{2/} y solo para las regiones Metropolitana, de Valparaíso, del Bío Bío y la Araucanía. Adicionalmente, el indicador de la CNC solo incluye ventas presenciales, excluyendo el canal online.

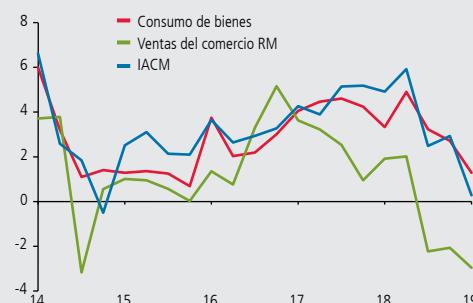
Estos indicadores de venta de comercio, al igual que el VA de Comercio, presentan diferencias con el consumo privado. Más específicamente las diferencias son:

(I) Las cifras de venta minorista capturan el gasto final en bienes vendidos por comercios locales, pero no incorpora el gasto de los hogares en bienes adquiridos por medio de otros canales, tales como, electricidad, gas, agua y gestión de desechos (EGA), venta directa de la industria y los bienes producidos por los hogares para su propio consumo (como los bienes agropecuarios). Tampoco capturan el gasto en servicios tales como vivienda, transporte, comunicación, educación, recreación, salud y financiero, entre otros. En cambio, el consumo de hogares incluye el consumo de todos los bienes y servicios que los hogares realizan para la satisfacción de sus necesidades.

(II) El gasto realizado por turistas extranjeros en territorio nacional se incluye en las cifras de comercio, pero no en las de consumo privado. Asimismo, en las cifras de consumo privado sí se incorpora el gasto realizado en el exterior por los hogares residentes de la economía chilena.

(III) A pesar de que el comercio minorista es el canal por donde se transa casi la totalidad de los bienes —excluyendo EGA—, diferencias metodológicas provocan que el consumo privado de bienes y el comercio no tengan necesariamente la misma evolución. Para medir el VA de comercio se utilizan los márgenes y como la comercialización de productos tiene distintas tasas de márgenes, existe un efecto composición relevante. Por ejemplo, si una persona gasta un millón de pesos en la compra de un automóvil o lo hace comprando vestuario, su impacto en el consumo privado es el mismo. Sin embargo, en el VA de comercio estas compras tienen un efecto distinto, pues las tasas de márgenes implícitas en las ventas de los automóviles son diferentes a las de vestuario^{3/}.

Para interpretar la evolución del consumo privado, los indicadores de comercio, en promedio, tienen una alta correlación con el componente de bienes del consumo de los hogares. Sin embargo, dadas las diferencias entre la actividad de comercio y el consumo de hogares antes mencionadas, debe evitarse sobreinterpretar estos datos. En particular, porque pueden darse cambios en los precios relativos que incentiven un mayor consumo de servicios que de bienes, pueden pasarse por episodios de mayores flujos turísticos, darse cambios en los canales de comercialización y aumentos del comercio mayorista relacionados con un mayor dinamismo de la inversión.

GRÁFICO III.14Consumo de bienes, índice de actividad del comercio al por menor y ventas del comercio en la región metropolitana
(variación real anual, porcentaje)

Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Nacional de Comercio, Servicios y Turismo e Instituto Nacional de Estadísticas.

^{2/} Vestuario, Calzados, Artefactos Eléctricos, Línea Hogar, Muebles y Supermercados Tradicional.

^{3/} Ver Cuadro de Oferta Utilización (matriz insumo producto) de Cuentas Nacionales.

A modo de ejemplo, entre 2015 y mediados de 2018 las ventas de comercio se vieron favorecidas por el importante influjo de visitantes argentinos que venían a adquirir bienes que comparativamente eran más baratos en Chile que en su país (Recuadro III.1, IPoM marzo 2019). Durante gran parte de ese período el IAC al por menor se ubicó por encima del consumo privado (gráficos III.12 y III.14). Dado que este último excluye el consumo de los turistas extranjeros, no se vio afectado positivamente cuando se incrementaban las compras de los visitantes, ni negativamente cuando dejaron de hacerlo. Del mismo modo, a partir del 2018, el crecimiento del consumo de servicios excedió significativamente al del consumo de bienes. Un argumento similar puede hacerse respecto de la dinámica de ventas de comercio y el VA de comercio. Este último incorpora el componente mayorista de las ventas, que durante el período 2015-2017 se mostró débil en línea con lo que mostró la inversión en ese lapso. En lo más reciente, se observa el fenómeno opuesto, estando el VA de comercio sustentado por el dinamismo del componente mayorista.

Por lo tanto, las estadísticas de comercio deben evaluarse con cautela, ya que no siempre son un indicador confiable del consumo privado. Para una visión más global de las tendencias de este componente de la demanda, es importante utilizar la serie de Consumo de Hogares de Cuentas Nacionales y sus componentes.

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

Las cifras de inflación —medida según la serie de referencia base 2018=100 publicada por el INE— conocidas en los últimos meses se han mantenido en torno a 2% anual, en línea con lo previsto^{1/}. Su leve aumento respecto de comienzos de año respondió principalmente a una mayor contribución de los alimentos y los combustibles. Por su parte, la variación anual del IPCSAE —IPC que excluye alimentos y energía—, así como sus componentes, prácticamente no ha tenido cambios (gráfico IV.1). El nivel actual de la inflación, tal como se indicó en el IPoM anterior, es coherente con la presencia de mayor competencia en ciertos mercados, un traspaso de la depreciación acumulada del peso menor que sus promedios históricos y holguras de capacidad que son superiores a lo estimado anteriormente. Esto último, por la actualización de la estimación de los parámetros estructurales y la debilidad de la economía chilena en el primer trimestre del año (Recuadro V.1).

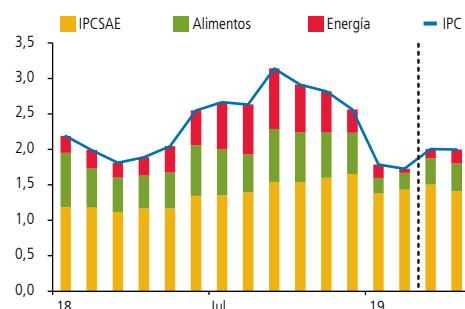
Los registros de inflación conocidos desde el IPoM anterior han resultado en línea con lo previsto, más allá de sorpresas positivas en alimentos y combustible que fueron compensadas parcialmente por cifras menores a lo proyectado en algunos bienes del IPCSAE. En este contexto, el escenario base de este IPoM contempla que la variación anual del IPC se acercará a 3% durante el 2020. La inflación subyacente llegará a ese valor hacia inicios del 2021, más lentamente en comparación a lo previsto en marzo, en gran medida por la mayor brecha de actividad que se estima a lo largo del horizonte de política. Los precios de los alimentos y la electricidad ayudarán a que la inflación total regrese hacia cifras más cercanas a 3%. En lo principal, porque los incrementos anuales que presentaron los alimentos a inicios del 2019 estuvieron bastante por debajo de los promedios históricos. Finalmente, se agrega el alza de las tarifas eléctricas que entrarán en vigencia en mayo de este año.

La variación anual del IPC no ha mostrado mayores cambios y ha evolucionado en línea con lo previsto, fluctuando en torno a 2% en los últimos meses. Este comportamiento se explicó en gran parte por un mayor aporte de los elementos

^{1/} Considera la información al cierre estadístico, por lo que no incluye el registro de inflación de mayo publicado por el INE el 07/06/2019.

GRÁFICO IV.1

Incidencia en la inflación anual total (1) (2)
(puntos porcentuales)

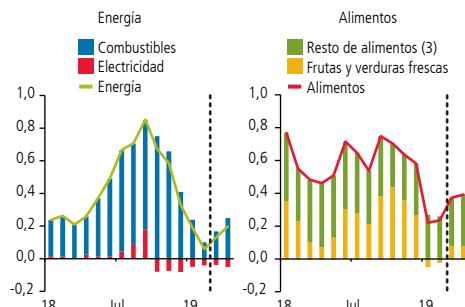


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. (2) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.2

Incidencia de la energía y los alimentos en la inflación anual total (1) (2)
(puntos porcentuales)

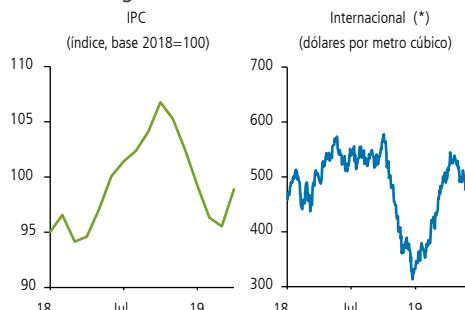


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. (2) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (3) Considera alimentos y bebidas no alcohólicas sin frutas y verduras frescas.

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

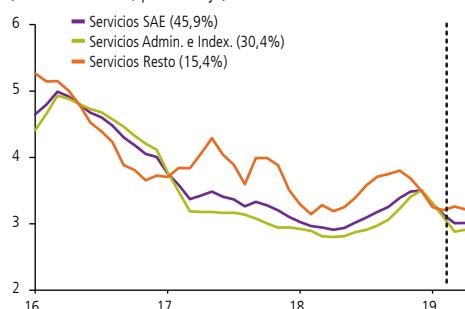


GRÁFICO IV.3
Precio de la gasolina



(*) Datos diarios. Corresponde a la gasolina de 87 octanos en el mercado estadounidense. Fuentes: Bloomberg e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.4
IPCSAE servicios y desagregación (1) (2) (3) (4) (5)
(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. (2) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (3) Promedio móvil de tres meses de las variaciones anuales. (4) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (5) Para mayor detalle ver Recuadro IV.1, IPoM marzo del 2017.

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

GRÁFICO IV.5
Tipo de cambio e IPCSAE de bienes (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2019. (2) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

más volátiles de la canasta, en particular de los alimentos y los combustibles (gráfico IV.2). En los primeros, resaltó el alza del precio de los productos lácteos y de algunas frutas y verduras frescas, como los tomates, la que no estuvo acorde con su patrón estacional habitual. La energía también aumentó su incidencia en la inflación total anual, principalmente por el incremento del precio en pesos de los combustibles. Esto último responde en mayor medida al alza que tuvo el valor de estos últimos en los mercados internacionales desde el IPoM anterior hasta fines de abril de este año —como es el caso de la gasolina— y, en menor grado, a la depreciación que ha sufrido el tipo de cambio nominal (gráfico IV.3). Por su parte, las tarifas eléctricas no mostraron cambios relevantes en su contribución anual a la inflación total. No obstante, estas subirán en lo inmediato en conformidad con lo anunciado por la autoridad.

La tasa de variación anual del IPCSAE ha fluctuado en torno a 2% desde mediados del 2017, en línea con las holguras de capacidad que presenta la economía. Esto, en un contexto en que sus componentes no muestran grandes cambios, como es el caso de los servicios, que continuaron en torno a 3% (gráfico IV.4). Sobre estos últimos, su evolución ha seguido afectada en parte por factores de oferta presentes en algunos sectores, como es el caso del transporte aéreo de pasajeros, los paquetes de telecomunicaciones y los servicios de telefonía móvil, entre otros, tal y como se indicó en el IPoM anterior.

