

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2019



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2019



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	13
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	15
II. MERCADOS FINANCIEROS	25
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	29
IV. PRECIOS Y COSTOS	37
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	41
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	63
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	68
RECUADROS	
XXIII Conferencia anual del Banco Central de Chile: Autonomía, Credibilidad y Comunicación de Banca Central	11
Impacto de la guerra comercial en el impulso externo del escenario base	20
Impacto del conflicto comercial en la economía chilena	33
Cambios en el escenario base de proyección durante el último año	49
ANEXOS	
BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	51
ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	55
PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2019	60

*/ Este informe considera la decisión de política monetaria del 3 de septiembre. Para todos los demás efectos, el cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 28 de agosto 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 3 de septiembre de 2019 para publicarse el 4 de septiembre de 2019.

El Consejo

RESUMEN

Desde el IPoM anterior, la inflación total y subyacente se ha mantenido en torno a 2%, en un contexto en que las perspectivas para el escenario macroeconómico se han debilitado. Ello ha incrementado los riesgos para la oportuna convergencia de la inflación a 3%. Parte importante de ello se debe a la evolución del escenario externo, donde las tensiones comerciales han aumentado la incertidumbre global, el crecimiento se ha desacelerado en distintos países y los volúmenes de comercio han descendido. La persistencia y creciente complejidad de los conflictos y el predominio de un mayor pesimismo en los mercados hace prever que el impulso externo en lo que resta del año y buena parte del 2020 será bastante inferior al considerado en el IPoM de junio. Por su parte, en el segundo trimestre la actividad y la demanda interna crecieron por debajo de lo esperado. Si bien parte de ello se debió a factores puntuales en algunos sectores, destaca el menor avance del consumo, el menor dinamismo del empleo asalariado privado y expectativas de consumidores y empresas que han retrocedido respecto de comienzos de año. Con ello, la mantención del dinamismo de la inversión y la expectativa de mayores tasas de crecimiento en el segundo semestre, no serán suficientes para revertir la ampliación de la brecha de actividad que ya se produjo en la primera mitad del año. Todo esto ocurre en un contexto en que la inflación total y subyacente sigue en niveles reducidos, en particular en su componente más ligado a dichas holguras. Tomando en cuenta todos estos antecedentes, en su reunión de septiembre el Consejo decidió reducir la TPM en 50pb, ubicándola en 2%, e indicando que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.

El escenario internacional ha tenido cambios importantes en los últimos meses, que llevan a que el impulso externo que recibirá la economía chilena disminuya de manera sustantiva respecto de lo considerado en el IPoM previo. El escenario base reduce de forma relevante el crecimiento mundial para el período 2019-2021. La vigencia o intensificación de varios focos de tensión y el surgimiento de otros elevaron la probabilidad de ocurrencia de sucesos negativos. La atención sigue centrada en el flanco comercial, por la escalada del conflicto entre EE.UU. y China, a lo que se han ido sumando nuevos frentes y países.

En un comienzo, se esperaba que los efectos de la guerra comercial fueran especialmente visibles en los países directamente involucrados. Sin embargo, la relevancia de las cadenas de valor global los ha transmitido a muchas más economías, como lo refleja la debilidad del comercio mundial y de la actividad manufacturera. Todo ello ha afectado de manera importante las expectativas y las decisiones de inversión en diversos países (Recuadro I.1). El recrudecimiento del conflicto entre EE.UU. y China ha incrementado la desconfianza por la imposibilidad de predecir los cambios de tono, anuncios y contramedidas. A ello se agregan el



SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00 - 0710 - 17	Prom. (f)	2018	2019	2020	2021 (f)
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	8,2	2,0	-2,1	-0,9	-0,3	2,0
PIB socios comerciales (*)	3,6	3,9	3,6	3,1	2,9	3,1
PIB mundial PPC (*)	4,5	3,9	3,6	3,1	2,9	3,1
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,1	3,0	2,5	2,3	2,5
PIB desarrolladas PPC (*)	2,4	1,8	2,2	1,6	1,4	1,5
PIB emergentes PPC (*)	6,5	5,3	4,8	4,3	4,1	4,4
Precios externos (en US\$)	4,6	0,8	2,4	-2,0	1,1	2,0 (niveles)
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	312	296	270	260	270
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	44	75	65	56	53	51
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	42	83	71	63	57	56
Precio paridad de la gasolina (US\$/m³) (*)	366	633	544	484	447	436
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,5	2,3	2,3	1,8	1,9

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

aumento de la probabilidad de una salida no negociada del Reino Unido de la Unión Europea y la intensificación de riesgos geopolíticos en otras regiones.

Hasta ahora, los efectos directos de la guerra comercial en el comercio chileno han sido acotados y heterogéneos. Si bien el volumen de las exportaciones cayó en el primer semestre, una parte se explicó por factores de oferta, como se observa en los envíos mineros. Se suman algunos sectores industriales, como la producción salmonera, cuyos niveles son elevados desde hace un tiempo, lo que limita sus tasas de expansión anual. Por otro lado, el magro desempeño de América Latina ha seguido afectando a la industria metálica básica, cuyos principales mercados de destino están en la región (Recuadro III.1). Con todo, en el escenario base se prevé que los efectos de la guerra comercial en las exportaciones chilenas serán mayores en adelante.

La mayor incertidumbre y pesimismo también ha afectado los mercados financieros globales y la política monetaria se ha tornado más expansiva en el mundo. En las últimas semanas, las volatilidades aumentaron, las bolsas cayeron y las monedas se depreciaron contra aquellas que se perciben como refugio. El deterioro del panorama global se refleja en el marcado descenso de las tasas de interés de largo plazo. Esto se replicó en Chile, con una depreciación del peso y una baja de las tasas de papeles nominales y reajustables.

En el escenario base, el mayor efecto negativo de la guerra comercial se observará en el crecimiento de los países emergentes, en particular en Asia. En los próximos dos años, tanto China como el resto de Asia emergente reducirán significativamente sus tasas de crecimiento respecto de estimaciones previas. Lo mismo sucede en Latinoamérica, donde se combina el peor escenario externo con factores idiosincráticos en Brasil, México y especialmente en Argentina, tras los acontecimientos de las últimas semanas. Para el mundo desarrollado el ajuste de las proyecciones es de menor magnitud. El crecimiento de EE.UU. se mantiene apoyado por el alto dinamismo del consumo, aunque se espera una moderación en el 2020-2021. En la Eurozona la corrección a la baja es levemente mayor, por el comportamiento reciente de Alemania, economía donde las exportaciones tienen una alta participación.

Las perspectivas para los términos de intercambio también bajan, aunque moderadamente. El grueso de los precios de las materias primas ha caído desde junio. Ello, por la percepción de una demanda mundial más débil, en particular de China, y por un dólar más apreciado, factores que seguirán afectando su evolución futura. En el escenario base, en el período 2019-2021, el precio promedio del cobre y del petróleo serán algo menores.

En el plano local, en el segundo trimestre la actividad y la demanda interna tuvieron un crecimiento por debajo de lo anticipado en junio. En el PIB, el grueso de la diferencia se explicó por factores puntuales de oferta, como se observó en la minería, electricidad gas y agua y la agricultura. Tal como en otras economías, la industria mostró tasas de variación anual negativas. Se agrega a ello el impacto puntual de huelgas en la minería y la educación en junio. En la demanda, se observó un comportamiento generalizadamente menos favorable del consumo, más allá de que los elementos que afectaron el PIB también incidieron en su crecimiento. En cambio, la formación bruta de capital fijo (FBCF) tuvo un dinamismo mayor que el esperado, presumiblemente en el sector minero.

El comportamiento del consumo se da en un contexto de marcado retroceso de las expectativas (IPEC) y de una menor creación de empleo asalariado privado, según lo muestran diferentes fuentes de información. Información cualitativa (IPN e IPEC) señala una visión poco favorable para el empleo. Las colocaciones de consumo han moderado su crecimiento, pese a las menores tasas de interés.

La mayor expansión de la FBCF en el segundo trimestre se apoyó en su parte de construcción y obras. El mayor impulso provino de grandes proyectos en la minería, que, como se preveía, sigue favoreciendo la actividad de otros rubros, como los servicios de arquitectura e ingeniería y la construcción. Sin embargo, no se aprecia un mayor aumento de la inversión en el resto de los sectores y el crecimiento anual de maquinaria y equipos volvió a descender.

En el escenario base, en el período 2019-2021, el crecimiento acumulado de la actividad será menor que el proyectado en junio. En el 2019 el PIB aumentará entre 2,25 y 2,75% (2,75 a 3,5% en junio); en el 2020 lo hará entre 2,75 y 3,75% (3 a 4% en junio); y en el 2021 se mantiene entre 3 y 4%. Esto considera mayores tasas de crecimiento anual en el segundo semestre del 2019 —como se aprecia en algunos de los datos parciales de julio—, que no serán capaces de compensar las bajas cifras de la primera mitad del año. Ello, debido a que parte de los factores negativos del segundo trimestre no se revertirán totalmente y a que el menor dinamismo del consumo tendrá algo de persistencia. Se agrega que la mayor incertidumbre global y el menor crecimiento de los socios comerciales reducirá las exportaciones. En el ámbito fiscal, se asume que en el 2019 la economía recibirá un impulso coherente con las metas estructurales de política declaradas por la autoridad. A ello se agrega el efecto de las medidas fiscales recientes, definidas dentro de dichos márgenes. La proyección también contempla los efectos del significativo aumento del impulso monetario derivado de la baja de la TPM de 100pb en los últimos tres meses, lo que permite condiciones financieras altamente favorables. El efecto del mayor impulso monetario se manifiesta especialmente en el 2020. Este elemento y el hecho que el crecimiento potencial es mayor a 3% —por los factores discutidos en el IPoM de junio—, explica que el rango de crecimiento para ese año sea similar al previamente estimado, pese a un escenario externo menos favorable. Esto considera que el peor escenario internacional tendrá efectos duraderos, pero no permanentes, y por ende, no afectaría la capacidad de crecimiento mediano plazo de la economía.

En cuanto a la inflación, la variación anual del IPC y del IPCSAE sigue en torno a 2%, sin grandes diferencias con lo previsto en junio. No obstante, entre los componentes del IPCSAE se aprecian cambios mayores. La inflación de servicios ha sido inferior a lo anticipado, manteniéndose en valores bajos en perspectiva histórica. Destaca lo generalizado de las sorpresas y que las líneas más ligadas al estado de la brecha de actividad y el mercado laboral se han ajustado aún más. En contraposición, la inflación de bienes fue algo mayor que lo esperado, pero explicada en gran parte por un producto —paquete turístico— que muestra un comportamiento históricamente volátil, que se supone se revertirá. En el escenario base, la convergencia de la inflación a la meta se dará en la última parte del horizonte de política. Las expectativas del mercado consideran algo similar. La proyección supone que parte de las sorpresas inflacionarias recientes persistirán por un tiempo —acorde con una brecha de actividad que

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2018	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	4,0	2,25-2,75	2,75-3,75	3,0-4,0
Ingreso nacional	3,8	2,3	3,7	4,2
Demanda interna	4,7	2,4	3,5	3,6
Demanda interna (sin variación de existencias)	3,9	3,0	3,3	3,6
Formación bruta de capital fijo	4,7	4,0	4,0	4,1
Consumo total	3,7	2,7	3,1	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,0	-1,3	1,6	2,2
Importaciones de bienes y servicios	7,6	-1,9	2,3	2,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-3,3	-3,1	-2,6
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	19,6	19,3	19,9	20,6
Inversión nacional bruta (% del PIB)	22,7	22,7	23,1	23,2
FBCF (% del PIB nominal)	21,3	21,9	22,1	22,1
FBCF (% del PIB real)	21,2	21,5	21,6	21,7
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	-9.157	-9.600	-9.200	-8.200
Balanza comercial	4.669	4.400	3.400	4.800
Exportaciones	75.452	70.900	71.400	75.200
Importaciones	-70.783	-66.500	-68.000	-70.400
Servicios	-3.996	-4.400	-4.200	-4.000
Renta	-12.241	-11.100	-10.000	-10.700
Transferencias corrientes	2.411	1.500	1.600	1.700

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

INFLACIÓN (1)

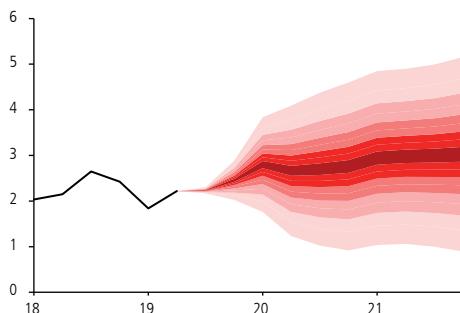
	2018	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	2,4	2,2	2,7	3,0
Inflación IPC diciembre	2,6	2,7	2,8	3,0
Inflación en torno a 2 años (2)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	1,9	2,2	2,5	2,9
Inflación IPCSAE diciembre	2,3	2,5	2,7	3,0
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (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 años previos

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

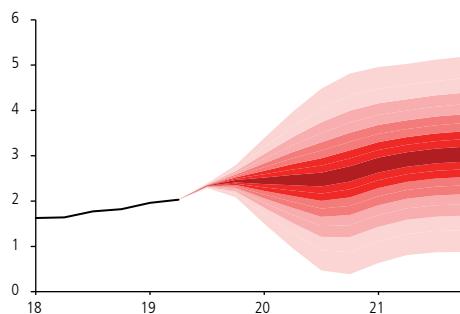
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. 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.