Por el lado de los bienes, su tasa de variación anual sigue cercana a 0%, pese a la depreciación del peso de los últimos trimestres (gráfico IV.5). Como se mencionó en el IPoM anterior, la menor respuesta que ha tenido la inflación del componente de bienes del IPCSAE a la evolución del tipo de cambio respondería a un menor coeficiente de traspaso cambiario hacia los precios locales. Esto, toda vez que el movimiento del tipo de cambio nominal durante el 2018 fue motivado en parte importante por una apreciación del dólar a nivel global. Las presiones inflacionarias originadas en los precios externos son algo menores que las registradas en el IPoM de marzo. El valor de los bienes de consumo importados (IVUM) se contrajo algo por sobre 2% anual en el primer trimestre del 2019 (-0,7% anual el trimestre previo), principalmente por una baja transversal en los precios de los productos durables y no durables. El índice de precios externos (IPE) en dólares ha seguido contrayéndose en términos anuales desde mediados del año pasado, afectado principalmente por la depreciación de la mayoría de las paridades con respecto al dólar.

Respecto de otros componentes del IPCSAE de bienes, resaltó que el precio de las bebidas alcohólicas —en particular de los vinos— y del vestuario y calzado anterior. En el primer caso, ello podría ser consecuencia del mayor nivel de inventarios de estos a nivel local asociado en parte a la fuerte competencia de la industria argentina en los mercados internacionales, lo que además estaría mermando las exportaciones nacionales. En el caso de vestuario y calzado, ello es coherente con lo señalado por buena parte de las empresas ligadas al comercio *retail* entrevistadas en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), quienes atribuyen la baja de los precios de estos ítems a la fuerte competencia existente en el sector y a las medidas que han adoptado para incentivar la demanda.

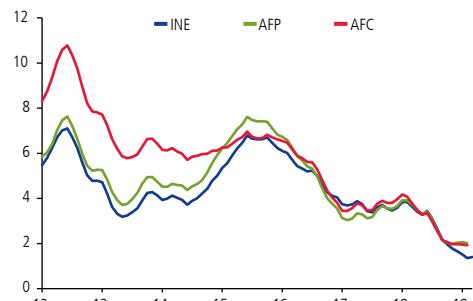
En cuanto a los costos, el crecimiento de los salarios nominales continúa por debajo de sus promedios históricos. En el caso de los publicados por el INE (IR e ICMO), habían subido hasta valores algo por debajo de 5,0% al cierre estadístico de este Informe, aunque ello fue impulsado en gran medida por la entrada en vigencia del nuevo salario mínimo. Otras fuentes, que publican con un rezago mayor, se ubicaron entre 4 y 4,5% anual a febrero. El crecimiento anual del costo laboral unitario (CLU) construido en base a información del INE, las AFP y la AFC, sigue dando cuenta de una disminución en los últimos años (gráfico IV.6). La información cualitativa recopilada en los últimos IPN es coherente con la evolución de los CLU y los salarios provenientes de fuentes administrativas. En particular, los entrevistados continúan indicando escasas presiones salariales, principalmente por un aumento de la oferta de trabajadores en los últimos trimestres, en su mayoría de extranjeros. A esto se suman las mejoras de eficiencias que han ocurrido durante los últimos años y costos que, en general, se siguen percibiendo como estables.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En el escenario base de este IPoM la inflación anual del IPC se acercará a 3% durante el 2020. Esta trayectoria para la inflación total se verá apoyada por la mayor contribución de los componentes más volátiles de la canasta. En los alimentos, responde a una base menos exigente provocada por expansiones anuales a inicios de este año que fueron bastante inferiores a sus promedios históricos. Se suma, el alza de las tarifas eléctricas anunciadas para mayo de este año. Respecto del IPCSAE, se prevé que finalice el año en 2,6% (2,4% en el IPoM de marzo) y llegue a 3% a inicios del 2021, con una velocidad de convergencia más lenta que el IPC total, en razón de la mayor brecha de actividad que se estima a lo largo del horizonte de política. Como supuesto de trabajo esta proyección contempla que el tipo de cambio real (TCR, índice 1986=100) fluctuará en torno a sus promedios de los últimos 15 y 20 años.

Las expectativas privadas para la inflación han aumentado respecto del IPoM previo, aunque más marcadamente en el corto plazo. Esto, en línea con la sorpresa positiva para el mercado que significó el dato de inflación de marzo (0,5% versus 0,3% en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de ese mes), a lo que se suman factores ya mencionados ligados a los precios de la energía. A diciembre de este año, tanto los seguros de inflación como la EEE de mayo anticipan que la variación anual del IPC se ubicará en 2,8 y 2,9%, en cada caso, por sobre lo que adelantaban al cierre estadístico del Informe anterior (2,6 y 2,7%, respectivamente). A dos años plazo, las distintas medidas de expectativas se mantienen en torno a 3% (gráfico IV.7).

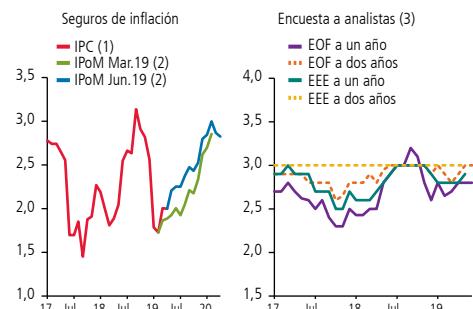
GRÁFICO IV.6
Costos laborales unitarios nominales (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Variación anual del promedio móvil de doce meses.

Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas, Superintendencia de Pensiones y Sociedad Administradora de Fondos de Cesantía.

GRÁFICO IV.7
Expectativas de inflación
(variación anual, porcentaje)



(1) A partir de enero 2018 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) Para el IPoM de marzo y de junio del 2019, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 26/03/2019 y al 03/06/2019, respectivamente. (3) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes. En los meses que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

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

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 este IPoM, el Consejo actualizó las estimaciones de los parámetros estructurales que se utilizan para la evaluación del estado de la economía, sus perspectivas y la calibración de la política monetaria. En lo principal, esto permitió cuantificar el efecto del fuerte flujo inmigratorio de los últimos años sobre el crecimiento tendencial y potencial, incrementándose ambos. Por su parte, la TPM neutral se ha reestimado a la baja en 25 puntos base (pb), reflejando en parte la caída de las tasas neutrales a nivel internacional. Las mayores holguras que se derivan de la actualización de los parámetros y de la debilidad de la actividad y la demanda en el primer trimestre, son coherentes con la dinámica inflacionaria reciente. La suma de estos antecedentes llevó al Consejo a estimar que, para que el crecimiento efectivo logre cerrar la brecha de actividad y se produzca la convergencia de la inflación a la meta, es necesario recalibrar el impulso monetario. De este modo, en su Reunión de junio decidió reducir la TPM en 50pb.

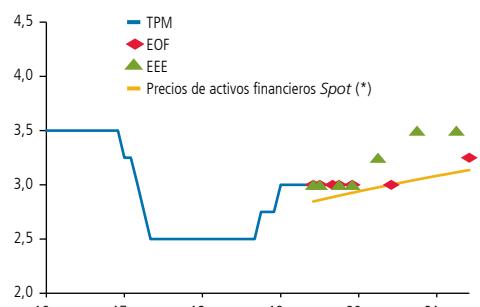
Hacia adelante, el inicio de la normalización de la TPM dependerá de que la inflación se encuentre en un claro proceso de convergencia a la meta. Para esta evaluación será especialmente importante la forma en que el mercado laboral absorba el fuerte flujo inmigratorio, la respuesta de la inversión y los desarrollos del escenario externo.

Para efectos de las proyecciones, se asume como supuesto de trabajo que durante los próximos trimestres la TPM se mantendrá en su nivel actual y comenzará un proceso gradual de normalización durante el próximo año.

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.

En los últimos meses, las distintas medidas de expectativas de mercado disponibles previo a la Reunión de Política Monetaria de junio han ajustado

GRÁFICO V.1
TPM y expectativas de mercado
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.



a la baja la trayectoria prevista para la TPM, incorporando una mantención prolongada en su nivel actual. Así, han ido reduciendo el punto de llegada de la TPM a fines del horizonte de política. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) contempla que la TPM se ubicará en 3,5% en dos años plazo, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) la sitúa en 3,25% en ese mismo plazo y los precios de los activos financieros estiman que estará en 3,14%. Ello se compara con valores más cercanos a 4% que contemplaban a principios de año (gráfico y tabla V.1).

TABLA V.1
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A un año		A dos año	
	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19
EEE (1)	3,25	3,25	3,75	3,50
EOF (2)	3,25	3,00	3,50	3,25
Precios de activos financieros (3)	3,19	3,00	3,42	3,14

(1) Corresponde a las encuestas de marzo y mayo del 2019.

(2) Para el IPoM de marzo y junio del 2019 se considera la encuesta de pre RPM de marzo y de junio, respectivamente.

(3) Para el IPoM de marzo y junio del 2019 se considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 26/03/2019 y al 03/06/2019, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

PIB TENDENCIAL, PIB POTENCIAL Y BRECHA DE ACTIVIDAD

Como se mencionó, un factor importante detrás del cambio en la estrategia de política monetaria dice relación con los resultados que arrojó la actualización de los parámetros estructurales —PIB tendencial, PIB potencial y TPM neutral—. Estos se utilizan en la evaluación del estado actual de la economía, la elaboración del escenario base de proyecciones y la calibración de la política monetaria (Recuadros V.1 y V.2).

El PIB tendencial es aquel que se da en ausencia de *shocks* transitorios de productividad y cuando los insumos se usan a su capacidad normal. Es por tanto, la capacidad de crecimiento de la economía a mediano plazo. La fuerte inmigración que ha recibido el país en los últimos años, y sus características, han incrementado esta capacidad de crecimiento^{1/} por varias razones. En primer lugar, por su magnitud. Según las últimas estimaciones y proyecciones de población publicadas por el INE, entre fines del 2014 y fines del 2018 la población inmigrante en el país pasó desde casi 490 mil personas a más de un millón 250 mil. Esto implicó un aumento de la población y la fuerza laboral, cercanos a 4,3 y 6,4%, respectivamente. En segundo lugar, el nivel de competencias de las personas que han llegado al país. La inmigración del

^{1/} En estricto rigor, el aumento de la población producto de la inmigración no afecta la tasa de crecimiento de la economía en el largo plazo. Esto, en la medida que dicho flujo se normaliza y el crecimiento de la población retoma sus valores anteriores. Sin embargo, en el mediano plazo —próximos 10 a 20 años para estos efectos— este fenómeno si afecta la capacidad de crecimiento a través de sus efectos en el crecimiento de la fuerza de trabajo, la acumulación de capital y la productividad.

último año y medio (470 mil personas aproximadamente) ha sido dominada por ciudadanos venezolanos (43%), cuya escolaridad promedio (15,6 años) supera a la del chileno promedio (11 años)^{2/}. Se suma a ello que, relativo a otros países, Chile plantea menores impedimentos legales para insertarse en el mercado laboral, y a diferencia de otras olas migratorias ocurridas en el mundo, comparte idioma y otros aspectos culturales con parte importante de la población inmigrante (Recuadro V.3). Con todo, la propia magnitud del flujo inmigratorio implica que la economía debe pasar por un proceso de ajuste en que el brusco aumento de la oferta de trabajo sea completamente absorbido y en que los nuevos trabajadores se ubiquen en puestos acordes con sus competencias. La experiencia internacional no es concluyente respecto de la extensión de esta transición, pues las características de cada proceso migratorio son muy distintas. Inicialmente, el fuerte incremento de la fuerza laboral reduce la productividad del trabajo y aumenta el stock de capital que la economía requiere. Por lo mismo, absorber el flujo inmigratorio no solo significa que debe haber un período de ajuste en las variables del mercado laboral, sino que también en la acumulación de capital y la productividad.