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.

Fuente: Banco Central de Chile.

en la partida supera lo previsto en junio— y que el TCR se mantendrá sobre sus promedios de los últimos quince y veinte años.

El Consejo estima que los eventos recientes han puesto en riesgo la oportuna convergencia inflacionaria. Por ello, en su reunión de septiembre decidió reducir la TPM hasta 2%, señalando que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico. Hacia el mediano plazo, la oportunidad para iniciar el retiro del estímulo dependerá de que los datos muestren clara evidencia de una superación del cuadro más adverso y se asegure una convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

Existen eventos que, aunque pueden situar el crecimiento dentro de los rangos de proyección, requieren de una trayectoria de la TPM distinta para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. A juicio del Consejo, las principales dudas se relacionan con el desempeño futuro del gasto interno. Por un lado, es posible que el comportamiento del consumo y la inversión sea menos dinámico que lo supuesto, retrasando aún más la convergencia inflacionaria. Ello podría darse, entre otros casos, si el deterioro observado en las expectativas de empresas y hogares tiene un efecto mayor al previsto en las decisiones de gasto, o bien si eventos externos o de la economía local deterioran aún más dichas expectativas. Estas circunstancias demandarían un impulso monetario mayor.

El Consejo pondera más el tipo de eventos recién descritos, que otros que pudieran justificar una menor expansividad monetaria. Estos últimos podrían materializarse, por ejemplo, si se diera una respuesta más dinámica de la inversión no minera a la importante reducción de las tasas interés y/o a las medidas de impulso anunciadas por el Ejecutivo. También podrían darse por eventos que reduzcan el crecimiento de la productividad y el PIB potencial, derivando en una menor brecha de actividad y mayores presiones inflacionarias. Por esta razón el Consejo estima que el escenario de proyecciones para la actividad está sesgado a la baja y para inflación está equilibrado.

Por cierto, podrían ocurrir eventos, de carácter más extremo, que sitúen el crecimiento fuera de los rangos de proyección e impliquen decisiones de política materialmente distintas para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Entre ellos, escenarios de un empeoramiento mucho más profundo de la situación externa, o donde interactúe una mayor debilidad del consumo y la inversión con un persistente deterioro de las expectativas que disminuyan la efectividad usual de la política monetaria. Este tipo de escenarios demandarían utilizar gran parte del espacio remanente de política monetaria.

En suma, el escenario macroeconómico y sus perspectivas han tenido cambios relevantes en los últimos meses. La economía ha mostrado un dinamismo inferior al previsto, con una inflación que sigue en niveles bajos, previéndose que lo seguirá estando hasta bien avanzado el horizonte de proyección. A su vez, el escenario internacional se ha deteriorado de modo relevante, en un contexto en que diversos factores han aumentado la incertidumbre. Considerados los efectos sobre la oportuna convergencia de la inflación a la meta, el Consejo decidió reducir la TPM hasta 2%. Con ello, 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.

RECUADRO

XXIII CONFERENCIA ANUAL DEL BANCO CENTRAL DE CHILE: AUTONOMÍA, CREDIBILIDAD Y COMUNICACIÓN DE BANCA CENTRAL

Desde 1997, el Banco Central de Chile ha venido realizando ininterrumpidamente una conferencia anual en que se convoca a destacados expertos a debatir sobre un tema de política monetaria relevante para Chile y países emergentes. Los artículos presentados son posteriormente publicados en un libro. En su vigésima tercera versión, realizada el 22 y 23 de julio recién pasado, la Conferencia Anual se dedicó al tema de la autonomía, credibilidad y comunicación de banca central^{1/}.

La presentación principal de la Conferencia estuvo a cargo de Kenneth Rogoff (U. Harvard) y el programa estuvo compuesto por presentaciones de artículos originales realizadas por Elías Albagli (Banco Central de Chile), Francesco Bianchi (U. Duke), Michael Bordo (U. Rutgers), Stephen Cecchetti (U. Brandeis), Michael McMahon (U. Oxford), Ricardo Reis (London School of Economics), Annette Vising-Jorgensen (U.C. Berkeley) y Pierre Yared (U. Columbia). Cada artículo fue discutido por un especialista y será publicado en un próximo libro de la serie. La conferencia también contó con un panel de discusión compuesto por presidentes o ex-presidentes de los bancos centrales de Israel, Sudáfrica, Colombia y Nueva Zelanda.

La autonomía de los bancos centrales, entendida como la separación de la política monetaria y fiscal, ha jugado un rol central en el control de la inflación alrededor del mundo, incluido Chile. El Banco Central de Chile obtuvo su autonomía en diciembre de 1989 cuando la inflación se empinaba por sobre el 30%. Una década después, la inflación ya se ubicaba en torno al 3%. Así desde comienzos de los dos mil, el Banco ha mantenido una política monetaria basada en una meta de 3% a dos años plazo, que se ha acompañado de un marco de metas de inflación con flotación cambiaria, que evita conflictos de política entre el control inflacionario y la defensa de la moneda. De esta forma, el artículo de Albagli, Calani, Hadsi-Vaskov, Marcel y Ricci (2019) mostró la contribución de la flotación cambiaria para suavizar el ajuste de la economía chilena a *shocks* externos. El panel de discusión destacó que el concepto de autonomía de un banco

central no es homogéneo alrededor del mundo, lo cual estuvo en línea con el estudio de Bianchi (2019), quien muestra que episodios de inflación alta en el mundo son coincidentes con pérdida de autonomía.

La autonomía ha sido un elemento que contribuye a dar credibilidad al mandato que tiene un banco central de controlar la inflación y de asegurar la estabilidad del sistema de pagos. La credibilidad, entendida como el grado de control que tiene la política monetaria sobre las expectativas de agentes económicos, se gana en forma gradual en la medida que existe una correspondencia entre anuncios de una política monetaria y su implementación posterior^{2/}. Esta gradualidad implica que una estrategia deseable para combatir la inflación es justamente una política gradual de metas de inflación, como la que se implementó en Chile. Sin embargo, una alta credibilidad es condición necesaria, pero no suficiente para mantener la inflación controlada. El trabajo de Yared (2019) planteó condiciones en que un desanclaje de expectativas puede generar regímenes de alta inflación de los cuales podría ser difícil escapar. En otro ángulo, Reis (2019) hizo notar un nuevo elemento a considerar en el ejercicio práctico de la autonomía de un banco central, relacionado con las políticas macroprudenciales dirigidas a proveer liquidez al sistema financiero, las cuales pueden tener implicancias fiscales que deben incorporarse en el diseño e implementación de dichas políticas, para permitir su coordinación y a su vez mantener la autonomía de la política monetaria.

El rol de la comunicación se abordó desde dos perspectivas, como parte de la conducción de política monetaria y como una herramienta para fortalecer institucionalmente a un banco central. Sobre la primera de ellas, existe consenso que la comunicación siempre ha sido parte medular de la política monetaria. Un marco de metas de inflación, y el proceso de construcción de credibilidad, contemplan que el actuar de un banco central debe ser de manera predecible. Por lo tanto, es fundamental que informe al público general, y actores relevantes

^{1/} El material de la Conferencia, incluyendo los trabajos presentados y videos de presentaciones están disponible en la página web institucional: <https://www.bcentral.cl/en/web/guest/-/xxiii-annual-conference-of-the-central-bank-of-chile>

^{2/} King, Lu y Pasten (2016).



de mercado, sobre su diagnóstico del estado de la economía, así como la forma en que la política monetaria reacciona en diferentes coyunturas.

Existen también nuevos desafíos. La última gran crisis financiera evidenció que la política monetaria tradicional tiene un límite en su capacidad expansiva, cuando la tasa de interés llega a niveles cercanos a cero. En dicho escenario, comienzan cobrar validez las políticas no convencionales, que dan un rol aún mayor a la comunicación ya que implican el manejo activo de expectativas futuras. Además, por su propio carácter de extraordinarias, requieren un esfuerzo adicional para explicar sus alcances e implementación. Se suma que estas políticas se han adoptado junto con políticas de la estabilidad financiera macroprudencial, las que también implican un esfuerzo comunicacional relevante en su implementación. Los artículos de Cecchetti (2019) y Vising-Jorgensen (2019) propusieron la simplificación de comunicados y la reducción de los miembros del Consejo de la FED como propuestas específicas para fortalecer la estrategia comunicacional en la conducción de política monetaria en EE.UU.

Como fue destacado por la presentación principal y el panel de discusión, la comunicación también cumple un rol fundamental en el fortalecimiento institucional de un banco central. La menor inflación ha disminuido la atención general sobre ésta, colocándola en lugares bajos de las preocupaciones de la población respecto de la economía. En ese ambiente, es posible que surjan cuestionamientos sobre la autonomía de un banco central, o se discuta ampliar sus tareas hacia otros ámbitos. Asimismo, las sociedades cada vez demandan un mayor cumplimiento de altos estándares de transparencia y rendición de cuentas. En este sentido, los trabajos de McMahon (2019) y Cecchetti (2019) abogaron para que los bancos centrales abran canales de comunicación con el público general y que vayan más allá de instrumentos tradicionales de comunicación. Se destaca de las conclusiones de estos trabajos el desafío de elaborar y comunicar mensajes que sean simples, de forma que puedan llegar a audiencias más amplias, pero sin que ello implique reducir la elaboración y solidez de los argumentos que los sustentan.

En resumen, los estudios presentados cubren un amplio espectro de aspectos dentro del tema general de la Conferencia Anual dedicada a autonomía, credibilidad y comunicación de banca central. Por ello, sus implicancias de política tienen distinto grado de validez para Chile. Por una parte, los beneficios de la flotación cambiaria (Albagli *et al.* 2019) y de la autonomía de banca central (Bianchi, 2019) son ya temas en gran medida resueltos en Chile, aunque los riesgos asociados a desanclaje de expectativas destacados por Yared (2019) ameritan permanente monitoreo. Por otra parte, a pesar de que algunas de las conclusiones de Cecchetti (2019) y Vising-Jorgensen (2019) no son aplicables a Chile, al ser específicos al contexto de EE.UU., si aplica su preocupación en mejorar la comunicación en la conducción de la política monetaria, lo que también es compartido por McMahon (2019). Finalmente, como fue destacado por Reis (2019), las implicancias que emanan de políticas financieras macroprudenciales sobre la autonomía de banca central y la coordinación de políticas monetaria y fiscal son desafíos a considerar en el marco de política monetaria en Chile.

.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

REUNIÓN DE JUNIO

El IPoM de junio daba cuenta de que la inflación del IPC total y subyacente —IPCSAE— se había mantenido en torno a 2% anual. La actividad del primer trimestre había tenido un crecimiento menor al previsto en el escenario base de marzo, por un negativo comportamiento de la minería y de varios de los sectores más volátiles —ligados a recursos naturales— del PIB no minero. Los sectores más relacionados con la demanda —como construcción y servicios— habían mostrado un comportamiento en línea con lo anticipado. Por el lado del gasto, la inversión, en particular en maquinaria y equipos, y las exportaciones se habían desacelerado de manera importante. En cambio, el consumo había sostenido un dinamismo en línea con lo previsto. En lo externo, el principal desarrollo había sido la intensificación del conflicto comercial entre EE.UU. y sus principales socios comerciales, lo que había aumentado la aversión al riesgo, provocando correcciones en el precio de los activos más riesgosos, una reducción del precio de la mayoría de las materias primas y una depreciación de las monedas frente al dólar estadounidense.

En el IPoM de junio, el Consejo había actualizado los parámetros estructurales que se utilizan para la evaluación del estado de la economía, sus perspectivas y la calibración de la política monetaria. Esto permitió cuantificar el efecto del fuerte flujo inmigratorio de los últimos años sobre el crecimiento tendencial y potencial, incrementándose ambos. El primero a un rango entre 3,25 y 3,75% para el período 2019-2028 y el segundo a un valor en torno a 3,4% para el período 2019-2021. Por su parte, la Tasa de Política Monetaria (TPM) neutral se había reestimado a la baja en 25 puntos base (pb), a un rango entre 3,75 y 4,25%, reflejando, en parte, la caída de las tasas neutrales a nivel mundial. Así, considerando el mayor crecimiento potencial y tendencial y el menor dinamismo de la economía el primer trimestre del año, las holguras de capacidad eran mayores y más persistentes que lo considerado. Por otro lado, el ajuste a la baja de la TPM neutral se traducía en un estímulo monetario menos expansivo que lo previsto.

El escenario base del IPoM consideraba que el PIB crecería entre 2,75 y 3,5% el 2019, por debajo de lo previsto, principalmente por el efecto de la sorpresa negativa del primer trimestre. Para el 2020 y el 2021 se proyectaban tasas de crecimiento mayores a las del 2019, de entre 3 y 4% en ambos años. Esto consideraba que los efectos macroeconómicos del fenómeno inmigratorio irían siendo más patentes, aumentando el empleo asalariado, el consumo y la

inversión. Se sustentaba también en que la ejecución de los grandes proyectos de inversión procedería según lo previsto, con una importante concentración en los próximos dos años. Respecto de la inflación, el IPC total fluctuaría en torno a 3% anual durante el 2020, mientras que el IPCSAE llegaría a ese valor a inicios del 2021. Este último, con una velocidad de convergencia más lenta que la prevista, principalmente por la mayor brecha de actividad que se estimaba a lo largo del horizonte de política. El impulso externo que recibiría la economía sería menor que el de los dos años previos y que lo anticipado, por un crecimiento de los socios comerciales y términos de intercambio algo menores que lo proyectado en el IPoM de marzo.