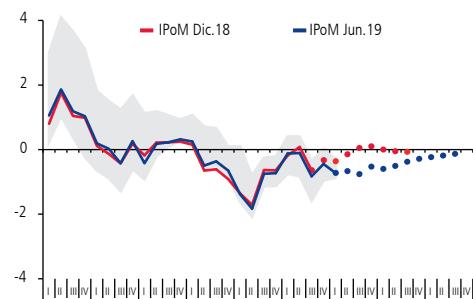
El Consejo estima que el crecimiento tendencial de la economía chilena se ubica en un rango entre 3,25 y 3,75% para el período 2019-2028 (3,0 a 3,5% en septiembre del 2018). Este rango considera la incertidumbre respecto de varios de los factores que se han mencionado (Recuadro V.1). En particular, esta proyección contempla que la productividad total de factores del sector no minero crecerá 1% en los próximos diez años, sin embargo, existe incertidumbre a la luz del bajo dinamismo mostrado por esta variable en los últimos años.

La actualización del PIB tendencial es relevante para la determinación del PIB potencial de la economía. Este último se refiere al nivel de PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo. Corresponde al 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.

La estimación realizada en este IPoM muestra que para el período 2019-21 el PIB potencial no minero se ubica en torno a 3,4%, lo que se compara con la cifra cercana a 3,2% estimada en septiembre del 2018 y está algo por debajo de su crecimiento de tendencia. En este juicio, se combina la caída inicial de la productividad ante el aumento de la fuerza de trabajo y los rezagos esperables en la adecuación del stock de capital como respuesta a este fenómeno. La actualización del crecimiento potencial, junto con el desempeño de la economía el primer trimestre, provocan que el nivel de la brecha de actividad sea más amplio que el considerado previamente: -0,7% en el primer cuarto del año (gráfico V.2).

^{2/} La segunda fuerza migratoria de ese período provino de Haití (24%), que posee una escolaridad promedio menor a la chilena (9,5 años).

GRÁFICO V.2
Brecha de actividad (1) (2)
(porcentaje)



(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de inferencia del PIB potencial (métodos trivariado, FMV-X, HP, SVAR, MEP , SSA y Brecha XMAS Migración). Ver Aldunate et al.(2019).

(2) Líneas punteadas corresponden a la proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.3
IMCE industria: uso de capacidad (1)
(porcentaje de uso de capacidad instalada)



(1) Área gris corresponde a la media (71,5) +/- una desviación estándar.

(2) Promedio móvil centrado en +/- seis meses.

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

GRÁFICO V.4
Generación eléctrica SIC (*)
(desviación respecto de su tendencia)



(*) Componente cíclico se obtiene a partir de un band pass filter (Ver Christiano y Fitzgerald (2003)).

Fuentes: Banco Central de Chile y CDEC-SIC.



HOLGURAS DE CAPACIDAD

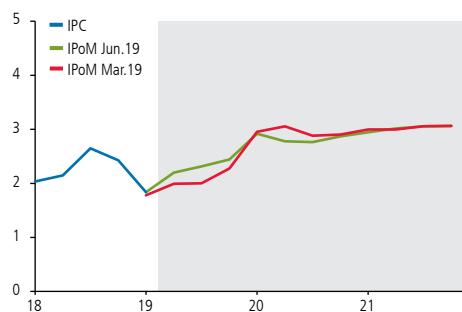
La medición de los parámetros estructurales está sujeta a un alto grado de incertidumbre. Ello, tanto porque estas variables tienen el carácter de inobservables como porque los datos que alimentan su estimación, y las mismas metodologías para su cálculo, van sufriendo cambios^{3/}. Por ello, es imprescindible complementar esta información con otros indicadores. En su conjunto, estos apuntan a que persisten holguras de capacidad en la economía.

Destaca lo acontecido en el mercado laboral, donde se aprecian tasas de crecimiento de los salarios menores a sus promedios históricos, en un contexto en que la oferta de trabajadores ha aumentado de modo importante debido a la inmigración. La propia permanencia de la inflación subyacente en niveles cercanos a 2% es también señal de la existencia de holguras de capacidad. Con todo, otras medidas, como la capacidad utilizada en la industria manufacturera y la generación eléctrica, muestran que, más allá de la volatilidad de estas series, se ha dado un cierre paulatino de las holguras (gráficos V.3 y V.4).

La información recopilada en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) también apunta a la mantención de holguras. Los entrevistados continúan mencionando que perciben un acotado espacio para aumentar sus precios de venta, indicando una mayor competencia en sus mercados y un comprador más informado y más sensible a los cambios en precios. Gran parte de los consultados indica que los costos, en general, no muestran mayores cambios. Por el lado del mercado laboral se da cuenta de presiones salariales que siguen contenidas por una oferta de trabajadores que ha aumentado en los últimos trimestres, especialmente por la presencia de inmigrantes. Esto último, se menciona, ha venido a resolver en algo la dificultad para contratar mano de obra calificada en algunos sectores y regiones.

GRÁFICO V.5

Proyección de inflación IPC (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

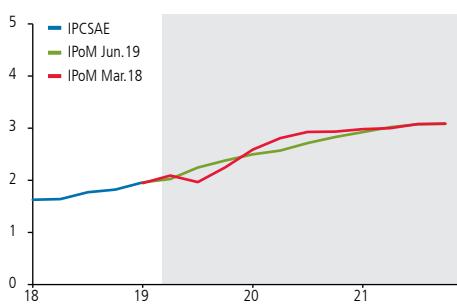


(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPOM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2019, corresponde a la proyección.

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

GRÁFICO V.6

Proyección de inflación IPCSAE (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPOM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2019, corresponde a la proyección.

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

CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN

Las cifras de inflación conocidas en los últimos meses no muestran mayores cambios respecto de los niveles de comienzos de año y se han ubicado en línea con lo proyectado. Así, tanto el IPC como el IPCSAE han registrado variaciones anuales en torno a 2%.

En el escenario base, la inflación anual del IPC se acercará a 3% durante el 2020, mientras que la inflación del IPCSAE llegará a ese valor hacia comienzos del 2021 (gráficos V.5 y V.6). En este último caso, con una velocidad de convergencia más lenta que la prevista en marzo, principalmente por la mayor brecha de actividad que se estima a lo largo del horizonte de política. Respecto del tipo de cambio, la proyección utiliza como supuesto de trabajo que el TCR oscilará en torno a sus niveles promedio de los últimos 15 a 20 años.

^{3/} Utilizando el desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha como medida de incertidumbre, el rango que incluye el 50% de confianza de la estimación abarca ±1 punto porcentual (Ver Recuadro V.1, IPOM septiembre 2018).

Los componentes más volátiles de la inflación —alimentos y energía— ayudarán a que el IPC regrese a cifras más cercanas a 3% (gráfico V.7). En lo principal, porque los incrementos anuales que mostraron los alimentos a comienzos del 2019 estuvieron bastante por debajo de los promedios históricos, dejando una baja base de comparación para adelante. Se suma, el alza de las tarifas eléctricas anunciadas para mayo de este año.

BRECHA Y ACTIVIDAD EN EL ESCENARIO BASE

En el escenario base, se estima que la brecha de actividad se cerrará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, período en el cual la economía acumulará un crecimiento por sobre su nivel potencial.

En el escenario base se ajusta a la baja el rango de crecimiento proyectado para el PIB del 2019 a 2,75-3,5%^{4/}. Esta corrección responde principalmente al desempeño del primer trimestre, que si bien tiene un componente transitorio relevante, impactará el nivel del PIB del resto del año. Para el 2020 y el 2021 se proyectan tasas de crecimiento mayores a las de este año, de entre 3 y 4% en ambos. Esto considera que los efectos macroeconómicos del fenómeno migratorio irán siendo más patentes, aumentando el empleo asalariado, la inversión y el consumo. Además será apoyado por un impulso monetario mayor, acorde con la decisión del Consejo. En el ámbito fiscal, como supuesto de trabajo, se asume que en el 2019 la economía recibirá un impulso coherent con el presupuesto aprobado. Desde ahí en adelante, se supone que el déficit estructural seguirá la senda de descenso gradual definida por la autoridad.

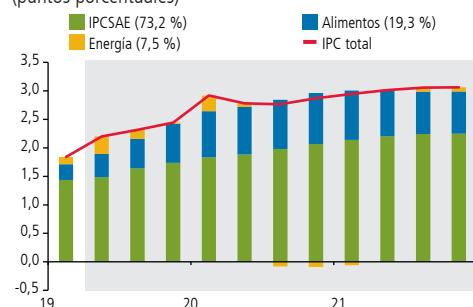
Por el lado del gasto, en comparación con marzo, los mayores ajustes se observan en la formación bruta de capital fijo (FBCF), componente que en vez de crecer 6,2% este año, se estima que lo hará 4,5%. Gran parte de la corrección de la proyección responde al débil desempeño que mostró su componente de maquinaria y equipos en el primer trimestre. Los datos parciales del segundo trimestre apuntan a que esta debilidad ha continuado. Esto se da en un contexto de una elevada acumulación de existencias hacia fines del 2018 y la mayor incertidumbre del escenario externo.

Con todo, la parte de construcción y obras ha mantenido un dinamismo importante y hacia adelante las señales también son positivas. Por un lado, la información bursátil apunta a un desarrollo favorable del rubro (gráfico III.5). Por otro, los grandes proyectos de inversión que actualmente se están llevando a cabo —especialmente los mineros— no registran retrasos y se han venido desarrollando de acuerdo con lo planificado. En la misma línea los diversos catastros de proyectos de inversión —la oficina de gestión de proyectos sustentables (OGPS) y el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC)— no han tenido correcciones a la baja y siguen considerando montos mayores para el 2019-2020, en comparación con los invertidos en el período 2017-2018 (gráficos V.8 y V.9). Por el lado de las concesiones, las autoridades han anunciado un incremento relevante de las mismas a contar del 2020, en

^{4/} Como es habitual en el IPoM de junio corresponde acortar el rango de proyección para el año desde 100 a 75 puntos base.

GRÁFICO V.7

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

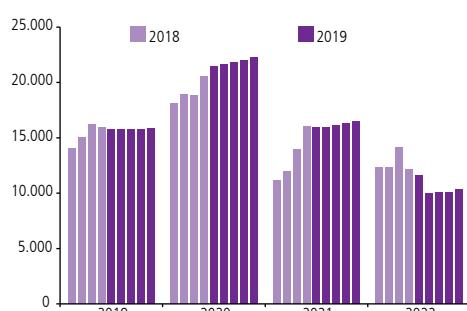


(*) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC (canasta 2018=100). El área gris, a contar del segundo trimestre del 2019, corresponde a la proyección.

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

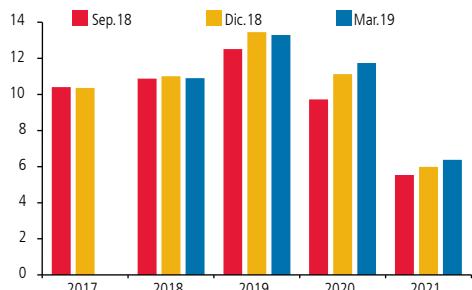
GRÁFICO V.8

OGPS: Catastro de proyectos de inversión (*)
(millones de dólares)

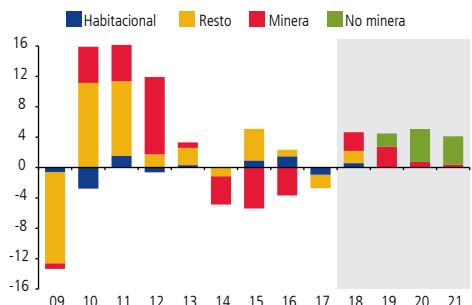


(*) Las barras para las ediciones del catastro del año 2018 corresponden a los meses entre septiembre y diciembre, ambos inclusive, en orden consecutivo. Lo mismo aplica para el 2019, que comprende los meses entre enero y mayo.

Fuente: Oficina de Gestión de Proyectos Sustentables, Ministerio de Economía.

**GRÁFICO V.9**CBC: Catastro de proyectos de inversión
(miles de millones de dólares)

Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

GRÁFICO V.10Incidencias reales anuales en la FBCF (*)
(puntos porcentuales)

(*) Para el 2018 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. Las proyecciones de los años 2019, 2020 y 2021 se elaboran utilizando 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.

particular relacionadas con hospitales, carreteras y aeropuertos. Información de la Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería (AIC) del primer trimestre del 2019 muestra que la ingeniería de detalles (que realiza para proyectos que se desarrollarán en 1 o 2 años) alcanza tasas de crecimiento anuales elevadas, comparables con las del 2010-2012. En cuanto a la inversión habitacional, si bien esta comenzó el año con una contribución nula al PIB del sector construcción, los niveles de ventas se mantienen elevados y las perspectivas que se recogen en el IPN de mayo son positivas. De todos modos, el IMCE del sector construcción mostró un descenso en lo más reciente, aunque igual se mantiene por sobre su promedio histórico.

En el mediano plazo, diversos elementos apuntan a que la inversión volverá a tomar fuerza. Por lo pronto, la menor base de comparación que dejará el ajuste en su crecimiento del 2019, ayudará a elevar el registro del 2020, año para el cual el escenario base estima un crecimiento de 5,1% de la FBCF. La relación capital a PIB se ha mantenido baja en los últimos años (bajo 22% en términos reales), con una inversión productiva —excluyendo inversión en minería y habitacional— que prácticamente no creció en el 2016-2018 (gráfico V.10). Se suma que la fuerte inmigración de los últimos años redujo la relación entre el capital y el trabajo. Absorber esta mayor mano de obra requiere adecuar el stock de capital, por lo que, de no mediar un cambio de visión más significativo respecto a la productividad y/o a los diversos costos asociados a la tramitación de proyectos de inversión, esta debiese retomar dinamismo (Recuadro V.1). Las condiciones internas para financiar esta mayor inversión son favorables: las tasas de interés locales han permanecido en niveles bajos, algo que se verá reforzado con la decisión tomada por el Consejo en su Reunión de junio. Del mismo modo, las condiciones de financiamiento externo han permanecido favorables y, de hecho, las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EE.UU. se ubican en sus mínimos de varios períodos. Todo ello se da en un contexto en que el sistema financiero local no presenta desequilibrios, no hay elementos que dificulten el flujo de financiamiento hacia ellas y el déficit fiscal se mantiene acotado.

Con todo, la evolución de la inversión en el primer trimestre pone una nota de cautela en la medida que parte de sus determinantes puedan ser más persistentes, en particular el aumento de la incertidumbre externa. Por lo pronto, esta ha reducido el precio de los activos y, con ello, los incentivos a invertir (gráfico III.6). Se suma la depreciación cambiaria que podría mermar la adquisición de bienes de capital, mayoritariamente importados. La evolución de los inventarios también impone un riesgo a la dinámica de la inversión. Ya a fines del 2018 se había registrado una acumulación que se estimó en su momento se convertiría en inversión, algo que no ocurrió y por el contrario, en el primer trimestre volvieron a acumularse existencias. Ello, en un contexto en que, según el IMCE, ha aumentado el porcentaje de encuestados del comercio mayorista que juzga sus inventarios como indeseados, y en que los entrevistados del IPN provenientes de empresas comercializadoras de maquinarias y equipos dan cuenta de ventas por debajo de lo esperado, particularmente en las regiones del norte. Con todo, la producción local de maquinaria y equipos y las ventas mayoristas de estos se han mantenido creciendo y se espera que continúen haciéndolo, contribuyendo a la desacumulación de inventarios. Finalmente cabe destacar que gran parte de la inversión del 2019 es minera y en particular,

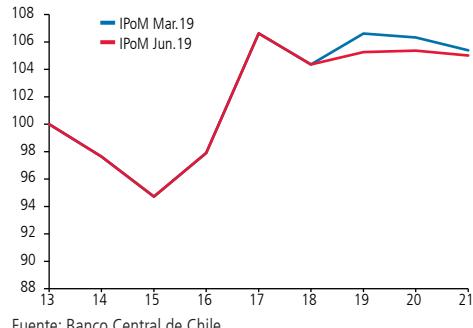
corresponde a pocos proyectos que involucran grandes montos de inversión y que no presentan retrasos a la fecha. El escenario base prevé que en adelante otros sectores también verán un repunte.

El consumo ha tenido un comportamiento de acuerdo con lo anticipado y el escenario base considera que luego de expandirse 3,1% el 2019, lo hará en promedio en 3,5% los dos años siguientes. Acorde con lo anterior, la proyección para este componente del gasto no tiene mayores cambios respecto de lo considerado en el IPoM de marzo. Las mayores tasas de crecimiento para el 2020 y 2021 son coherentes con una economía que crecerá a tasas superiores. El mercado laboral ha dado señales más positivas respecto del empleo, como se desprende tanto de las cifras del INE, de los registros administrativos y la información obtenida en el IPN. Las importaciones de los bienes de consumo se han mantenido elevadas (con excepción de las de automóviles) y las expectativas del sector comercio siguen optimistas (IMCE). Todo ello en un contexto en que las condiciones financieras se mantienen favorables, tanto por la permanencia de tasas de interés en niveles bajos como por buenas condiciones de otorgamiento de crédito.

El escenario base considera que la economía seguirá recibiendo impulso desde el exterior, pero este será menor al de los dos años previos y al contemplado en marzo. El crecimiento de los socios comerciales, que se ajusta levemente a la baja para este año y se mantiene para los dos siguientes, alcanzará a 3,2% en el 2019 y el 2020 y 3,3% el 2021. En el 2019 el ajuste dice relación principalmente con el menor desempeño que se prevé para América Latina, donde Argentina, Brasil y México han mostrado tasas de crecimiento más débiles. La primera continúa en recesión y atraviesa por un ajuste fiscal y monetario relevante. La segunda, ha visto mermado su crecimiento en un contexto en que los retrasos en la discusión y aprobación de reformas estructurales ha afectado la confianza de los inversionistas. Finalmente en México, la actividad también ha decepcionado, sumándose los efectos que la reciente alza de aranceles decretado por EE.UU. tendrá sobre su economía. Respecto de las principales economías, las proyecciones tienen ajustes muy marginales este año y se mantienen iguales para los dos años siguientes. En varios de estos países los registros efectivos del primer trimestre fueron positivos, pero los indicadores más coyunturales, especialmente la producción industrial, apuntan a desempeños más acotados el resto del año. Con todo, la evolución de las cifras de comercio mundial pone una nota de cautela respecto del impacto que el escalamiento del conflicto comercial está y podría seguir teniendo sobre el desempeño de la economía mundial.

Los términos de intercambio tendrán este año un crecimiento más acotado que lo considerado en marzo, en particular por la evolución que ha tenido y se prevé para el precio del cobre (gráfico V.11). Este se ha reducido en los últimos meses como respuesta al escalamiento del conflicto comercial y datos de actividad en China que en el margen han estado por debajo de lo esperado por el mercado. Así, el escenario base prevé precios del cobre más cercanos a US\$2,8 la libra, lo que se compara con valores más cercanos a US\$2,9 la libra en el IPoM de marzo. El precio del petróleo tuvo alzas desde marzo, reflejo de la imposición de sanciones a Irán, los menores envíos petroleros desde Venezuela y el sobrecumplimiento de los recortes adoptados por los miembros de la OPEP.

GRÁFICO V.11
Términos de intercambio
(índice 2013=100)





Sin embargo, posteriormente, los temores sobre los efectos que la escalada del conflicto comercial pudiera tener sobre la demanda global de crudo, llevó a deshacer las alzas previas. En línea con ello, las proyecciones de precios para el 2019 que se extraen de los futuros disponibles los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM apuntan a precios promedio del barril de Brent y WTI ligeramente superiores a los estimados en marzo. Luego, los precios seguirán una trayectoria descendente. Así, los términos de intercambio tendrán este año un alza de 0,9%, de 0,1% el 2020, para luego contraerse 0,3% el 2021.

Si bien el crecimiento de los socios comerciales se ajusta levemente, sí se ha observado un marcado deterioro del crecimiento del comercio mundial, lo que es capturado en la evolución menos favorable que se prevé para las exportaciones chilenas. En el escenario base se proyecta que tendrán un dinamismo menor, en particular el 2019. En lo principal por las dificultades que han tenido algunos sectores de la industria exportadora, también por la menor producción de cobre que impactará a los envíos del metal. Dentro de las importaciones, destaca el ajuste a la baja en las de bienes de consumo, como respuesta a lo acontecido con las ventas de autos en el mercado local, pero también resalta la baja de internaciones de maquinarias y equipos (y en particular de camiones), que se estima se prolongará más allá del primer trimestre. Ello se refleja en una cuenta corriente que tendrá déficits algo por debajo de 3% del PIB en el horizonte de proyección. A precios de tendencia^{5/} el déficit se ubicará en niveles levemente bajo 4% del PIB.

A pesar de la evolución del panorama internacional, y en particular la manera en que se han ido configurando los escenarios de riesgos, las condiciones financieras han permanecido favorables para las economías emergentes. Ello, dice relación principalmente con la evolución de las tasas de interés, las que se han reducido ante el aumento de la incertidumbre. El escenario base prevé esta incertidumbre se prolongará, sin que los factores detrás de ella redunden en un desenlace abrupto con un deterioro marcado de las condiciones financieras.

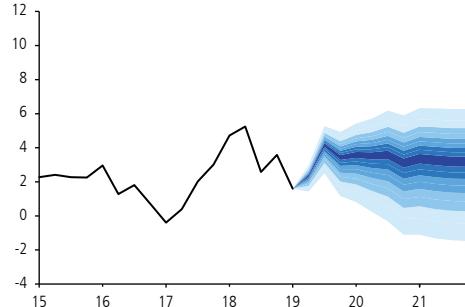
ESCALA DE SENSIBILIDAD

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 delineó. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y el curso de la política monetaria. En esta ocasión, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja y para la inflación está equilibrado (gráficos V.12, V.13 y V.14).