En este contexto, todos los Consejeros coincidieron en que se había configurado un escenario en el cual era necesario ampliar el estímulo monetario y acordaron que las opciones más relevantes eran aquellas que consideraban recortes de la TPM de 50pb. Ello podía concretarse de dos formas. La primera, con una reducción de 25pb y un sesgo que indicara que habría un nuevo movimiento de la misma magnitud. La segunda, con una reducción de 50pb y un sesgo neutral que indicara que el próximo movimiento de la TPM dependería de cuánta seguridad se tuviera respecto de la convergencia de la inflación a la meta.

Algunos Consejeros señalaron que, desde el punto de vista de sus impactos macroeconómicos, ambas opciones eran prácticamente idénticas, por lo que la decisión era esencialmente táctica. La principal ventaja de la primera opción, de acuerdo con estos Consejeros, era un menor costo comunicacional, porque podría reducir el riesgo de que esta acción se interpretara como una señal más adversa respecto del escenario macroeconómico. Varios Consejeros mencionaron que la opción de reducir la TPM de manera parcelada no estaba exenta de costos comunicacionales. Ello, pues podría transmitir un cierto condicionamiento del segundo recorte, o ser interpretado como un escenario en el que se requería una reducción de más de 50pb, lo que no era coherente con el escenario base del IPoM.

Respecto de la opción de reducir la TPM en 50pb, los Consejeros destacaron que, si bien sería sorpresivo, era importante dejar en claro que la combinación de factores detrás de la decisión era poco habitual. En particular, por la revisión al alza del crecimiento potencial y tendencial, que se daba junto con una reducción de la tasa neutral, en un contexto de baja inflación y desaceleración del crecimiento. Además, se debía dejar claro que en el actual esquema de Reuniones —ocho en el año— movimientos de tasas



de esa magnitud serían más frecuentes, en parte porque se podrían acumular más antecedentes entre Reuniones. Así, el Consejo acordó unánimemente reducir la TPM en 50pb, ubicándola en 2,5%, junto con la comunicación de un sesgo neutral.

REUNIÓN DE JULIO

Para la reunión de julio, la principal noticia había sido la evolución de la inflación. En particular, por la sorpresa a la baja del IPCSAE de servicios. Dado que este tiende a responder más a la brecha de actividad y los salarios, y que había alcanzado tasas mínimas desde una perspectiva histórica, era un indicador importante de riesgo para la convergencia de la inflación a la meta de política. La sorpresa en la inflación de servicios del IPCSAE sugería una tendencia más bien generalizada en sus componentes más relacionados con los salarios, apuntando a un potencial mayor impacto de la inmigración en su evolución. Así, en el corto plazo, la proyección de inflación IPCSAE sería materialmente distinta de lo consignado en el último IPoM, lo que no estaba dentro de las perspectivas privadas. La evolución de las expectativas de inflación había sido notoriamente a la baja, a pesar del movimiento claramente expansivo de la TPM en junio, que además había sido sorpresivo para la gran mayoría de los agentes.

En cuanto la actividad interna, los Imacec de abril y mayo, una vez corregidos por algunos fenómenos puntuales, se habían comportado dentro de lo anticipado. Para junio se esperaban cifras menos alentadoras, pues la suma de dos huelgas importantes y el menor número de días hábiles reducirían la expansión anual de la actividad en cerca de medio punto porcentual. Con ello, si bien el segundo trimestre exhibiría un crecimiento mayor que el primero, el peso de la aceleración dependería aun más de lo que ocurriría en el segundo semestre. Sin embargo, las noticias provenientes del ámbito tanto externo como local imponían dudas relevantes respecto de la reaceleración esperada para la economía y, con ello, la convergencia de la inflación hacia 3%.

Por el lado de las noticias internas, indicadores cualitativos, como el deterioro de las expectativas de los consumidores, e información de alta frecuencia, como cifras de importaciones y de la construcción, generaban riesgos a la baja para la economía local. Por otro lado, en el escenario externo los conflictos comerciales y la incertidumbre de política en las principales economías del mundo se habían intensificado y extendido hacia nuevas dimensiones de las relaciones económicas entre los países. Destacaba el afianzamiento de expectativas más expansivas para la política monetaria a nivel global, con movimientos en esa dirección que incluso ya se habían hecho efectivos en algunas economías. El complejo escenario externo ya estaba afectando a Chile, con efectos contrapuestos sobre las exportaciones y las entradas de capitales, en tanto que el precio del cobre se había mantenido relativamente estable. De todos modos, si bien parte de la caída del valor de las exportaciones chilenas se podía atribuir a la guerra comercial —lo que se estaba

reflejando posiblemente en los menores precios de varios de los principales productos de exportación—, ellas también se habían visto afectadas por el peor desempeño económico de los principales socios comerciales en América Latina.

Todos los Consejeros concordaron en que la información acumulada desde la publicación del último IPoM había incrementado los riesgos sobre la oportuna convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. En particular, por los menores registros de inflación de servicios y por los riesgos en torno a la evolución futura de la actividad y la demanda, en un contexto de alta incertidumbre externa. Así, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones válidas para esta Reunión debían ser las de mantener la TPM en 2,5% con un sesgo expansivo, o reducirla en 25pb, con un sesgo también expansivo.

Dado que en la Reunión anterior se había determinado una baja importante y sorpresiva de la TPM, varios Consejeros estuvieron de acuerdo en que la actualización del escenario macroeconómico era particularmente relevante para extraer las implicancias para la política monetaria. Esto ocurría porque la política monetaria no se agotaba en un ajuste inmediato de la tasa, sino en la definición de la trayectoria de la cual este eventual cambio formaba parte. En otras palabras, ajustar nuevamente la tasa sobre la base de antecedentes parciales y cualitativos podía aumentar, en lugar de reducir, la incertidumbre en la economía si no estaba claro cuánto se habían modificado las proyecciones macro y cuán profundo y persistente se pretendía que fuera el estímulo monetario adicional. Así, coincidieron en que si bien los antecedentes más cualitativos eran suficientes para levantar una señal de alerta respecto de la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política, no necesariamente eran suficientes para compensar la carencia de datos duros más recientes y proyecciones actualizadas.

Por el contrario, un Consejero estimó que había un conjunto de antecedentes que hacía necesario recortar la TPM en 25pb, pues era evidente que la reducción de 50pb de la última Reunión no había sido suficiente para asegurar la oportuna convergencia de la inflación a la meta. En particular, los datos de actividad y demanda mostraban un crecimiento menor que el previsto; la inflación seguía baja y había sorprendido con menores registros en un amplio grupo de servicios; y el escenario externo era incierto y se observaba un gradual debilitamiento. Además, la evolución del tipo de cambio y de las expectativas de inflación también contribuía a postergar la convergencia de la inflación. Añadió que el mercado anticipaba esta evaluación, pues los precios de los activos mostraban que la TPM se reduciría en 25pb en septiembre, con una alta probabilidad de una segunda baja hacia fin de año. Se agregaba que las encuestas de expectativas también incorporaban reducciones.

En este contexto, la mayoría de los Consejeros decidió mantener la TPM en 2,5%. El Consejero García votó por recortarla en 25pb, a 2,25%.

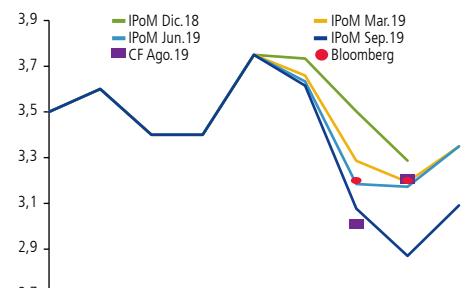
I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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.

El escenario internacional ha tenido cambios importantes en los últimos meses, que llevan a reducir de manera sustantiva el impulso externo que se espera recibirá la economía chilena comparado con el IPoM previo. En particular, las tasas de expansión del mundo y de los socios comerciales disminuyen de forma significativa, especialmente para el 2020, cuando experimentarán sus mínimos desde la crisis financiera global. Destaca la corrección para las economías emergentes, en especial de Asia, donde en los próximos dos años el crecimiento de China y del resto del bloque será sustancialmente menor respecto de estimaciones previas. Con estos ajustes, las perspectivas contenidas en el escenario base de este IPoM están por debajo de lo proyectado por el mercado (gráfico I.1). Asimismo, los términos de intercambio se corrigieron a la baja, aunque moderadamente, dando cuenta de las caídas generalizadas de los precios de las materias primas, incluyendo el del cobre, ante la menor demanda mundial prevista.

Estas revisiones se originan, principalmente, por el recrudecimiento del conflicto entre EE.UU. y China, que ha instalado un ambiente de desconfianza generado por la imposibilidad de predecir los cambios de tono, anuncios y contramedidas que tomarán una y otra parte. Así, la dificultad de anticipar el diseño definitivo de las relaciones comerciales internacionales está afectando de manera importante las expectativas y las decisiones de inversión (Recuadro I.1). Ello se estaría también reflejando en la debilidad del comercio mundial y la actividad de los sectores ligados a manufacturas —en contraste con la resiliencia del consumo y los rubros de servicios en varios países. Se suma que las fricciones continuaron ampliándose a otras economías y aristas. A las diferencias que conserva EE.UU. con México y la Unión Europea, se agregó el endurecimiento de las restricciones comerciales de Japón a República de Corea. En el Reino Unido, crece la posibilidad de un Brexit sin acuerdo. La situación también se tornó más compleja Italia, mientras que, en América Latina, el panorama en Argentina empeoró tras las últimas elecciones. Varios factores de riesgo geopolíticos cobraron fuerza, como las protestas en Hong Kong o las tensiones en Medio Oriente. Todo esto ha llevado a un marcado aumento de la preferencia por activos más seguros, que redujo las tasas de interés de largo plazo, al mismo tiempo que retrocedieron las bolsas, se depreció el grueso de las monedas y cayó el valor de las materias primas, con excepción del oro que ha actuado como activo de refugio. En este contexto, un grupo importante de economías ha iniciado un proceso de relajamiento monetario.

GRÁFICO I.1
Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)



(e) Estimación.
(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Forecasts.

GRÁFICO I.2
Producción industrial (*)
(variación anual, porcentaje)

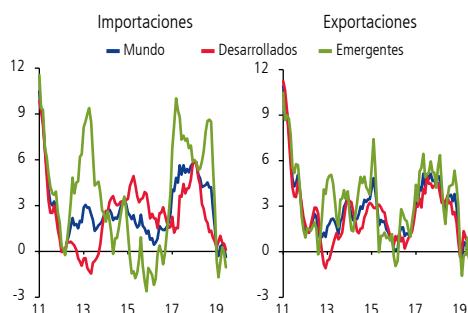


(*) Promedio de tres meses móviles.

Fuente: CPB World Trade Monitor.



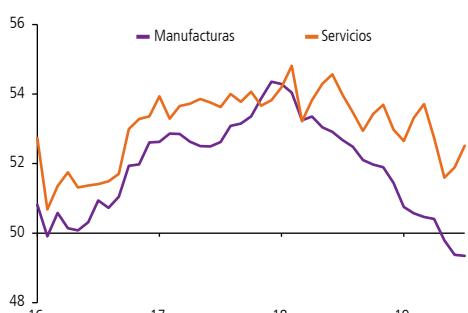
GRÁFICO I.3
Comercio exterior (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio de tres meses móviles.

Fuente: CPB World Trade Monitor.

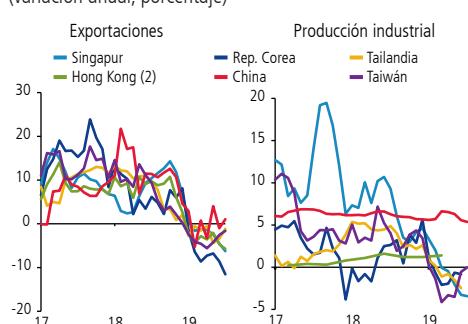
GRÁFICO I.4
PMI global (*)
(índice desestacionalizado)



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

Fuente: JP Morgan.

GRÁFICO I.5
Indicadores de Asia emergente (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses.

(2) Cifras de producción industrial son trimestrales.

Fuentes: Bloomberg y Oficina de Economía Industrial de Tailandia.

EVOLUCIÓN RECENTE Y PERSPECTIVAS

En el segundo trimestre, buena parte de las economías continuó desacelerándose. El desempeño del comercio internacional y su efecto en el sector manufacturero siguen marcando la pauta de la mayor debilidad. En el primer semestre de este año, las exportaciones mundiales promediaron una expansión anual casi nula y la producción industrial creció apenas algo más de 1% (en torno a 3% el 2018 en ambos casos). A diferencia de otros episodios de desaceleración, estas cifras exhiben mayor sincronía entre bloques económicos (gráficos I.2 y I.3). Las perspectivas industriales (PMI) empeoraron en los últimos meses, y gran parte se encuentran en la zona contractiva (gráfico I.4). La inversión también se ha resentido, con índices de confianza empresarial que han caído en medio del alto grado de incertidumbre imperante.