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.

^{5/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y 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 de 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
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. Para efectos de las proyecciones, se asume como supuesto de trabajo que durante los próximos trimestres la TPM se mantendrá en su nivel actual y comenzará un proceso gradual de normalización durante el próximo año.

Fuente: Banco Central de Chile.

Uno de los principales riesgos dice relación con los efectos del fuerte flujo inmigratorio en la economía. El escenario base supone que esta afecta positivamente el crecimiento tendencial y potencial, incrementando la brecha de actividad y afectando la dinámica inflacionaria a lo largo del horizonte de política. No obstante, es posible que sus efectos sean distintos de los considerados. En primer lugar, es posible que el significativo incremento de la fuerza laboral tenga efectos negativos más persistentes sobre la productividad. A partir del hecho que los inmigrantes inicialmente se emplean en trabajos que no son acordes con sus competencias —teniendo por tanto una productividad inferior a la que deberían—, en el escenario base se supone que en la medida que pasa el tiempo van “escalando” hacia empleos más acordes con sus competencias y la productividad mejora. Sin embargo, es posible que este proceso se vea dificultado, ya sea por factores legales, menores redes de contactos en comparación con los trabajadores chilenos o la reticencia de los empleadores chilenos a contratar trabajadores extranjeros, por ejemplo. Sea por ese motivo u otro que implique un menor crecimiento de la productividad, esto reduciría el incremento proyectado del PIB potencial, acotaría la brecha y aumentaría las presiones inflacionarias. Para asegurar la convergencia de la inflación en el horizonte de dos años, la TPM debería seguir una trayectoria que está por sobre la considerada en el escenario base.

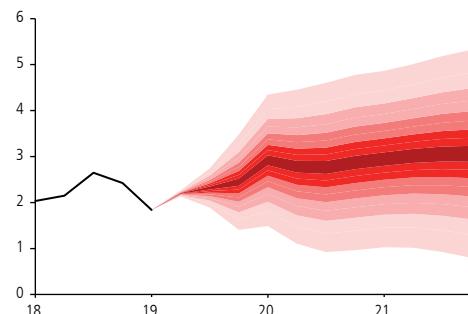
Un segundo escenario de sensibilidad en torno a la inmigración considera que la incorporación de la población extranjera al mercado laboral ocurre con mayor rapidez. Esto proceso es ayudado ya sea porque buscan empleo con mayor intensidad o bien por una disposición a trabajar por menores salarios. Si bien expansivo para la actividad, un escenario de este tipo se traduce en una mayor brecha de actividad y menores presiones inflacionarias, con lo que la política monetaria debería ser más expansiva para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

Otro riesgo relevante del escenario base se relaciona con la evolución del escenario externo. De darse un deterioro más marcado del crecimiento de los socios comerciales —de entre 0,5 y 1 punto porcentual—, se podrían gatillar alzas de los premios por riesgo, caídas de los precios de las materias primas y, con ello, un precio del cobre que podría llegar a US\$2,3 la libra a fines de este año. Sus efectos en la economía local se ampliarían por un deterioro de las expectativas que redundaría en menor consumo e inversión en el 2019-2020. Así, el PIB chileno tendría una reducción del orden de 1 a 2 pp acumulados en el 2019-2021 y la convergencia de la inflación se vería comprometida, por lo que la TPM debería seguir una trayectoria que está por debajo de la considerada en el escenario base.

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. 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 política y que requieran por tanto ajustar la trayectoria de la TPM. Así, reafirma que conducirá 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 del IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

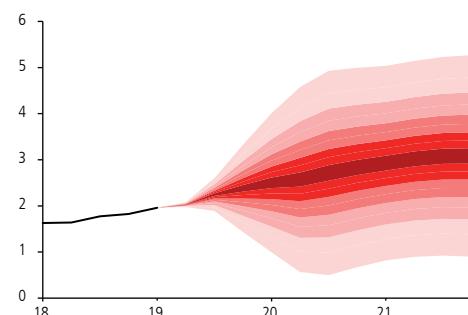


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. Para efectos de las proyecciones, se asume como supuesto de trabajo que durante los próximos trimestres la TPM se mantendrá en su nivel actual y comenzará un proceso gradual de normalización durante el próximo año.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.14

Proyección de inflación del 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. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPCSAE que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. Para efectos de las proyecciones, se asume como supuesto de trabajo que durante los próximos trimestres la TPM se mantendrá en su nivel actual y comenzará un proceso gradual de normalización durante el próximo año.

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO V.1

PIB TENDENCIAL Y POTENCIAL

Este Recuadro presenta los resultados de la actualización habitual del crecimiento potencial de la economía chilena que realiza el Consejo. Además, este año se realiza una actualización de la estimación del crecimiento tendencial —la anterior se hizo en el 2017—, motivada por los efectos que el considerable flujo inmigratorio de los años recientes tiene sobre la capacidad de crecimiento de mediano y largo plazo. Como se ha explicado en ocasiones anteriores, el primer concepto —PIB potencial— se refiere al nivel de PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo. El segundo —PIB tendencial— se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano plazo de la economía. En el largo plazo, las tasas de crecimiento potencial y tendencial convergen al mismo número. Sin embargo, elementos transitorios que alteran la capacidad productiva, tales como *shocks* temporales a la productividad y limitaciones al uso de factores, generan diferencias en el corto plazo entre ambas. De ahí la importancia de analizarlos por separado^{1/}.

Los principales resultados son los siguientes. Primero, el Consejo estima que el crecimiento tendencial del PIB para los próximos diez años se ubica entre 3,25 y 3,75%. Esto implica un aumento de 0,25 puntos porcentuales (pp) con respecto a lo estimado hace dos años, cuando se calculó un crecimiento de entre 3,0 y 3,5%. Segundo, se estima que el crecimiento del PIB potencial promediará en torno a 3,4% en el período 2019-2021. Respecto de la brecha, al primer trimestre del 2019 se estima una brecha de actividad negativa, de 0,7%. Este nivel es superior al estimado hasta marzo, en lo que inciden nuevos datos, la revisión de algunos de los anteriores, el efecto de los filtros y, lo más importante, la sorpresa respecto de la evolución de la fuerza de trabajo derivada de la inmigración.

Crecimiento tendencial del PIB no minero

Siguiendo la lógica de anteriores ejercicios, la estimación del crecimiento tendencial separa el PIB entre sectores minero y no minero^{2/}. Para el PIB no minero, la estimación se basa en la metodología de función de producción, la cual supone que el crecimiento tendencial puede ser descompuesto de la siguiente manera:

$$\Delta Y = \Delta PTF + \alpha \Delta L + (1-\alpha) \Delta K,$$

donde ΔY es el crecimiento del PIB tendencial, ΔPTF es el crecimiento de tendencia de la productividad total de factores (PTF), α es la participación del trabajo en el PIB, ΔL es el crecimiento tendencial de las horas trabajadas ajustadas por calidad y ΔK es el crecimiento del capital (ajustado por la intensidad en el uso de este insumo).

El principal cambio de esta actualización es la proyección de población para el período 1992-2050, publicadas por el INE a fines del 2018. Estas incorporan el significativo fenómeno inmigratorio observado desde el 2015, el cual se espera continuará siendo importante en los próximos años^{3/}. La intensidad de este fenómeno no estaba incorporada en las proyecciones de población previas (gráfico V.15), lo que tiene consecuencias relevantes en la proyección del factor trabajo y, a través de este, en la capacidad de crecimiento de la economía. El resto de los supuestos de proyección no sufren cambios mayores respecto del ejercicio del 2017, salvo la incorporación de una modelación explícita de la manera en que el capital y la PTF responden al aumento del factor trabajo asociado a la inmigración.

^{1/} Para más detalles, ver capítulo 1, en Banco Central de Chile (2017).

^{2/} Hasta el 2017, la descomposición se realizaba entre el PIB de recursos naturales —minería, pesca y EGA— y PIB Resto (para más detalles, ver Fuentes, Fornero y Rubio (2018)). Los resultados de este ejercicio son muy similares con ambas descomposiciones.

^{3/} La fracción de población inmigrante como total de la población, pasó de 3,3% en el 2014 a 6,7% en el 2018.

GRÁFICO V.15
Proyecciones de población en edad de trabajar
(miles de personas, 2002-2050)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Así, se estima que en el período 2019-2028 la contribución del trabajo al crecimiento tendencial será 0,9%, comparada con el 0,7% que se habría obtenido para el mismo período con las proyecciones de población disponibles el 2017. La diferencia entre ambas cifras proviene de la mayor proyección de flujos inmigratorios, en particular para el 2019 y 2020. Las proyecciones de participación, horas trabajadas, y calidad, así como la tendencia demográfica secular hacia mayor envejecimiento y menor natalidad siguen las dinámicas del ejercicio previo.

Respecto del incremento del stock de capital, en los próximos diez años se estima que su contribución al crecimiento tendencial será 1,7%, similar a lo estimado en el 2017 para el decenio 2017-2026. La respuesta de la inversión al mayor crecimiento del factor trabajo asociado a la inmigración, que hace más rentable el capital, contribuye con una décima de ese crecimiento^{4/}. Finalmente, el crecimiento tendencial de la PTF del PIB no minero está en torno a 1% para los siguientes diez años. Esta cifra está en línea con un promedio histórico algo más alto, que se deriva de la última actualización de cuentas nacionales, y la modelación de los efectos de la inmigración en la senda de productividad^{5/}. Sin embargo, también existe un grado importante de incertidumbre a la luz del bajo dinamismo mostrado por esta variable en los últimos años.

Para calcular el crecimiento tendencial del PIB total se añade la proyección del crecimiento del sector minero. Esta se basa en información de Cochilco y el análisis de la evolución histórica de la ley del cobre. Como ha sido la tónica de los últimos años, se espera un crecimiento menor al del PIB no minero: 2% para los próximos diez años. Así, en el escenario base, el crecimiento del PIB total para el decenio 2019-2028 se ubica en 3,4% (tabla V.2).

^{4/} Para más detalles respecto de la estrategia de modelación, ver Aldunate *et al.* (2019).

^{5/} La literatura internacional sugiere que los inmigrantes inicialmente se emplean en trabajos que no son acordes con sus competencias, implicando una pérdida en productividad. Con el paso del tiempo, se van moviendo hacia empleos más acordes a sus competencias, lo que conlleva a mejoras en la productividad total. Para detalles de la modelación y los supuestos de calibración, ver Aldunate *et al.* (2019).

TABLA V.2
Proyección de crecimiento del PIB tendencial
(porcentaje)

	Crecimiento tendencial (*)			Contribución al crecimiento del PIB no minero		
	PIB total	PIB no minero	PIB minero	PTF	Trabajo	Capital
2019-2028	3,4	3,5	2,0	1,0	0,9	1,7

(*) Minería pondera 11,9% del PIB total. Se asume que IVA y derechos de importación crecen a la misma tasa que el PIB no minero.

Fuente: Banco Central de Chile.

Como es usual, este número representa la estimación central. El Consejo considera que un rango de entre 3,25 y 3,75% recoge de manera adecuada la incertidumbre asociada a este cálculo. Esta se relaciona con diferentes supuestos para la evolución de los factores de producción, incluyendo distintos escenarios para la evolución de los determinantes del factor trabajo, la PTF, así como de la velocidad de respuesta del capital y la productividad específica asociada a los nuevos trabajadores que se integran al mercado laboral producto de la inmigración^{6/}.

Crecimiento del PIB potencial y brechas de actividad

El PIB potencial puede diferir del PIB tendencial, ya que shocks transitorios a la productividad y/o limitaciones temporales al uso de factores pueden alterar la capacidad productiva de corto plazo, sin modificar la de mediano plazo. Con el paso del tiempo, ambas convergerán a un mismo valor, una vez que estos elementos se disipen.

El cálculo del PIB potencial y de la brecha de actividad se basa en una batería de modelos estadísticos (filtros de series de tiempo) anclados en la llamada Curva de Phillips, que describe la relación entre la inflación y la brecha de actividad. En estos modelos, el crecimiento de largo plazo se ancla a la estimación de crecimiento tendencial ya descrita, lo que asegura la congruencia entre ambos enfoques^{7/}.

Los resultados muestran un alza de la proyección de crecimiento potencial del PIB no minero. Para el período 2019-2021 esta cifra promediará en torno a 3,4% (en torno a 3,2% estimada en septiembre del 2018). Respecto de años previos, el crecimiento potencial del período 2016-2018 se revisa algo al alza, con una corrección concentrada en el 2016 (tabla V.3).

^{6/} Para una discusión de los escenarios, ver Aldunate *et al.* (2019).

^{7/} El filtro multivariado, uno de los filtros empleados, es extendido para que se ancle al crecimiento del PIB tendencial no minero. Para una descripción de la metodología, ver Aldunate *et al.* (2019).



TABLA V.3

Estimaciones de crecimiento potencial y brechas de actividad para el PIB no minero (1)

Año	PIB no minero (2)		Potencial (2)		Brecha (2) (3)		
			M. estadísticos (4)		Prom.	MEP (5)	
	Sept.18	Jun.19	Sept.18	Jun.19	Sept.18	Sep.18	Jun.19
2016	1,6	2,0	2,2	2,4	-0,5	-0,5	-0,3
2017	1,9	1,6	2,5	2,5	-1,1	-1,1	-1,2
2018	4,1	3,9	3,1	3,1	-0,1	-0,1	-0,4
2019	3,2	3,0	3,2	3,3	-0,1	-0,3	-0,7
2020		3,7		3,4		-0,4	
2021		3,6		3,4		-0,1	

(1) Para cada columna, cifras posteriores a la línea segmentada corresponden a la proyección contenida en el IPoM de cada año. PIB no minero a costo de factores desestacionalizado. (2) Promedio del año. (3) Corresponde a la diferencia (en logaritmos) del nivel de PIB efectivo y potencial, expresado en porcentaje. (4) Modelos estadísticos promedia niveles de potenciales calculados con filtro tri-variado y filtro mutivariado (5) Brecha modelo MEP.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto de la brecha de actividad, al primer trimestre del 2019, su nivel se ubica en -0,7%, más amplio que lo estimado hasta marzo. Esto responde a la actualización del crecimiento potencial y la menor expansión de la actividad económica a comienzos del 2019 (gráfico V.2). Se debe tener presente que el fuerte flujo inmigratorio de los últimos años aumenta la velocidad del crecimiento potencial en los últimos trimestres, lo que ayuda a una brecha más abierta en el primer trimestre del 2019. Tal como se resaltó en marzo, la mayor brecha es coherente con los bajos registros de inflación que arrojó el cambio en la medición del IPC. A futuro, la revisión al alza del PIB potencial es el factor que tiende a dominar en la evolución de la brecha, sobre todo a partir del 2020. Hacia el 2020 y 2021 se proyecta que la actividad no minera tendrá un crecimiento levemente por encima de su potencial, con lo que la brecha se irá cerrando de forma gradual durante el horizonte de proyección (tabla V.3).

RECUADRO V.2

TASA DE INTERÉS NEUTRAL

La tasa de interés neutral —TPMN— es uno de los parámetros estructurales que el Consejo utiliza para la evaluación del estado actual de la economía, sus perspectivas y la calibración de la política monetaria. La política monetaria se considera expansiva (contractiva) cuando la TPM efectiva es inferior (superior) a la TPMN. De ahí que mantener una estimación actualizada de esta medida de tasa neutral es relevante tanto para la aplicación de la política monetaria como para la comunicación de su orientación futura.

En los últimos años se han producido varios desarrollos del escenario macroeconómico que podrían haber afectado el nivel de la TPMN. Entre ellos, se puede mencionar la caída de las tasas de interés externas y el impacto sobre el crecimiento tendencial y potencial del fuerte fenómeno inmigratorio de los últimos años (Recuadro V.3). Sumado a lo anterior, el Banco ha desarrollado y ampliado el uso de nuevas metodologías de estimación de la TPMN, siguiendo la práctica de otros bancos centrales y la necesidad de compatibilizar los distintos cambios que presenta la economía.

Este Recuadro presenta los resultados de la estimación de la TPMN para la economía chilena. Estos arrojan resultados que la ubican en un rango entre 0,75 y 1,25% en términos reales. Sumando la meta de inflación y considerando el grado de incertidumbre de estas estimaciones, el Consejo considera que en términos nominales la TPMN se ubica entre 3,75 y 4,25%. Este rango es 25 puntos base (pb) menor al considerado previamente. Algunas de las estimaciones realizadas muestran que el *shock* migratorio tiene un impacto al alza sobre la TPMN, aunque de magnitud moderada. También indican que este efecto es más que compensado por la presión a la baja que ejerce la caída de tasas de interés internacionales, particularmente desde la crisis financiera global del 2008-09.

Definición y relevancia

La TPM neutral se define como aquella que es coherente con un PIB en su nivel de equilibrio —tendencial— y una inflación que se ubica en la meta de 3%. Todo esto, una vez que los efectos de los *shocks* transitorios en la economía se han disipado. Por

esta razón, la TPMN es inherentemente una tasa asociada con el largo plazo, a la cual se espera que la TPM efectiva converja gradualmente, en ausencia de más perturbaciones que alejen la economía de su nivel tendencial. De ahí que la TPMN a la que se hace referencia es lo que se entiende como una tasa neutral tendencial^{1/}.

Como se indicó, la TPMN es una variable relevante para la calibración de la política monetaria, pues provee una referencia para la evaluación del impulso monetario implícito en la TPM efectiva.

Metodologías empleadas

La TPMN es una variable que no se puede observar directamente, por lo que debe ser inferida de variables que sí lo son. Dicha inferencia puede ser realizada con distintas metodologías, con resultados que pueden variar entre enfoques. En el caso de la tasa de interés neutral, la práctica de los bancos centrales ha sido escoger un abanico amplio de modelos, dado que los estimadores están sujetos a una incertidumbre importante^{2/}.

La elección de las metodologías de cálculo de la TPMN por parte del Banco pondera varios aspectos: (a) el uso anterior de dichas metodologías, de modo de mantener una coherencia en el tiempo; (b) su uso en otros bancos centrales; (c) la aplicabilidad de cada método para la economía chilena; y (d) el grado de certeza en la inferencia del nivel de la tasa neutral. Con estos criterios, se consideran los siguientes tres enfoques^{3/}:

(i) *Observación directa de las expectativas de mercado para las tasas en el largo plazo.* La TPMN es el nivel que debería tener la TPM en ausencia de *shocks*. En general, es posible pensar que en un plazo entre 5 y 10 años, los efectos cíclicos de los *shocks* transitorios se han disipado, por lo que el nivel de la

^{1/} En la literatura académica existe también el concepto de tasa neutral de corto plazo, caracterizada por la ausencia de rigideces de precios, y que puede fluctuar bastante a lo largo del ciclo económico. No obstante, el Consejo asocia sus estimaciones de TPMN al concepto de tasa neutral de largo plazo o tendencial.

^{2/} Aldunate *et al.* (2019) da cuenta de las estimaciones de otros bancos centrales y la incertidumbre asociada.

^{3/} Aldunate *et al.* (2019) describe en detalle las metodologías empleadas, así como otras auxiliares que se contemplaron.



tasa real esperada entre 5 y 10 años más es una aproximación posible de la TPMN. Esta tasa, la 5 en 5, se deriva de los precios de los activos financieros luego de corregir por los premios por plazo. Con esta metodología, la TPMN actual es 0,8% real, con una dinámica reciente que no muestra cambios significativos^{4/} (gráfico V.16).

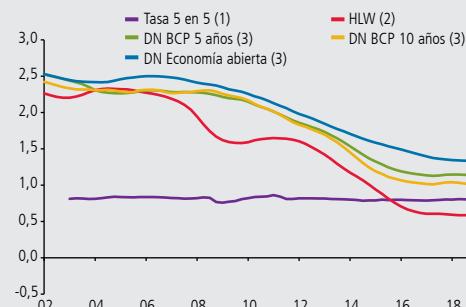
(ii) *Inferencia considerando movimientos de la inflación y del PIB.* Esta medición sigue la metodología propuesta por Holston, Laubach y Williams (2017) y es de amplio uso en varios bancos centrales. Esta busca inferir el nivel de tendencia de la tasa de interés a partir de observaciones de la actividad, la inflación y las tasas de interés. Para ello se consideran restricciones derivadas de la teoría económica, que relacionan la actividad con el ritmo de la inflación, y la tasa de interés con factores tendenciales de crecimiento, entre otros. Esta metodología, con el grado de incertidumbre inherente, entrega un valor esperado para la TPMN actual de 0,6% real, con una tendencia que ha sido decreciente en los últimos años (gráfico V.16). Cabe subrayar, sin embargo, que el grado de incertidumbre sobre esta inferencia es considerable (Aldunate *et al.* 2019).

(iii) *Inferencia considerando movimientos de la inflación y de los precios de los activos financieros.* Siguiendo la metodología descrita por Del Negro *et al.* (2017), se estima la tasa neutral tendencial a partir de la observación de un conjunto amplio de precios de activos financieros, inflación y expectativas de mercado para estas variables, considerando restricciones teóricas y tendencias comunes. Para la estimación se toman en cuenta tres casos específicos como aplicaciones de esta metodología al caso chileno: datos del bono BCP a 5 años (gráfico V.16); datos del BCP a 10 años; y una modificación del enfoque para considerar una paridad descubierta entre (tendencias de) tasas locales, externas y el tipo de cambio real. Esto permite incluir consideraciones de economía pequeña y abierta, relevantes para Chile. La TPMN real estimada con estas metodologías es 1,1; 1,0; y 1,4%, con una tendencia a la baja en el tiempo, compartida por las tres versiones de esta metodología.

^{4/} Aldunate *et al.* (2019) muestran la evolución de la TPMN sin realizar la corrección de los premios por plazo, la que sí exhibe una tendencia decreciente en los años recientes. Sin embargo, dado que existe un relativo consenso en que los premios por plazos se han reducido en años recientes, se decidió conservar la metodología que corrige por premios, a pesar de la incertidumbre que dicha corrección puede tener.