La actividad en China creció 6,2% anual en el segundo trimestre, su menor avance en casi tres décadas. La moderación se debió, en buena medida, al peor desempeño de la industria, que a julio seguía debilitándose, lo mismo que el crédito y la inversión, según cifras coyunturales. La menor demanda china de insumos fabriles ha perjudicado al resto de Asia emergente, que está entre los que más han sentido el impacto de la guerra comercial, por su alta exposición al funcionamiento de las cadenas de valor global (Recuadro I.1). Los envíos de varios de estos países muestran contracciones en meses recientes, lo que ha tenido su correlato en el sector industrial (gráfico I.5). Ambos elementos explican la desaceleración del bloque en los últimos trimestres.

Es así como las perspectivas de mercado para Asia emergente (China excluida) han caído bastante desde inicios de año (gráfico I.6). En Singapur —donde los envíos representan cerca de 180% del PIB según datos del 2018—, la actividad tuvo una expansión anual casi nula en el segundo trimestre, la menor en diez años, con contracciones importantes del comercio y del rubro manufacturero. En ese período, el PIB de Tailandia igualmente avanzó a su tasa más baja en varios años (2,3% anual), destacando el magro desempeño de sus exportaciones, cuyo retroceso se ha exacerbado por una apreciación del baht que también ha afectado al turismo. República de Corea creció algo más en el segundo trimestre (2% anual), pero esencialmente por un mayor gasto público, que compensó la debilidad que mantuvo el sector privado, donde la inversión corporativa se ha moderado debido a la incertidumbre global. Las exportaciones, su principal motor, habían vuelto a caer en julio (-11% anual), en especial a China, que agrupa cerca del 30% de sus envíos. La baja podría acentuarse ante las restricciones impuestas por Japón. En tanto, el aumento de las tensiones en Hong Kong amenaza con un mayor deterioro en la región, al ser uno de sus centros comerciales y financieros estratégicos. Varios países del bloque, como Singapur, lo tienen entre sus principales socios comerciales. Como contrapartida, algunos podrían beneficiarse en el escenario actual, por ejemplo, por el traslado de negocios antes ubicados en China. Esto está pasando en Vietnam, entre otras economías, donde entre enero y julio de este año el gasto de los proyectos de inversión extranjera directa se estimaba cerca de un 7% mayor que en igual lapso del 2018¹.

¹/ Agencia de Inversión Extranjera de Vietnam (FIA).

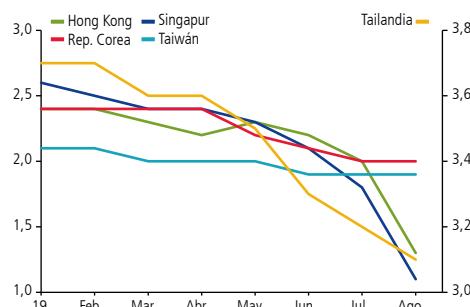
En EE.UU., las exportaciones netas y la inversión aportaron negativamente a la expansión del PIB en el segundo trimestre, que de todos modos se desaceleró menos que lo previsto (2% trimestral anualizado; 3,1% en el primero), debido a un fuerte repunte del consumo, en lo principal, y del gasto de gobierno. En igual período, la Eurozona creció a su menor tasa desde fines del 2013 (1,1% anual), resaltando la ralentización de la industria y de los envíos. Por su dependencia del sector externo, junto con otros factores, el más complicado es Alemania, donde la actividad se contrajo el segundo trimestre en comparación con el primero, y sus autoridades ya han señalado la posibilidad de una recesión de cara al tercer trimestre. Se suma el desplome de la confianza de los inversionistas (ZEW). De todos modos, cabe indicar que el país cuenta con un respaldo fiscal que le permitiría, eventualmente, implementar estímulos de este tipo.

En América Latina, en varias economías han prevalecido factores idiosincráticos, cuyos efectos se han exacerbado por la contingencia global. En semanas recientes, hubo un marcado deterioro de las perspectivas para Argentina. Aunque esta ya venía con magras cifras económicas (-2,7% anual la actividad mensual en promedio en el primer semestre), el escenario empeoró tras las elecciones primarias. Ello mermó aun más la confianza de los agentes y reavivó los temores de un *default*, incluso tras los anuncios del gobierno de reestructuración de la deuda pública. Al primer trimestre, esta se aproximaba a 90% del PIB, la mayoría en manos del sector privado y con vencimiento durante el período 2019-2021. En Brasil, en el segundo trimestre la actividad creció más que lo previsto (1% anual). Entre otros elementos, destacó el mejor desempeño de la inversión, cuyo repunte, en todo caso, es bastante modesto aún. En tanto, las reformas estructurales se han dilatado más que lo esperado, y se sumó el anuncio de recortes presupuestarios. En México, la autoridad también reiteró su plan de austeridad fiscal, en medio de una mayor incertidumbre política y el rechazo del mercado al rescate de la petrolera estatal. El PIB cayó 0,8% anual en ese lapso, persistiendo la debilidad de la industria. De todas formas, gracias a la fuerte disputa de China con EE.UU., México se convirtió en el principal socio comercial de este último en la primera mitad del año, pese a las diferencias que mantienen en ese frente. Los envíos están apuntalando el desempeño de la economía, en especial por el dinamismo de los ítems no petroleros (gráfico I.7).

Perú y Colombia se cuentan entre los países de la región donde más ha aumentado el flujo inmigratorio, y comparten desafíos al respecto, en especial por su impacto en materia de gasto fiscal y de mercado laboral. En ambos, además, han cobrado relevancia algunos focos de tensión política. No obstante, el panorama parece ser menos sombrío comparado con el resto del bloque. En Colombia, la actividad siguió expandiéndose alrededor de 3% anual en el segundo trimestre, con un buen desempeño del grueso de los componentes, especialmente del comercio. En todo caso, el sector externo ha dado cuenta de un menor dinamismo, coherente con el deterioro del panorama mundial. En Perú, el PIB redujo su crecimiento a 1,2% anual. Las perspectivas apuntan a una mejora de cara al segundo semestre, una vez que se disipen factores transitorios que han afectado a los sectores primarios, a lo que se agregaría un aumento del gasto público.

GRÁFICO I.6

Asia emergente: perspectivas de crecimiento 2019 (*)
(variación anual, porcentaje)

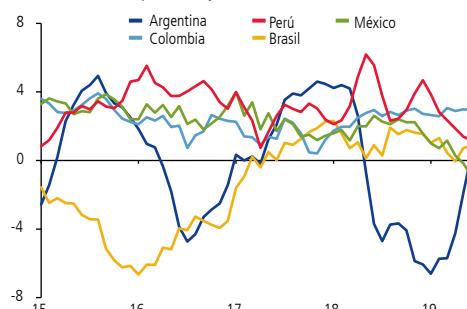


(*) Evolución de las perspectivas de crecimiento para el 2019, desde enero a agosto de este año.

Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO I.7

Índice de actividad mensual en América Latina (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio de tres meses móviles.

Fuente: Bloomberg.

TABLA I.1

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

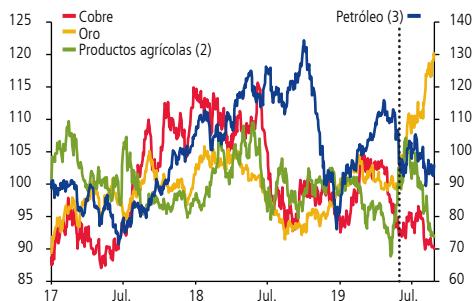
	Prom. 00-07	Prom. 10-16	2017 (e)	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)	2021 (f)
Mundo a PPC	4,5	3,9	3,7	3,6	3,1	2,9	3,1
Mundo a TC de mercado	3,2	3,1	3,2	3,0	2,5	2,3	2,5
Socios comerciales	3,6	4,0	3,7	3,6	3,1	2,9	3,1
Estados Unidos	2,7	2,2	2,4	2,9	2,2	1,6	1,7
Eurozona	2,2	1,1	2,4	1,9	1,1	1,3	1,4
Japón	1,5	1,4	1,9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

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

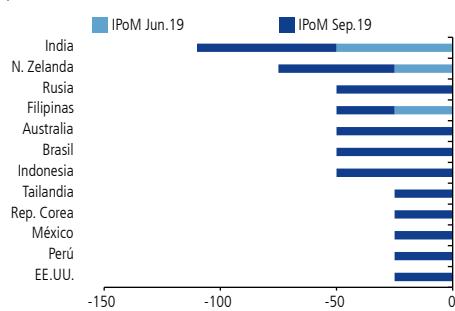
**GRÁFICO I.8**Precio de materias primas (1)
(índice promedio 2017-2019=100)

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

(2) Índice elaborado por Standard & Poor's y Goldman Sachs.

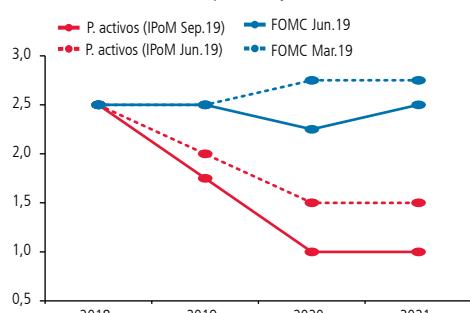
(3) Promedio simple entre el barril de petróleo Brent y WTI.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.9Ajustes de TPM en 2019, países seleccionados (*)
(puntos base)

(*) Corresponde a los ajustes efectuados este año por los respectivos países, al cierre estadístico de junio y entre los cierres estadísticos anterior y actual.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.10Expectativas 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.

En este contexto, el escenario base reduce de manera importante la proyección de crecimiento mundial para el período 2019-2021, con énfasis en el 2020 (2,9%; 3,2% en junio) (tabla I.1). Los ajustes son similares para los socios comerciales. Los emergentes concentran los mayores cambios, sobre todo Asia, donde resalta la revisión a la baja en cinco décimas de la expansión prevista para China el próximo año. El recorte también es significativo para el resto de estos países, que en el próximo bienio crecerían ocho décimas menos respecto de lo estimado en el último IPoM: 3% el 2020 y 3,2% el 2021. En América Latina (sin Chile), el incremento del PIB este y los próximos dos años se prevé en promedio seis décimas menos que en junio. Las perspectivas para los exportadores de materias primas no se alteran mayormente. Los bancos centrales de estos últimos, en todo caso, han resaltado los riesgos que impone el entorno global sobre sus economías, e incluso han tomado acciones frente a los mismos. La variación de las proyecciones para el mundo desarrollado también es acotada.

Como se indicó, los ajustes del escenario base se originan, principalmente, en una evaluación más negativa del impacto de la guerra comercial en desarrollo, cuyos efectos se han propagado a distintos frentes. Sin embargo, las cifras por el lado del consumo vuelven a contrastar debido a su mejor desempeño, como se desprende de indicadores como las ventas minoristas en varios países, y de las expectativas de los consumidores. Los fundamentos de esta parte del gasto igualmente lucen más resilientes, con mercados laborales aún estrechos en las principales economías, según datos de desocupación, creación de empleo y salarios. Ello ha apoyado las actividades de servicios, cuyas perspectivas (PMI) siguen en su mayoría en terreno optimista (gráfico I.4). En adelante, cabe esperar que la mayor incertidumbre reinante termine afectando a los fundamentos del consumo, con lo cual este perdería parte de su resiliencia actual.

Las perspectivas para los términos de intercambio bajan levemente respecto del IPoM anterior, en medio de las caídas del grueso de los precios de las materias primas que se han observado desde junio. Ello se ajusta a la percepción de una demanda mundial más débil, en particular por la relevancia de China como consumidor de estos productos, y un dólar más apreciado, factores que seguirán afectando su evolución futura. Según el promedio de diez días hábiles a los cierres estadísticos del IPoM previo y el actual, el valor del cobre retrocedió cerca de 3%, fluctuando en torno a sus mínimos de los últimos dos años. El precio del petróleo, aunque con cierta disparidad entre el Brent y el WTI, en promedio se redujo del orden de 10%, con alzas transitorias ligadas, en gran parte, a disruptiones de oferta y el recorte de esta en países de la OPEP. En el escenario base, en el período 2019-2021, el precio promedio del cobre será levemente inferior a US\$2,7 dólares la libra y el del petróleo US\$56 (US\$2,8 y 61 en junio, respectivamente). En contraste, por ser considerado un activo seguro, cabe destacar el alza que ha tenido el precio del oro en meses recientes (alrededor de 15% desde el IPoM de junio), llegando a sus máximos de los últimos seis años (gráfico I.8).

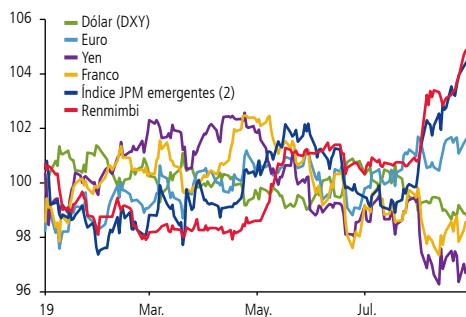
En este entorno, la política monetaria mundial se tornó más expansiva, por movimientos efectivos, varios sorpresivos, o por la adopción de sesgos más laxos (gráfico I.9). La Reserva Federal (Fed) rebajó su tasa de referencia en julio y anunció el fin anticipado de la reducción de su hoja de balance. La escalada

de las tensiones con China reflotó la probabilidad de nuevos recortes de la tasa Fed *funds*, que los precios de activos sitúan en 1% a fines del 2021 (1,5% en junio) (gráfico I.10). El Banco Central Europeo modificó su *forward guidance*, pavimentando el camino para futuros estímulos de distinto tipo, incluyendo el relanzamiento de la flexibilización cuantitativa. Según la minuta de su última reunión, estos se implementarían a partir de este mes. En el mundo emergente, en China, junto con otras medidas, se anunció el reemplazo de su tasa de interés fija por una preferencial fluctuante, que facilite un acceso al crédito más barato para las empresas. Otros países asiáticos efectuaron reducciones de sus tasas de política monetaria, lo mismo que en América Latina, como en México, Perú y Brasil. Todos estos cambios se dan en medio de inflaciones y sus expectativas, en general, aún contenidas. En la mayoría de los países desarrollados, estas se ubican bajo las respectivas metas, en sus mediciones total y subyacente.

Los mercados financieros acusaron el impacto de la mayor incertidumbre, lo que se evidenció en el aumento de los índices de volatilidad, en la caída de las bolsas, en salidas de capitales desde economías emergentes y en la apreciación del dólar frente al grueso de las monedas. El yen y el franco suizo también se fortalecieron a modo de activos de refugio (gráfico I.11). A su vez, destacó la devaluación consentida del renminbi en China, llegando a su menor nivel desde el 2008. En América Latina, en particular, el fallo político generó además vastas turbulencias en Argentina, con escaso contagio al resto de la región (gráfico I.12). Su clasificación crediticia fue rebajada por las principales agencias. El deterioro del panorama global también se reflejó en un marcado descenso de las tasas de interés en el mercado de renta fija, en línea con la trayectoria de los premios por plazo. El conjunto de estos instrumentos con retornos negativos subió sustancialmente. En algunas economías, las curvas de rendimiento se invirtieron en ciertos tramos, lo que hasta cierto punto reavivó los temores de una recesión económica.

Un escenario de un empeoramiento mucho más profundo de la situación externa, y su impacto en el crecimiento local, podría conducir a decisiones de política monetaria materialmente distintas a las contenidas en el escenario base.

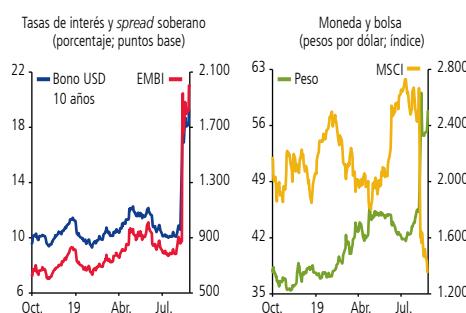
GRÁFICO I.11
Evolución de paridades seleccionadas (1)
(índice promedio 2019=100)



(1) Aumento (baja) indica depreciación (apreciación).
(2) Índice JP Morgan compuesto por Singapur, India, China, Chile, México, Brasil, Sudáfrica, Hungría, Rusia y Turquía.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.12
Indicadores financieros de Argentina



Fuente: Bloomberg.



RECUADRO I.1

IMPACTO DE LA GUERRA COMERCIAL EN EL IMPULSO EXTERNO DEL ESCENARIO BASE

Durante el último año, se ha producido un marcado deterioro global en el clima de negocios producto de la guerra comercial entre EE.UU. y China. El Recuadro I.1 del IPoM de septiembre del 2018 abordó los efectos que estos desarrollos podrían tener sobre la actividad y las condiciones financieras a nivel global. En el Recuadro I.1 del IPoM de marzo del 2019 se aportaron antecedentes adicionales respecto de las respuestas de política que se orquestaron para contener estos efectos. Allí se analizó su impacto a corto plazo y los riesgos que suponían en horizontes más amplios, concluyendo que dichos estímulos permitirían una convergencia suave del ciclo global al crecimiento potencial.

El reciente recrudecimiento del conflicto motiva el presente Recuadro, que reevalúa los posibles impactos de la guerra comercial en la economía mundial a través de diversos canales, incluyendo su efecto en los mercados financieros, la incertidumbre, las decisiones de inversión corporativa y el crecimiento mundial. Esta visión es importante para informar la calibración del impulso externo que recibirá la economía chilena en el horizonte de proyección, y es complementado por el Recuadro III.1, que traza las posibles consecuencias de estos desarrollos para la economía nacional a través de diferentes canales de transmisión.

El recrudecimiento del conflicto comercial y su impacto en los mercados financieros

En los últimos meses, diversos anuncios en el marco del conflicto comercial han golpeado a los mercados financieros. Concretamente, el domingo 5 de mayo de 2019, el Presidente de EE.UU. comunicó que las tarifas de 10%, impuestas a un grupo de productos chinos en septiembre del 2018 subirían a 25%. Esto marcó un giro respecto de los aparentes avances en las negociaciones que se habían alcanzado tras la tregua que se dio en diciembre del 2018, durante las reuniones del G20 en Buenos Aires. El 1 de agosto, y luego de otra fallida ronda de negociaciones, el Presidente de EE.UU. anunció además la imposición de un arancel de 10% a la totalidad de las importaciones de China que aún no habían sido gravadas. Con posterioridad, el banco central de China permitió una depreciación excepcional del renminbi, lo que condujo a una

designación formal por parte de EE.UU. de "manipulador de moneda". Más recientemente, China anunció aumentos de aranceles sobre importaciones de EE.UU. por 75 mil millones de dólares. Estas últimas acciones del gigante asiático suponen aumentar entre 5 y 10% tarifas ya vigentes, así como reimponer el arancel de 25% al sector automotriz y gravar las importaciones de petróleo con uno de 5%. Tras estos anuncios, el gobierno de EE.UU. elevó los aranceles sobre aquellas categorías ya gravadas. Estas medidas, junto con elevar la incertidumbre, llevarían el arancel promedio en EE.UU. de 1,5% a más de 5%, lo cual implica una reversión significativa en el nivel de apertura de la mayor economía global.

Una primera aproximación metodológica para cuantificar el efecto causal de la guerra comercial en los mercados financieros se basa en un estudio de eventos —el análisis de movimientos de mercado durante los días marcados por anuncios. Para esto, se identifican los 20 principales anuncios (*tweets* y comunicados de agencias gubernamentales de EE.UU. y China) relacionados con la guerra comercial¹. Concretamente, durante los días en los que se realizaron anuncios de carácter negativo, se aprecian caídas significativas en las tasas y en los retornos de los activos riesgosos, y un aumento en la volatilidad. Por ejemplo, en el caso de las tasas de los bonos a dos años de EE.UU., la caída acumulada en los 18 episodios negativos revisados fue de aproximadamente 48 puntos base (pb), lo cual representa más de la mitad del ajuste acumulado desde principios del 2018². Para el caso de la bolsa estadounidense, la caída acumulada del índice S&P500 es de 14% (gráfico I.13)³.

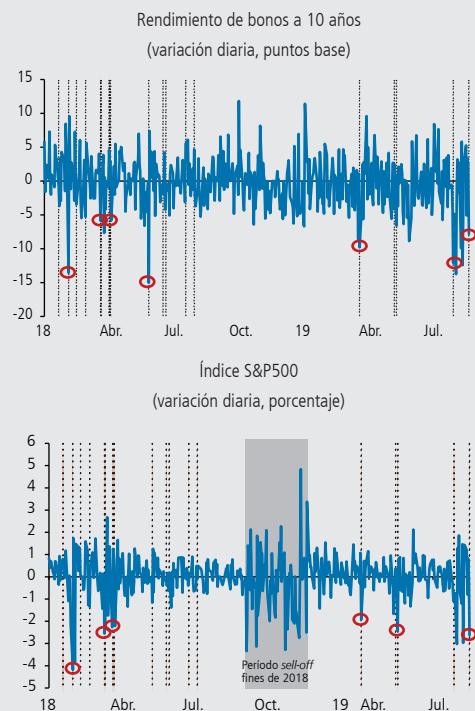
¹ Para una descripción detallada de los anuncios identificados, ver Albagli, Carliomagno y Chernin (2019) y PIE.

² Se obtienen estimaciones similares aplicando la metodología de Rigobon y Sack (2005), que controla por la magnitud del efecto de las noticias.

³ No se registran efectos estadísticamente significativos en ninguno de los tres días posteriores a los eventos considerados.

Estos efectos se han observado también en otras economías (gráfico I.14). El impacto acumulado —asociado a anuncios relacionados a la guerra comercial— en los bonos de China a 10 años es de -29pb, y en la bolsa es de -23%. El efecto para Alemania es de -18pb sobre los bonos, y -22,5% sobre la bolsa. Para los anuncios positivos se encuentran efectos significativos y con el signo esperado para las bolsas de China, Alemania y Colombia^{4/}. Esta evidencia es coherente con la de otros estudios. Por ejemplo, considerando un conjunto amplio de indicadores financieros, un reciente informe de Goldman Sachs también concluye que la tensión comercial ha deteriorado significativamente el nivel de las condiciones financieras en EE.UU. (Goldman Sachs, 2019). En definitiva, distintas metodologías apuntan a que el recrudecimiento del conflicto comercial es uno de los principales candidatos a explicar el peor desempeño de los activos riesgosos y la relevante corrección en el mercado de renta fija, reflejando la menor disposición a la toma de riesgos por parte de los inversionistas.

GRÁFICO I.13
Efecto de la guerra comercial sobre activos financieros de EE.UU. (*)
(noticias más relevantes para cada activo en rojo)

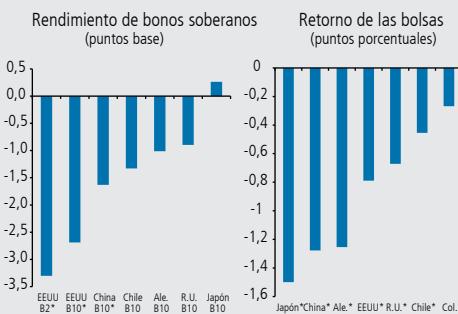


(*) Considera cifras hasta el 23 de agosto del 2019. Líneas punteadas verticales indican días de anuncios negativos relacionados con la guerra comercial. Círculos rojos muestran las caídas más relevantes coincidentes con anuncios sobre la guerra comercial.

Fuente: Albagli, Carromago y Chernin (2019).

^{4/}Para el resto de los casos, los efectos son con el signo esperado pero no estadísticamente significativos.

GRÁFICO I.14
Efecto de la guerra comercial sobre rendimientos de activos financieros (1) (2)
(efecto promedio por anuncio)



(1) El efecto promedio por noticias negativas asociadas a la guerra comercial sobre el rendimiento de bonos soberanos a 2 años (B2) y 10 años (B10). (2) Asteriscos indican significancia estadística al menos a 10%.

Fuente: Albagli, Carromago y Chernin (2019).

El impacto del conflicto comercial en la economía real

El recrudecimiento del conflicto ha coincidido con el continuo deterioro de diversos indicadores de expectativas y actividad, incluyendo la desaceleración en las perspectivas industriales, la inversión y las cifras de comercio internacional (gráfico I.15). De hecho, el comercio global está creciendo a su menor ritmo desde la crisis financiera global del 2009, y la distribución geográfica del ajuste es sugerente respecto de la relevancia que el conflicto comercial estaría teniendo sobre la economía real. Por ejemplo, la publicación británica *The Economist* comparó el comportamiento de 2.400 empresas listadas en EE.UU., encontrando que aquellas más expuestas en su relación comercial con China habrían recortado más sus inversiones (*The Economist*, 2019).

El principal mecanismo que explicaría el comportamiento reciente de estas variables tiene relación con las complejidades inherentes en las relaciones comerciales actuales. Durante décadas, la cooperación internacional y el proceso continuo de rebajas arancelarias al comercio han impulsado una creciente integración a cadenas de valor global (CVG), donde los bienes exportados por un país utilizan insumos producidos en varias etapas intermedias por un amplio número de economías, aprovechando ventajas comparativas. Según datos de la Conferencia sobre el Comercio y de Desarrollo de las Naciones Unidas (UNCTAD), el comercio asociado a las cadenas de valor global representa 56% del total del comercio. Un informe del FMI, sugiere que estas interrelaciones llevan a que la relevancia de EE.UU. y, sobre todo, China en el comercio global sea



considerablemente mayor a lo que sugieren sus cifras brutas (FMI, 2019). Si bien en el mediano y largo plazo estas cadenas productivas pueden redefinirse mediante la incorporación de nuevos proveedores o reubicando la producción a otros países, es de esperar que una ruptura abrupta de las mismas tenga efectos negativos significativos en el corto plazo. En un estudio reciente, Bayoumi *et al.* (2019), documentan un alto grado de rigidez de las estructuras productivas que conforman las CVG, lo cual implica grandes efectos disruptivos como consecuencia de la imposición de barreras al comercio, así como altos costos de recrearlas (o redireccionarlas), una vez que dichas cadenas se rompen. La intensificación del conflicto comercial y las nuevas aristas que ha tomado en meses recientes estaría produciendo un ambiente de desconfianza ante la imposibilidad de predecir el nuevo mapa de tarifas y comercio mundial que se impondrá de forma más definitiva. Ante este clima de incertidumbre, es esperable que las decisiones de inversión corporativa que implican irreversibilidades parciales se vean particularmente afectadas^{5/}. Un artículo reciente de *The Wall Street Journal* entrega valiosos ejemplos que documentan cómo esto último estaría operando en lo más reciente (WSJ, 2019).