GRÁFICO V.16

Estimaciones de la tasa real neutral tendencial (porcentaje)



(1) Tasa 5 en 5 se deriva de los precios de los activos financieros corregida por premios por plazo. (2) Basado en Holston, Laubach y Williams (2017). (3) Basado en Del Negro *et al.* (2017), utilizando datos del BCP a 5 años, del BCP a 10 años y consideraciones para una economía abierta.

Fuente: Banco Central de Chile.

Un enfoque estructural

Si bien los enfoques hasta ahora descritos permiten inferir la TPMN, ninguno cuenta con la suficiente estructura económica para identificar y aislar de forma simultánea los desarrollos macroeconómicos que pueden haber afectado las tasas de interés en Chile. Esto es especialmente importante considerando la caída de tasas de interés internacionales y los efectos del shock migratorio en el crecimiento^{5/}. Para ello, se complementa el análisis con el modelo estructural base del Banco, que permite aislar cada uno de estos dos canales. Sin embargo, es preciso resaltar que dicho modelo se emplea para fluctuaciones de corto plazo, por lo que, por construcción, no puede dar luces sobre las tasas de largo plazo, las cuales están dadas y son tomadas como un insumo para el modelo^{6/}. Lo que este enfoque estructural sí puede generar son las expectativas de tasas cortas a horizontes lejanos, y dado su carácter estructural, permite asociar cambios en dichas expectativas a fenómenos económicos explícitos^{7/}.

^{5/} El primer método solo permite inferir dichos efectos a través de las expectativas de tasas. El segundo puede aislar los efectos de la migración a través del crecimiento efectivo, pero no considera el canal de tasas externas. El tercero permite capturar los cambios en las tasas externas, pero no permite identificar el efecto directo de la inmigración.

^{6/} En sentido estricto, la tasa de estado estacionario es un parámetro exógeno en el modelo.

^{7/} Del Negro *et al.* (2017) muestra que estas expectativas son comparables a las estimadas por métodos como el de Holston, Lauback y Williams descrito anteriormente..

El gráfico V.17 muestra los resultados de considerar, por separado, los efectos en el modelo estructural tanto del *shock* inmigratorio como de la caída de las tasas externas. El *shock* inmigratorio es capturado simulando un aumento de la población inmigrante, similar al considerado en el ejercicio del PIB tendencial (Recuadro V.1). El efecto de la caída de las tasas externas es capturado simulando un descenso de las tasas en EE.UU., como la encontrada para la tasa neutral de este país por Holston, Laubach y Williams (2017). Los resultados presentados en el gráfico V.19 son desviaciones del nivel de estado estacionario que se asume como dado. El *shock* migratorio genera un alza de la tasa por sobre su tendencia (barras moradas), por la aceleración de la inversión producto de la caída inicial del capital por trabajador que resulta del aumento del factor trabajo, aunque de magnitud moderada (6pb) y concentrado en su mayor parte a partir del 2015. Este efecto es más que compensado por la caída de las tasas externas, particularmente desde la crisis financiera global del 2008-09 (15pb). El efecto neto de estas dos fuerzas entrega una desviación por debajo de la tasa de largo plazo cercana a 10pb.

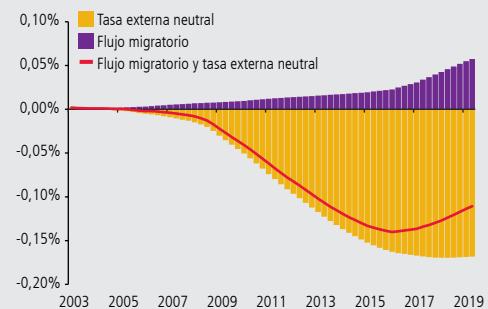
Conclusiones

La actualización de la estimación de la TPMN muestra que su nivel —considerando el promedio simple de cinco estimaciones— se ubica en torno a 1% real. Sumada la meta de inflación y considerada la incertidumbre en torno a las estimaciones, el Consejo considera que en términos nominales la TPMN se ubica en un rango entre 3,75 y 4,25%.

La diferencia de 25pb respecto de la estimación anterior se explica por la consideración de un rango más amplio de modelos de estimación. Por esta vía, se capturan los efectos de las caídas de las tasas de interés neutrales de las economías desarrolladas, particularmente después de la crisis financiera global, y compensadas menos que proporcionalmente por la mayor capacidad de crecimiento doméstica, producto de la inmigración.

GRÁFICO V.17

Modelo estructural: desviaciones de la tasa real neutral esperada (*) (porcentaje)



(*) Las barras moradas muestran las desviaciones de la tasa real neutral de su nivel tendencial predecido por el modelo estructural dado el flujo migratorio. Las barras amarillas corresponden a las desviaciones al agregar al modelo una caída de la tasa externa neutral similar a la observada para EE.UU. por Holston, Laubach y Williams (2017). La línea roja corresponde al efecto combinado de ambos factores.

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO V.3

IMPACTO DE LA INMIGRACIÓN EN CHILE: LECCIONES DE CASOS COMPARABLES

Los flujos migratorios hacia Chile han aumentado significativamente en los últimos años. Según datos del INE, entre diciembre del 2014 y diciembre del 2018, la población extranjera en Chile pasó de 490 mil personas a más de un millón 250 mil personas. Esto implicó un aumento de la población de 4,3% y de 6,4% de la fuerza de trabajo. Es interesante notar que en los últimos dos años este fenómeno se aceleró. Así, entre abril del 2017 y diciembre del 2018, el ingreso neto de migrantes fue de casi 470 mil personas—2,5% de la población y 3,8% de la fuerza laboral—, dominado por ciudadanos venezolanos (43%) y haitianos (24,3%) (tabla V.4). La magnitud del fenómeno migratorio y sus implicancias para la economía chilena ha generado un interés creciente por entender y cuantificar su impacto^{1/}. Este Recuadro revisa experiencias internacionales de fenómenos migratorios y discute posibles mecanismos de transmisión hacia el mercado laboral, el crecimiento y la inflación.

TABLA V.4
Características de la población migrante en Chile

	Total migrantes	Flujo migratorio	
	Dic.14	Ene.15 - Abr.17	Abr.17 - Dic.18
Total (miles)	489,7	293,6	467,9
Porcentaje de la fuerza laboral (1)	4,1	2,4	3,8
Composición, según país de origen (2) (porcentaje del total)			
Perú	31,7	17,9	5,7
Argentina	16,3	0,7	1,1
Bolivia	8,8	11,1	6,4
Colombia	6,1	23,0	7,7
Venezuela	1,9	21,3	43,0
Haití	1,0	16,6	24,3
Otros países	34,2	9,4	11,9
Características demográficas (3)			
Edad promedio (años)	33,8	31,4	30,6
Educación promedio (años) (4)	12,2	12,2	12,9
Tasa participación laboral (porcentaje)	77,3	83,4	85,1

(1) Estimado, para cada grupo, en base a la población en edad de trabajar y su respectiva participación laboral. Las cifras de los flujos migratorios son relativos a la fuerza laboral al inicio del período respectivo.

(2) Para el año 2014, descomposición según el Anuario Estadístico Nacional - Migración en Chile 2005-2014. En el caso de Haití, se estima a partir de flujos de ingresos y egresos registrados por la Policía de Investigaciones de Chile hasta diciembre del 2014.

(3) Los años de escolaridad, participación laboral y edad promedio de cada grupo/año corresponden a los promedios para cada variable y país de origen del Censo 2017 (INE).

(4) Años de escolaridad promedio de la población de 25 años o más.

Fuente: Banco Central de Chile en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas, Departamento de Extranjería y Migración y Policía de Investigaciones de Chile.

1/ El Banco ha publicado diversos antecedentes al respecto en el Informe sobre Crecimiento Tendencial (2017), Recuadro III.1 IPoM septiembre 2018 y Recuadro III.3 IPoM diciembre 2018.

Posibles efectos de la inmigración: evidencia internacional

Tal como se discutió en el Recuadro III.3 del IPoM de diciembre del 2018, los impactos macroeconómicos de una ola inmigratoria pueden ser significativos sobre el país receptor, tanto a través de su efecto sobre la oferta laboral como la demanda agregada. Si bien el resultado depende de la combinación de múltiples factores, hay algunas dimensiones particularmente relevantes. Primero, la intensidad del fenómeno inmigratorio (cuántas personas en cuánto tiempo); segundo, la permanencia de los inmigrantes en el país de destino, dado que ello determina el carácter transitorio o permanente del *shock*, y sus consecuentes efectos sobre las decisiones de los agentes; tercero, el nivel de calificación de la inmigración (educación formal, habilidades, experiencia), que es uno de los principales determinantes de la productividad laboral. Estas dimensiones, a su vez, dependerán de la adaptabilidad de los inmigrantes al mercado laboral local (relacionado con restricciones legales, factores culturales, idioma).

Motivos migratorios: factores de atracción y expulsión

Los fenómenos migratorios se pueden caracterizar en función de si estos son motivados por factores de atracción del país de destino, o de expulsión desde el país de origen. Los primeros se caracterizan por ser graduales en el tiempo y por movilizar migrantes relativamente jóvenes y con alta participación en la fuerza de trabajo. Como ejemplos, se podría mencionar la migración latinoamericana a EE.UU., así como la migración peruana y colombiana a Chile. Los procesos migratorios causados por factores de expulsión se dan ante el deterioro de las condiciones económicas o por conflictos bélicos en el país de origen. Estos fenómenos son más repentinos y suelen afectar a una mayor proporción de la población.

Un primer fenómeno migratorio interesante de analizar es el caso de los Balcanes Occidentales^{2/} que, al estar motivado por factores de expulsión, podría tener alguna similitud con el

2/ Actualmente Albania, Bosnia y Herzegovina, Kosovo, Montenegro, la República de Macedonia del Norte y Serbia.

caso venezolano actual. Dicho proceso comenzó en los años sesenta por las malas condiciones económicas internas, y se fue acelerando hasta alcanzar su máximo con los conflictos armados originados en la disolución de Yugoslavia en los años noventa. De forma sistemática, el empeoramiento de las condiciones socioeconómicas extendió el fenómeno migratorio hasta la actualidad. Hacia el 2013, llegaba a los 5,7 millones de personas, equivalente a 31,2% de la población (Vračić, 2018). Este tipo de episodios sugiere que la migración motivada por factores de expulsión tiende a ser persistente, en la medida que las condiciones político-económicas en el país de origen se mantienen deterioradas.

El rol del capital humano

Un aspecto interesante de la inmigración que ha llegado a Chile recientemente es su diverso perfil educativo. Según el Censo 2017, el promedio de años de escolaridad de los chilenos es de 11 años^{3/}, mientras que el de los inmigrantes haitianos es de 9,5 años, y el de los venezolanos de 15,6 años. El caso de la inmigración rusa en Israel sirve para analizar los posibles efectos de la inmigración más educada que la población local. Tras la caída del Muro de Berlín, se observó un significativo flujo de migrantes provenientes desde las ex Repúblicas Soviéticas hacia Israel. Esto implicó un incremento del 15% de la población en edad laboral entre 1989 y 1997 (casi 2% por año). Además, el nivel educativo de los inmigrantes superaba en promedio al de la población nativa^{4/}. La cuantificación de sus efectos muestra que entre 1990 y 1991 —los años de mayor intensidad del proceso inmigratorio—, el salario promedio de los trabajadores nativos cayó y el retorno al capital aumentó. Sin embargo, hacia 1997 tanto los salarios como el retorno del capital habían recuperado sus niveles iniciales, debido a un boom de inversión motivado por la inmigración. A pesar de su alta calificación, los inmigrantes fueron empleados inicialmente en trabajos de menor productividad y la transición hacia trabajos más productivos fue lenta, entre otras cosas, por diferencias en el idioma. Si bien es difícil cuantificar su contribución, la evidencia también sugiere un efecto desinflacionario. La comparación de precios en regiones con distinta afectación al proceso inmigratorio estima que, por cada punto porcentual de incremento de la población a causa de la inmigración, los precios habrían caído en cerca de 0,5% (Lach, 2007).