GRÁFICO I.15
Producción industrial y exportaciones globales (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil de tres meses.

Fuente: Bloomberg.

Estimaciones propias, realizadas con datos de panel para un conjunto de 28 economías, confirman que, desde el inicio de las confrontaciones, aquellas más expuestas a las CVG habrían tenido una desaceleración adicional en sus exportaciones, lo mismo que perspectivas manufactureras (PMI) más débiles. Este ejercicio entrega resultados en la misma dirección para el crecimiento de la inversión y del PIB, aunque no resultan estadísticamente significativos (tabla I.2). Esta evidencia es coherente con los canales de transmisión tradicionales que operan respecto a un *shock* de esta naturaleza, donde la mayor incertidumbre afecta en primera instancia las expectativas, frenando luego el comercio y la inversión, y finalmente transmitiéndose a otros indicadores más amplios de actividad.

TABLA I.2

El impacto de la guerra comercial a través de las cadenas de valor global (1) (2)

	PMI manufactu- rero	Exportacio- nes (var. t/t, %)	Inversión (var. t/t, %)	PIB (var. t/t, %)
(a) Variación adicional desde comienzo de guerra comercial: 2T2018-2T2019	-2,02** (0,88)	-1,44 (0,99)	-2,86** (1,14)	-0,45*** (0,16)
(b) Efecto adicional a países con alta exposición a CVG	0,18 (0,28)	-1,98*** (0,25)	-41,5*** (0,66)	-8,83*** (0,13)
(a)x(b) Efecto adicional a países con alta exposición a CVG durante la guerra comercial	-2,15** (1,02)	-1,78** (0,92)	-1,94 (3,29)	-0,17 (0,43)

(1) Errores estándar robustos entre paréntesis. Asteriscos (*, **, y ***) indican significancia estadística al 10, 5 y 1%, respectivamente. (2) Regresiones de panel con efectos fijos por país para el período 3T2016-2T2019. Incluye 28 países con PMI disponibles. Todas las regresiones incluyen 318 observaciones y controlan por log del PIB a PPP per cápita inicial. La fila (a) captura la diferencia promedio en la variable dependiente (PMI, crecimiento de exportaciones nominales en US\$, inversión real o PIB real) desde comienzos de la guerra comercial. La fila (b) captura la diferencia promedio en la variable dependiente para la mitad de países con mayor exposición a las CVG. La fila (a)x(b) muestra el efecto adicional de los países más expuestos a las CVG desde el comienzo de la guerra comercial.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{5/} Ver, por ejemplo, Bernanke (1983) y Dixit A., Dixit R. y Pindyck (1994).

De este modo, no puede descartarse un impacto adicional sobre el crecimiento de los principales socios comerciales de Chile asociado a las medidas ya adoptadas^{6/}.

El panorama de deterioro de las expectativas empresariales y la desaceleración reciente de la inversión contrasta con la relativa fortaleza que exhibe el mercado laboral y las actividades de servicios en distintos países. Un juicio clave para calibrar el impacto de estos desarrollos en el crecimiento mundial de los próximos años, por lo tanto, es si acaso la robustez del mercado laboral será suficiente para sostener el crecimiento, o si las expectativas de consumidores y sus decisiones de gasto eventualmente se acoplarán a las tendencias mencionadas de la inversión. Un elemento determinante para informar este juicio tiene relación con el alcance y duración del conflicto comercial, en particular, la persistencia en la incertidumbre y perspectivas.

Hasta el IPoM de junio, el escenario base suponía que no habría un escalamiento adicional del conflicto, y que en el transcurso del 2019 se alcanzaría algún tipo de acuerdo. En el escenario base de este IPoM, se ajusta este supuesto, reconociendo que la resolución podría retrasarse hasta fines del 2020 y que su reversión sería más gradual. Esto se traduce en un mayor nivel de incertidumbre, que reduce el crecimiento mundial del próximo bienio, en parte porque la mayor volatilidad en los mercados financieros diluye el efecto compensatorio del

mayor impulso monetario. En este escenario, el consumo se sumará a la debilidad de la inversión, reduciendo el soporte para la actividad. En este contexto, el crecimiento de los socios comerciales chilenos se reduce en 0,3 puntos porcentuales (pp) para el 2020 y 2021, una corrección significativa respecto de revisiones previas de las proyecciones. Destaca en este resultado que China crecerá 5,5% en el 2020, cifra por debajo de lo que estima el consenso de mercado. Coherente con la relevancia de las CVG, Asia emergente sufre una corrección relevante del crecimiento proyectado para el 2020, casi 1pp menos. Las economías desarrolladas tienen una corrección menor de su crecimiento, en particular EE.UU.

Así, el escenario base contempla una reducción importante del crecimiento mundial, pero no una desaceleración brusca o una recesión en alguna economía de relevancia. De todos modos, también podrían ocurrir eventos de carácter más extremo como una recesión global, con efectos significativos para las economías emergentes, incluido Chile. Por cierto, acciones más decididas en términos de política monetaria en aquellos países donde aún queda espacio, y en particular, de política fiscal, tenderían a reducir la probabilidad de dicho escenario. También es posible que una reorganización más pronta de las CVG podría contribuir a un mejor desempeño de la inversión global, como ya está ocurriendo con el traslado de aparatos productivos a algunos países. Asimismo, la redistribución de los flujos de comercio, dado los conflictos vigentes, abre espacio para nuevos acuerdos e intercambios en esta materia, que ayuden a compensar el deterioro del sector externo observado y sus efectos.

^{6/} Es importante destacar que, si bien el efecto agregado de episodios de guerras comerciales bilaterales suele ser negativo producto de la pérdida de eficiencia a nivel global, ello no elimina la posibilidad que algunos países resulten beneficiados, como consecuencia, por ejemplo, del re-direccionamiento de la demanda hacia terceros países.

II. CONDICIONES FINANCIERAS

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

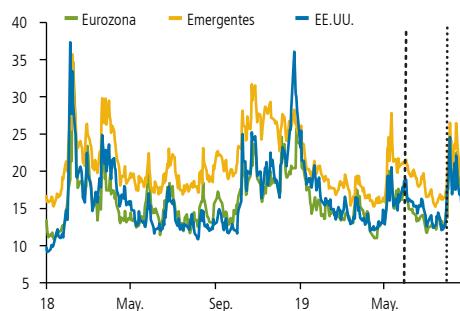
El escenario macroeconómico ha tenido cambios relevantes en los últimos meses. Por un lado, la economía local ha mostrado un dinamismo menor al previsto, con una inflación que sigue en niveles bajos. Por otro, las perspectivas para el escenario internacional se han deteriorado de modo significativo, en un contexto en el que diversos factores —en particular la intensificación de la guerra comercial— han aumentado la incertidumbre (Recuadro I.1). En este escenario, diversos bancos centrales han adoptado —o anunciado que adoptarán— políticas monetarias más expansivas, y se han reducido significativamente los costos de financiamiento, especialmente de largo plazo.

El principal foco de tensión global continúa siendo la guerra comercial entre EE.UU. y China. Los mercados financieros se han mostrado bastante susceptibles a eventos potencialmente negativos en este frente. Así, luego del nuevo anuncio de aranceles de EE.UU. a China a comienzos de agosto, y las sucesivas declaraciones de represalias, la volatilidad implícita en las bolsas ha escalado de manera importante, los índices bursátiles cayeron y las monedas se depreciaron en favor de aquellas que se perciben como refugio (gráficos II.1 y II.2, y tabla II.1). Al mismo tiempo, los precios de las materias primas se deterioraron. El mercado chileno reaccionó a la par del resto del mundo, con una caída de la bolsa y una depreciación del peso. En las semanas recientes, el valor de este último se ha ubicado por sobre los \$700 por dólar, acumulando una depreciación de 1,7% respecto del cierre estadístico del IPoM anterior. En tanto, el TCM-5 descendió en 2%, debido a la apreciación del yen y el dólar canadiense, el TCM-X disminuyó en 0,5% y el TCM no varió. El peso también se depreció en términos reales, con un tipo de cambio real (TCR, índice 1986=100) que aumentó a 95 en agosto, superior a sus promedios de los últimos quince y veinte años. Como supuesto de trabajo se estima que se mantendrá por sobre estos promedios durante los próximos dos años.

A la intensificación de la guerra comercial se han sumado crecientes tensiones en diversos ámbitos. Así, la posibilidad de un Brexit sin acuerdo ha tomado mayor fuerza. A su vez, han subido las tensiones en Hong-Kong y ha aumentado el riesgo de una intervención china; lo que podría tener repercusiones externas. En América Latina, resalta la negativa reacción de los mercados a los resultados de las elecciones primarias en Argentina, lo que provocó un alza importante en los premios por riesgo del país y una caída significativa de su bolsa y su moneda, afectando —aunque de forma acotada— la valoración de otras bolsas de la región, incluida la chilena.

GRÁFICO II.1

Volatilidad implícita en las bolsas (1) (2)
(porcentaje)



(1) Para Eurozona, países emergentes y EE.UU., la volatilidad está dada por V2TX Index, VXEM Index y VIX Index, respectivamente.

(2) Línea segmentada vertical izquierda representa el cierre estadístico del IPoM de junio. Línea punteada vertical derecha representa el anuncio realizado el 1 de agosto del 2019 sobre nuevas tarifas a importaciones chinas por parte de EE.UU.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.2

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



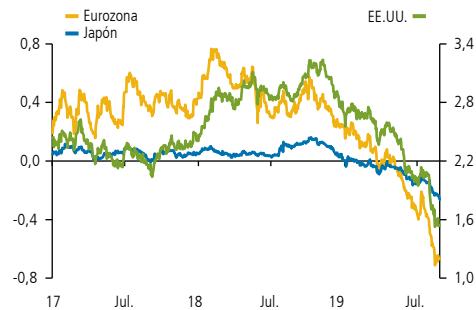
(1) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile y China se utilizan el IPSA y el Shanghai Composite Index, respectivamente.

(2) Línea segmentada vertical izquierda representa el cierre estadístico del IPoM de junio. Línea punteada vertical derecha representa el anuncio realizado el 1 de agosto del 2019 sobre nuevas tarifas a importaciones chinas por parte de EE.UU.

Fuente: Bloomberg.

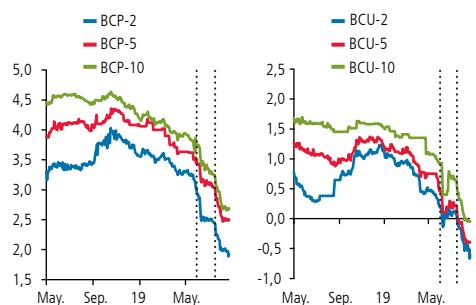


GRÁFICO II.3
Tasas de interés nominales de bonos de gobierno a 10 años (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.4
Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1) (2) (porcentaje)



(1) Línea vertical punteada izquierda corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019.

(2) Línea vertical punteada derecha corresponde al comunicado de la RPM de julio del 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA II.2
Paridades respecto del dólar estadounidense (1) (porcentaje)

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

(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 estadístico 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.

Con todo, los indicadores de premio por riesgo para las economías emergentes —tanto soberano como corporativo— no registran cambios relevantes con respecto a la situación del IPoM previo y se mantienen bajos, reflejo de la alta liquidez presente en la economía mundial. Así, el EMBI Global y el CEMBI, tuvieron variaciones cercanas a -5 y +15 puntos base (pb), ubicándose en torno a 380 y 350pb, respectivamente. Al hacer el foco en Latinoamérica, las variaciones se muestran algo más sesgadas al alza (+35 y +30pb), lo que estaría relacionado con la situación de Argentina. Chile exhibe un comportamiento similar al general de países emergentes, con variaciones acotadas en los mismos indicadores (-5 y +10pb, respectivamente).

El cambio en el escenario económico, y su impacto sobre la evolución prevista de la actividad y la inflación a nivel global, ha llevado a un número importante de bancos centrales a adoptar, o adelantar, una mayor expansividad de su política monetaria. Al mismo tiempo, la búsqueda de activos libres de riesgo ha producido una significativa disminución de las tasas de interés de los bonos de largo plazo en diversas economías. Desde diciembre a la fecha, la tasa a 10 años plazo acumula caídas de 150pb en EE.UU., y de 100pb en la Eurozona (gráfico II.3). En los países emergentes, se aprecian caídas promedio algo superiores en ese mismo lapso: 155pb^{1/}, resaltando lo ocurrido en Brasil (-280pb). En Chile, la caída de la tasa nominal a 10 años se acerca a 175pb, descenso que se observa

^{1/} Promedio simple de variación en China, Tailandia, Indonesia, Brasil, México, Colombia, Perú y Chile.

también en los BCP a 2 y 5 años (-185 y -170pb, respectivamente). En tanto, las tasas de los papeles reajustables de 10, 5 y 2 años cayeron en torno a 165pb, lo que las ha llevado a exhibir valores negativos en lo último (gráfico II.4). En la evolución de las tasas locales se han conjugado varios factores, como la recalibración de la TPM realizada en junio pasado, un cambio relevante en el escenario macroeconómico internacional, que ha modificado la orientación de la política monetaria, y una significativa baja de los premios por plazo (gráfico II.5). Esta última estaría relacionada con ajustes relevantes en los portafolios de los inversionistas institucionales.

En los últimos meses, ha resaltado el incremento en la cantidad de activos financieros con rentabilidad negativa, que ya comprenden más del 30% del total de bonos en circulación con grado inversor a nivel internacional (gráfico II.6). Si bien la mayor parte de estos retornos se concentra en bonos del tesoro de países que se perciben con baja probabilidad de no pago —como Japón y Alemania—, en el último tiempo ha cobrado relevancia la participación de instrumentos con retorno negativo en el mercado de bonos corporativos. Así, en Suiza, Holanda y Finlandia, estos representan más del 5% del total de bonos en circulación en aquellos países^{2/}, correspondiendo algunos de ellos a instrumentos fuera del segmento AAA.

MERCADO CREDITICIO INTERNO

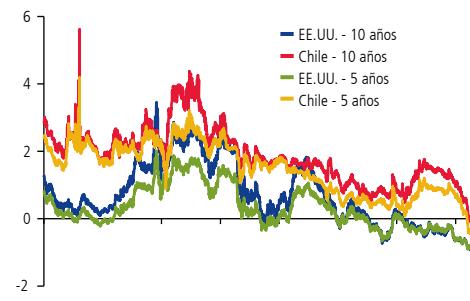
En coherencia con la expansividad de la política monetaria y la evolución global de la renta fija, el costo del crédito se ubica en niveles bajos. Al comparar con el cierre del IPoM previo, las tasas de interés de colocación disminuyeron en todos los segmentos y continúan reducidas en perspectiva histórica (gráfico II.7). Destacan las tasas promedio de los créditos de vivienda, que registran valores mínimos, en el marco de un descenso pronunciado que se ha observado a lo largo del 2019 (-70pb entre enero y julio). Así, de acuerdo con las cifras de julio, estas se ubican en promedio en 2,55%. En las carteras de consumo y comercial, la disminución se explica por la caída de las tasas de interés asociadas a tarjetas de crédito y a sobregiros, respectivamente.

Por su parte, el crecimiento real anual de las colocaciones de consumo y empresas ha continuado disminuyendo con respecto a principios de año, ubicándose por debajo de su promedio histórico (gráfico II.8). Esto estaría dando cuenta de cierta disminución en el dinamismo de la demanda por crédito bancario en estos segmentos; lo que se refrenda por distintas fuentes de información cualitativa —Informe de Percepciones de Negocios (IPN) y Encuesta de Crédito Bancario (ECB)—. Cabe señalar que las colocaciones reales de vivienda son una excepción en este panorama, ya que sus ritmos de crecimiento han continuado al alza, en un contexto en que la compra de viviendas con fines de inversión ha aumentado.

^{2/} Calculado en base al valor de mercado de la deuda en circulación con grado de inversión a julio del 2019.

GRÁFICO II.5

Premios por plazo en Chile y EE.UU. (*)
(porcentaje)



(*) Premios por plazo en EE.UU. y Chile calculados en base a metodología de Adrian et al. (2003) y Beyzaga & Ceballos (2017), respectivamente.

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile y Federal Reserve Bank of New York.

GRÁFICO II.6

Activos con retorno negativo a nivel internacional (*)
(billones de dólares; porcentaje)

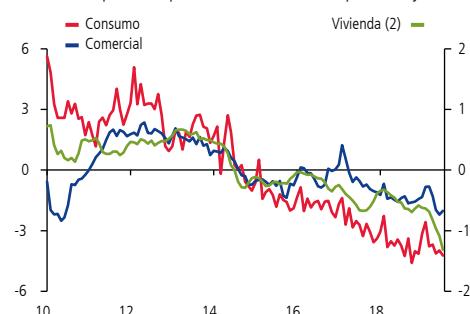


(*) Calculado en base a la deuda en circulación con grado de inversión en 24 economías.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.7

Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(desvíos respecto al promedio 2010-2019, porcentaje)



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

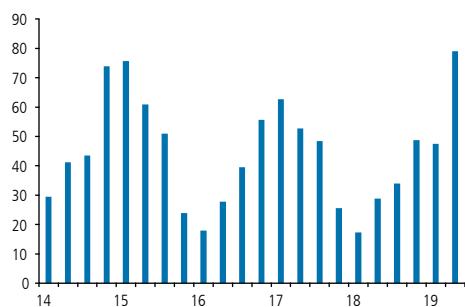
(2) Corresponden a colocaciones en UF.

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) Las 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.

GRÁFICO II.9Emisiones corporativas locales con objetivo de refinanciamiento de pasivos (*)
(millones de UF, suma móvil anual)

(*) No incluye empresas financieras.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Bolsa de Comercio de Santiago y Bloomberg.

En cuanto a los bonos corporativos, durante los últimos meses se registró un aumento en las emisiones locales y un descenso en las internacionales. Las primeras —acumuladas en 12 meses— crecieron en torno a US\$860 millones en el segundo trimestre de este año^{3/}. La adquisición de estos fondos está dominada por fines no productivos. Así, aquellos con fines de refinanciamiento de pasivos registran un aumento importante en el segundo trimestre, llegando a UF79 millones —acumulados en 12 meses— (gráfico II.9).

En términos generales, la información cualitativa confirma las tendencias sobre las condiciones financieras internas. El IPN, en primer lugar, reafirma la existencia de tasas de interés bajas en el sistema bancario, lo que se justifica por la presencia de una elevada competencia, con especial énfasis en el segmento hipotecario. En segundo lugar, los entrevistados dan cuenta de cierta reticencia al endeudamiento, a pesar del bajo costo. En tercer lugar, se afirma que, en general, aquellos agentes que han adquirido deuda, en segmentos tanto de empresas como de personas, lo han hecho como parte de un proceso de renegociación de pasivos para reducir su carga financiera. En tanto, la ECB del segundo trimestre del 2019 da cuenta de una demanda que se fortalece de manera moderada en créditos para inmobiliarias y para financiamiento de viviendas, pero que pierde cierto dinamismo en el resto de las carteras comerciales.

^{3/} Incluye empresas financieras y no financieras.

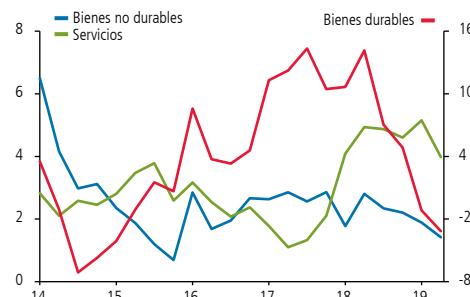
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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 segundo trimestre del año, el PIB acumuló un crecimiento de 1,9% anual (2,1% el PIB no minero), mientras la demanda interna total aumentó 1,8% (2,8% descontada la variación de existencias). En ambos casos por debajo de lo anticipado en el IPoM de junio. Por el lado de la actividad, el grueso de la diferencia se explicó por factores puntuales de oferta, como en la minería, la agricultura y electricidad gas y agua. Se sumó el impacto negativo de la huelga en Codelco y del paro docente en la actividad de servicios personales. Tal como se observa en diversas economías, la industria, en particular algunas líneas asociadas al sector externo, mostró un bajo desempeño (gráfico I.2). En la demanda, el consumo privado, aunque con distinta intensidad, redujo su tasa de variación anual de manera transversal entre sus componentes, más allá de que los elementos puntuales que afectaron al PIB también incidieron en su crecimiento. En el lado opuesto, la formación bruta de capital fijo (FBCF) tuvo un dinamismo mayor que el esperado, por un mejor desempeño de su componente construcción y otras obras, presumiblemente en el sector minero, que más que compensó una expansión menor que la prevista de maquinaria y equipo. Respecto del comercio exterior, las exportaciones mostraron una contracción anual que superó lo anticipado.

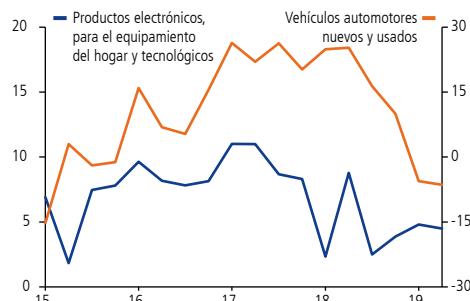
En el escenario base, en el período 2019-2021, el crecimiento acumulado de la actividad será menor que el proyectado en junio. Este año el PIB aumentará entre 2,25 y 2,75% (2,75 a 3,5% en junio); en el 2020 lo hará entre 2,75 y 3,75% (3 a 4% en junio); y en el 2021 se mantiene entre 3 y 4%. Esto considera mayores tasas de crecimiento anual en el segundo semestre del 2019 —como se aprecia en algunos de los datos parciales de julio—, que no serán capaces de compensar las bajas cifras de la primera mitad del año. Ello, debido a que algunos de los factores negativos del segundo trimestre no se revertirán totalmente y a que el menor dinamismo del consumo tendrá algo de persistencia. Se suma que la mayor incertidumbre global y el menor crecimiento de los socios comerciales reducirá las exportaciones. Aunque no está considerado en la proyección del escenario base, se debe mencionar el riesgo que la sequía que está afectando a parte del país, merme la producción agrícola y reduzca el valor agregado de la generación eléctrica. En el ámbito fiscal, se asume que en el 2019 la economía recibirá un impulso coherente con las metas estructurales de política declaradas por la autoridad. A ello se agrega el efecto de las medidas fiscales recientes, definidas dentro de dichos márgenes. La proyección también contempla los efectos del significativo aumento del

GRÁFICO III.1
Consumo privado
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Ventas de bienes durables (IACM) (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Serie trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO III.3**

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.

GRÁFICO III.4

IPEC (1)(2)
(serie original)



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

(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio del período entre marzo del 2003 y julio del 2019 para cada serie.

(3) Indicador altamente correlacionado con el comportamiento del consumo. Para mayor detalle, ver documento de trabajo del Banco Central de Chile N°824, julio del 2018.

Fuente: Adimark.

GRÁFICO III.5

Empleo por categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

impulso monetario, cuyo impacto se manifestará especialmente en el 2020. Respecto de las expectativas privadas, la Encuesta de Expectativas Económicas de agosto adelanta que en el 2019 el PIB total crecerá en 2,6% (3,2% en mayo), mientras en el 2020 y el 2021 lo hará en 3,1 y 3,3%, respectivamente (3,4% para ambos en mayo).

En el segundo trimestre, el consumo privado mostró una reducción de su tasa de variación anual: 2,3% (3,2% el trimestre anterior; 4,0% el 2018). Aunque con distinta magnitud, este movimiento se dio de manera transversal entre sus componentes (gráfico III.1). El ajuste más marcado lo tuvieron los bienes durables, en buena parte por el retroceso de las ventas de automóviles junto con ventas de productos para el hogar que crecen a tasas anuales menores que las del segundo trimestre del 2018 (gráfico III.2). No obstante, en ambos casos siguen en niveles elevados (gráfico III.3). El consumo de bienes no durables y de servicios también tuvo un desempeño por debajo de lo esperado. El primero tuvo un avance de 1,4% anual en el segundo cuarto, el más bajo en varios trimestres. En todo caso, parte del menor crecimiento anual del consumo no durable se explica por elementos puntuales de oferta que afectaron al PIB, en particular la menor producción agrícola. Información cualitativa también corrobora el menor crecimiento del consumo. El Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto señala que los entrevistados ligados al comercio de bienes —durables y no durables— siguen entre los más alicaídos, en especial por una expansión de la demanda inferior a la prevista.

El comportamiento del consumo se da en un contexto en que las expectativas de los consumidores se han deteriorado respecto de principios de año, según se observa en los distintos componentes del Índice de Percepción de la Economía —IPEC— (gráfico III.4). Por su parte, de acuerdo con los datos del INE, el empleo asalariado privado ha perdido dinamismo (gráfico III.5). Respecto de los salarios, diversas fuentes de información muestran una pérdida de dinamismo en el último año. Información cualitativa reafirma las tendencias descritas. En particular, como se reporta en el IPN, la mayoría de los entrevistados señaló que no ha realizado cambios en la dotación de su personal y que no pretenden efectuar nuevas contrataciones, en un contexto en que se aprecia una disminución de la rotación del personal, dando cuenta de una mayor preocupación de las personas por conservar sus puestos de trabajo. En cuanto al mercado del crédito, las colocaciones de consumo han moderado su crecimiento, pese a las menores tasas de interés.