Un fenómeno más reciente es el flujo migratorio hacia Europa Occidental, en particular al Reino Unido y Alemania, tras la incorporación de varios países de Europa del Este a la Unión Europea en el 2004^{5/}. En particular, entre el 2004 y el 2017, el ingreso neto de personas al Reino Unido fue de más de 3,5 millones, equivalente a 5,6% de la población. El impacto de dicho fenómeno se analiza en un reporte exhaustivo del *UK Migration Advisory Committee* (2018). Las estimaciones sugieren que, en el largo plazo, el shock inmigratorio tendría un efecto positivo significativo sobre la productividad laboral y los salarios, el cual provendría fundamentalmente de los migrantes más calificados (Campo *et al.*, 2018). Sin embargo, debido a la alta concentración de migrantes en algunos sectores de servicios con mediana y baja calificación laboral, el desempleo habría sido relativamente más alto y los salarios reales habrían aumentado menos en dichos sectores. También serían mixtos los efectos sobre precios: menores presiones salariales y mayor oferta de trabajo habrían impactado negativamente sobre los precios de los servicios personales, a la vez que habría incrementado el precio de las viviendas.

Las barreras de entrada y asimilación al mercado laboral

En el caso de Alemania, además de la migración desde los nuevos países miembros de la Unión Europea, se sumó, más recientemente, el ingreso de desplazados por el conflicto en Siria. Así, la inmigración neta acumulada entre el 2011 y 2018 fue de más de 4 millones de personas, lo que equivale a 5% de la población. Un reporte del Banco Central (Deutsche Bundesbank, 2018), estima que entre el 2014 y 2017 la inmigración —en general menos calificada que la población local— redujo el crecimiento de los salarios en cerca de 0,6% por año, limitando las presiones de costos asociadas a un mercado laboral estrecho. Un estudio del *German Institute for Economic Research* (Clemens y Hart, 2018) estima que entre el 2011 y 2016 la inmigración explicaría hasta 0,4% de crecimiento adicional del PIB por año. La inmigración siria en Alemania podría ser una referencia útil para el caso de los migrantes haitianos en Chile, en particular por las dificultades que supone la falta de un idioma común en el proceso de integración al mercado laboral. Un reporte reciente de la OCDE (2017), basado en encuestas a un conjunto amplio de empresas alemanas, documentó que las principales barreras a la entrada de inmigrantes sirios eran la falta de claridad acerca de su status inmigratorio definitivo (si se le iba a aplicar o no el status legal de refugiado, permitiendo un permiso de trabajo) y las dificultades de lenguaje.

^{4/} Cerca del 60% de los inmigrantes rusos contaba con educación universitaria, en comparación con el 30-40% de los nativos israelíes (Cohen y Hsieh, 2001).

^{5/} Bulgaria, Croacia, Chipre, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, y Eslovenia.

^{3/} Estimado sobre la población de 25 años o más.



Inmigración venezolana: evidencia para Latinoamérica

El fuerte flujo migratorio venezolano también ha afectado a otros países de América Latina (tabla V.5). Sobresalen los casos de Colombia y Perú que, se estima, han recibido del orden de un millón 250 mil (2,6% de la población) y 750 mil personas (2,3%), respectivamente. En su Memoria Anual del 2018, el Banco Central de Reserva del Perú concluyó que el flujo inmigratorio proveniente de Venezuela “habría reducido los costos salariales y potencialmente los precios de las actividades en el sector de servicios”, y “habría contribuido, a través del consumo privado, con 0,33 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2018”. Para el caso de Colombia, el Banco Mundial (2018) sugiere que la migración venezolana habría tenido un impacto negativo sobre el empleo y los salarios de los trabajadores locales menos calificados en aquellas regiones más afectadas por el shock. El mismo informe enfatiza que los efectos serían positivos sobre el PIB en el mediano y largo plazo.

TABLA V.5
Principales destinos de la migración venezolana

País	Total (miles)	Porcentaje de la población	Porcentaje de la fuerza laboral (*)
Colombia	1.260	2,6	4,4
Perú	750	2,3	3,4
Chile	288	1,6	2,7
Ecuador	221	1,3	2,3
Argentina	130	0,3	0,5
Brasil	96	0,0	0,1
Panamá	94	2,3	3,7

(*) Número de migrantes venezolanos en la fuerza laboral se estima, para todos los países, usando la proporción de migrantes venezolanos en edad de trabajar de Chile (89%, INE) y su tasa de participación laboral (88,7%, Censo 2017). La fuerza laboral, para cada país y año, total se obtiene de los World Development Indicators del Banco Mundial.

Fuentes: Banco Mundial, Departamento de Extranjería y Migración de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas de Chile, Organización Internacional para las Migraciones y, para algunos países, declaraciones de las autoridades respectivas.

Implicancias para la experiencia chilena

Si bien cada caso es, en cierto sentido, único y, por lo tanto, las experiencias internacionales son una fuente limitada de conocimiento, es posible extraer algunas conclusiones a partir de la evidencia internacional. En primer lugar, el flujo inmigratorio que ha recibido Chile en los últimos años es de proporciones significativas. Además, hay elementos para creer que la inmigración reciente, en particular la proveniente de Venezuela y Haití, no se revertiría en el corto plazo, especialmente considerando que los migrantes que se trasladan a Chile asumen costos mayores que quienes lo hacen hacia países limítrofes. En segundo lugar, la inmigración reciente se caracteriza por ser una población en promedio más calificada, más joven y con una mayor participación laboral que la población chilena. Tercero, relativo a otros países, Chile plantea menores impedimentos legales para insertarse en el mercado laboral, y a diferencia de los casos migratorios europeos discutidos previamente, comparte el idioma y otros aspectos culturales con una fracción mayoritaria de la población inmigrante.

Por lo tanto, es de esperar que continúen observándose efectos en el mercado laboral a medida que los inmigrantes se integran a este. Concretamente, una contención en los incrementos salariales reales y las presiones inflacionarias. Asimismo, es de esperar un aumento de la inversión. A mediano plazo debería generar efectos positivos en el crecimiento tendencial, dado el aumento de la fuerza laboral y los ajustes en la productividad (Recuadro V.1).

GLOSARIO

América Latina: Comprende a Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela, ponderados a PPC (según cifras WEO, Abril 2019).

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 Minería (PIB no minero).

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en el World Economic Outlook (WEO, Abril 2019). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2019-2021 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 igual al que promedian las economías avanzadas y emergentes.

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, Abril 2019). Los países considerados representan aproximadamente el 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 2,3% en el período 2019-2021.

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 – 2018.

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, Abril 2019).

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

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 alimentos y energía, permaneciendo el 73% 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, Abril 2019).

TCM: Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2019 considera a Alemania, Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, India, Italia, Japón, México, Países Bajos, Paraguay, Perú, Reino Unido, Rep. 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: 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
- CCNN:** Cuentas Nacionales
- CBC:** Corporación de desarrollo tecnológico de bienes de capital
- ECB:** Encuesta de crédito bancario
- EEE:** Encuesta de expectativas económicas
- EOF:** Encuesta de operadores financieros
- FFR:** Fed Funds Rate
- FMI:** Fondo Monetario Internacional
- ICMO:** Índice de Costo de la Mano de Obra
- IMCE:** Indicador mensual de confianza empresarial
- INE:** Instituto Nacional de Estadísticas
- IPC:** Índice de precios al consumidor
- IPCSAE:** Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía
- IPEC:** Índice de Percepción Económica
- IPN:** Informe de Percepciones de Negocios
- 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
- TCM:** Tipo de cambio multilateral.
- TCR:** Tipo de cambio real.
- TPM:** Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aldunate, Rosario, Francisco Bullano, Mario Canales, Gabriela Contreras, Andrés Fernández, Jorge Fornero, Mariana García, Benjamín García, Jennifer Peña, Matías Tapia, Roberto Zúñiga (2019). "Estimación de Parámetros Estructurales de la Economía Chilena", Mimeo, Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. Informe de Cuentas Nacionales. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2017. Crecimiento Tendencial: Proyecciones de mediano plazo y análisis de sus determinantes.
- 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). Migración desde Venezuela a Colombia: Impactos y Estrategia de respuesta en el Corto y Mediano Plazo (Washington, DC: Grupo Banco Mundial).
- Barclays Capital. 2019. Global Economics Weekly. Varios números.
- Campo, F., Forte, G., & Portes, J. (2018). "The Impact of Migration on Productivity and Native-Born Workers' Training," IZA Discussion Papers 11833, Institute of Labor Economics (IZA).
- Clemens, M., & Hart, J. (2018). EU immigration has increased Germany's economic growth. DIW Weekly Report, 8(44), 441-449.
- Cohen, S., & Hsieh, C. T. (2001). Macroeconomic and labor market impact of Russian immigration in Israel. Bar-Ilan Univ.
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Christiano, L. y T. Fitzgerald. 2003. "The Band Pass Filter". International Economic Review, 44: 435-465.
- CRU. 2019. Copper Market Outlook. Varios números.
- Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni y Andrea Tambalotti (2017). "Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest," Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, 48(1): 235-316.
- Departamento de Extranjería y Migración (DEM), Anuario Estadístico Nacional Migración en Chile 2005-2014.
- Deutsche Bank. 2019. Macro Forecast Weekly Update. Varios números
- Deutsche Bundesbank (2018) Wage growth in Germany: assessment and determinants of recent developments. In: Monthly Report 70(4). April 2018. 13–27.
- EEA migration in the UK: Final report. Migration Advisory Committee. London: Migration Advisory Committee) https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/741926/Final_EEA_report.PDF, 2018
- Fondo Monetario Internacional. 2019. World Economic Outlook. Abril.
- Fuentes, Miguel, Jorge Fornero y Hernán Rubio H. (2018) "PIB Minero y No Minero," Notas de Investigación, Revista Economía Chilena vol. 21(3), Banco Central de Chile, p 94-109.
- Holston, Kathryn, Thomas Laubach y John C. Williams (2017). "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," Journal of International Economics, 108(Supplement 1): S39-S75.

INE, Censo de Población y Vivienda 2017.

INE y DEM. Estimación de Personas Extranjeras Residentes Habituales en Chile, 31 de diciembre de 2018.

JP Morgan Chase. 2019. Global Data Watch. Varios números.

Lach, Saul (2007). Immigration and prices. *Journal of Political Economy*, 115(4), 548-587.

OCDE (2017), "Finding their way: labour market integration of refugees in Germany"

Vračić, Alida (2018). The Way Back: Brain Drain and Prosperity in the Western Balkans. Policy Brief (Brussels: European Council on Foreign Relations).

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales

JUNIO 2019

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.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2019