En el escenario base, aunque se consideran tasas de expansión mayores hacia adelante, la proyección de crecimiento del consumo para el segundo semestre se reduce respecto de junio. Ello responde a que el menor dinamismo del consumo en el segundo trimestre tendrá algo de persistencia, en un contexto que no se estima que sus fundamentos muestren grandes cambios en lo inmediato. Las importaciones de bienes de consumo durable y no durable mostraron caídas anuales más pronunciadas durante el segundo trimestre, pese a que siguen en niveles elevados. En el IPN, varios entrevistados del comercio mencionaron una reducción de sus órdenes de internación de bienes, ante un panorama del consumo que no se aprecia boyante. Se añade que, acorde con el IMCE de

este sector, la percepción de inventarios excesivos ha aumentado respecto del primer trimestre.

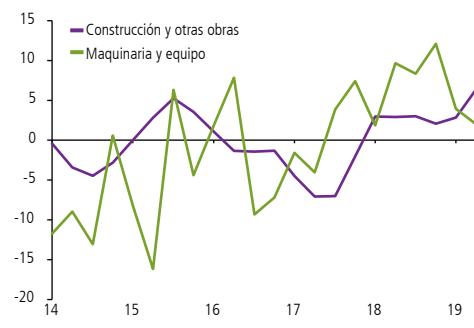
La formación bruta de capital fijo aumentó su expansión anual respecto del trimestre previo, a 4,8%. El mayor aporte a esta cifra provino del componente de construcción y otras obras, que creció 6,4% en el período (gráfico III.6). Por sectores, el mayor impulso lo entregaron los proyectos relacionados con la minería. El desarrollo de proyectos de gran envergadura ha seguido favoreciendo la actividad de otros sectores, como los servicios de arquitectura e ingeniería y la construcción. Esto es refrendado por la información que proporciona la Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería. En su reporte del segundo trimestre, se señala que la actividad del sector aumentó su crecimiento anual en ese lapso, principalmente por una mayor demanda de entidades privadas, en especial de la minería (gráfico III.7).

En contraste, el componente de maquinaria y equipo de la FBCF volvió a mostrar un descenso en su tasa de variación anual, la que llegó a 2% en el segundo cuarto (3,9% el primer trimestre; 8,2% el 2018). Sectorialmente, el empuje de la inversión minera sigue siendo el principal factor que incide positivamente en la evolución de las importaciones nominales de bienes de capital —excluido vehículos de transporte—en lo que va del año (gráfico III.8).

En el escenario base, el crecimiento proyectado para la FBCF en el 2019 se reduce respecto de junio. Pese a que su evolución del segundo trimestre fue algo mejor que lo esperado, sus perspectivas se deterioran en función de varios factores. Por un lado, la información disponible muestra que el incremento de la inversión sigue concentrado en grandes proyectos relacionados con la minería y no se aprecia un mayor aumento de la inversión en el resto de los sectores. Por otro lado, el deterioro del escenario externo ha provocado una depreciación del peso y una caída de la bolsa que limitan el espacio para una recuperación importante de las importaciones de bienes de capital en lo inmediato (gráfico III.9). Se suma un deterioro de la confianza empresarial (IMCE). En todo caso, los bajos costos de financiamiento, junto con los anuncios del Ejecutivo en materia de inversión pública, debieran proveer soporte a este componente de la demanda.

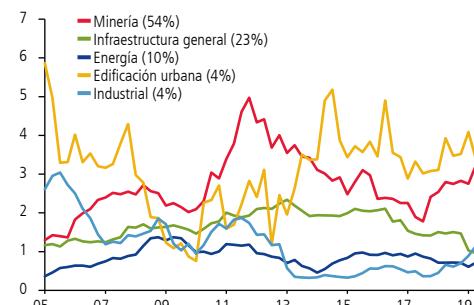
Es importante notar que el deterioro de las perspectivas para la inversión es un fenómeno global, donde están interactuando la mayor incertidumbre, la caída del comercio y sus efectos en las cadenas de valor global. En el caso chileno, su participación en estas cadenas es elevada en comparación al resto de América Latina, pero está mayormente concentrada en el sector minero, que es, precisamente, donde se aprecia un mayor aumento de la inversión. Sin duda que una caída del precio del cobre más profunda y/o prolongada podría provocar efectos en el desarrollo de estos proyectos previstos, pero la información disponible hasta el momento sugiere que este riesgo permanece acotado (Recuadro III.1). De hecho, los datos del catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) y de la Oficina de Gestión de Proyectos Sustentables (OGPS) del Ministerio de Economía, apunta a que la ejecución de los grandes proyectos mineros ha continuado adelante, y se proyecta que seguirá sin mayores contratiempos. En cuanto a la inversión inmobiliaria, la persistencia de bajas tasas de interés hipotecarias ha mantenido el dinamismo de las ventas de viviendas en algunos sectores. La información recabada en el IPN establece

GRÁFICO III.6
Formación bruta de capital fijo
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

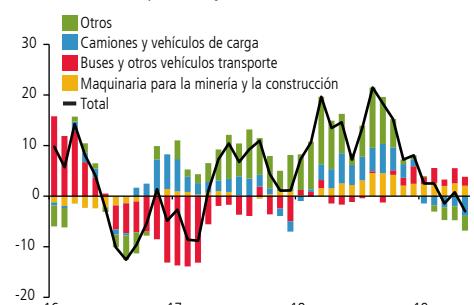
GRÁFICO III.7
Obras de ingeniería por sectores (*)
(índice base 1996=1)



(*) 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.8
Importaciones nominales de bienes de capital (*)
(variación anual, porcentaje)



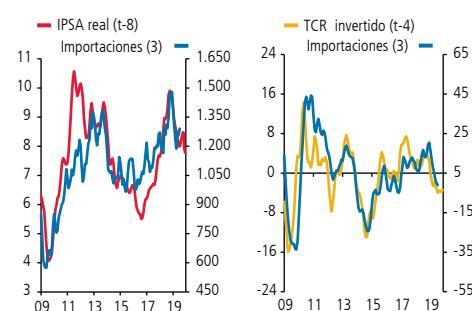
(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.9**

Importaciones de bienes de capital, IPSA y tipo de cambio reales (1)(2)

(nivel en miles de US\$ del 2013; millones de US\$ del 2013) (variación anual, porcentaje)



(1) Promedios móviles trimestrales.

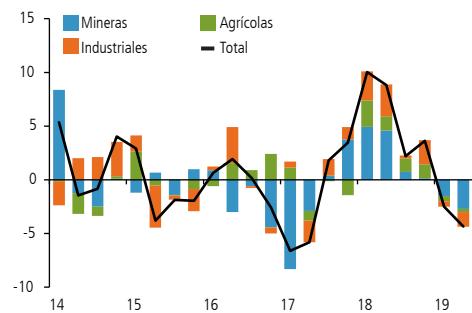
(2) Series deflactadas por el índice de precios de las importaciones de bienes de capital base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 utilizando variaciones anuales. Para el dato de julio 2019, se asume el mismo valor del segundo trimestre del 2019.

(3) Excluye otros vehículos de transporte.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO III.10

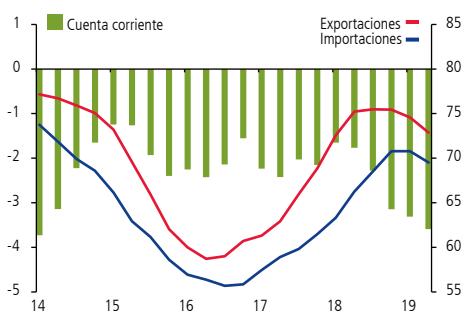
Crecimiento anual de las exportaciones reales (incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.11

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



(*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

que inversiones puntuales en los rubros del sector minero, forestal y salmonero han seguido dinamizando la actividad de algunas regiones. En cambio, en la mayoría de las empresas no se contemplan iniciativas de relevancia, ya sea porque cuentan con capacidad ociosa o porque están a la espera de una mejora más sostenida del contexto económico y/o resultados de sus negocios.

Respecto del comercio exterior, el volumen de las exportaciones tuvo una caída superior a lo previsto en el segundo trimestre del año (gráfico III.10). Por un lado, en concordancia con la evolución de la actividad, se observa un impacto relevante de factores de oferta en los envíos mineros y agrícolas. Se suma a esto que algunos sectores industriales, como la producción salmonera, están en niveles de producción récord desde hace un tiempo. Por esta razón, sus tasas de expansión anual son reducidas o negativas, más allá de que la evaluación sobre el desempeño de sus negocios sea positiva, como lo reflejan los IPN del último año. Por otro lado, el magro desempeño de varias economías de América Latina ha seguido afectando a la industria metálica básica, cuyos principales mercados de destino son dichos países. En cuanto a los efectos de la guerra comercial, hasta el momento su impacto en el volumen de los envíos chilenos ha sido acotado y heterogéneo. Por un parte, los envíos forestales y de celulosa han enfrentado una menor demanda externa, principalmente de China. Por otra, las exportaciones de vino hacia este país se han visto favorecidas. Como ya se ha indicado, el impacto directo de las restricciones al comercio entre EE.UU. y China depende de diversos factores, entre ello si las exportaciones de un tercero, en este caso Chile, son productos complementarios o sustitutos de aquellos bienes con gravámenes^{1/}. De todos modos, el escenario base de este IPoM considera que los efectos sobre la demanda externa aumentarán en lo venidero, no solamente por el canal de comercio directo, sino que también por la mayor incertidumbre que está provocando y cómo ello afectará el desempeño de los principales socios comerciales de Chile y la evolución de los términos de intercambio, entre otros factores (Recuadro III.1).

Al segundo trimestre del año, el déficit de la cuenta corriente llegó a 3,6% acumulado en un año móvil (3,3% el trimestre previo) (gráfico III.11). En el escenario base se estima que la cuenta corriente mantendrá un déficit en torno a 3% del PIB durante este año. Si bien el deterioro del escenario externo tendrá el mencionado impacto negativo en las exportaciones, esto será contrarrestado por el menor dinamismo del gasto interno que reducirá el crecimiento de las importaciones.

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

RECUADRO III.1

IMPACTO DEL CONFLICTO COMERCIAL EN LA ECONOMÍA CHILENA

En el escenario base de este IPoM, el impulso externo que recibirá la economía chilena se reduce de manera importante respecto de lo previsto en junio. En los últimos trimestres se ha observado una desaceleración en varias economías desarrolladas y emergentes, una caída del comercio y las exportaciones globales y un aumento de la incertidumbre. Como se discute en el Recuadro I.1, la intensificación del conflicto comercial surge como uno de los principales candidatos a explicar la dinámica reciente de estas variables. En efecto, resalta el debilitamiento que muestra Asia emergente y Europa (en especial Alemania), que dada su alta participación en las cadenas de valor global (CVG) se han visto fuertemente afectada por el menor desempeño de China y el conflicto comercial.

Este Recuadro da cuenta de los efectos que la guerra comercial podría tener en la economía local, a través de distintos mecanismos de transmisión. Respecto del canal directo del comercio internacional, se concluye que las caídas anuales de las exportaciones chilenas han sido hasta el momento acotadas y heterogéneas entre sus productos, pero que el efecto negativo podría intensificarse hacia 2020-21 en la medida que se den los menores ritmos de crecimiento de nuestros socios comerciales. Más notoria ha sido la transmisión a las condiciones financieras locales, donde se encuentra evidencia de efectos significativos del conflicto comercial en la bolsa y el tipo de cambio. Finalmente, se presenta evidencia respecto a la transmisión vía expectativas, la que muestra efectos significativos del deterioro de variables externas en los indicadores de confianza de empresas y consumidores locales, y a través de estos, en las decisiones de inversión y consumo. El escenario base ya contempla un menor dinamismo en la demanda interna producto de estos efectos, parcialmente compensada por la importante reducción en tasas de interés, en línea con una política monetaria más expansiva y la influencia de los movimientos internacionales en tasas de mayor plazo. Sin embargo, no pueden descartarse eventos donde sus efectos sean más importantes, por ejemplo, en la medida que el deterioro del escenario internacional se profundice.

Canal de comercio

Si bien Chile no se encuentra directamente involucrado en la guerra comercial, la economía local podría verse afectada en la medida que participe en las CVG de los países afectados. Un estudio de la OCDE (2015) estima que, en el 2011, la participación de exportaciones chilenas en las CVG ascendía a 32%, un número elevado cuando se le comparaba con el resto de América Latina. De hecho, en ese año, la participación chilena era la más elevada, seguida de Colombia con casi 30% y Brasil con algo menos de 25%. No obstante, según el mismo estudio, es destacable que casi dos tercios (63%) de la participación se explicaba por las exportaciones mineras. En segundo lugar de relevancia se ubicaban los sectores de servicios (22%), mientras que el resto de las actividades, incluidas la industria, tenían participaciones significativamente menores. Un factor adicional a explorar es si la economía produce bienes complementarios o sustitutos de los bienes que están siendo gravados en la guerra comercial. Los primeros se verían negativamente afectados, mientras los segundos podrían verse beneficiados, reemplazando producción de otras economías. Finalmente, se encuentra el efecto de un menor valor de nuestras exportaciones producto de la caída en el precio de materias primas, en especial del precio del cobre^{1/}.

¿Cómo se han reflejado estos factores en la evolución de las exportaciones chilenas? El volumen de las exportaciones de bienes muestra caídas anuales de -2,5 y -4,4% en el primer y segundo trimestre del 2019, respectivamente (6,1% en el 2018). El principal retroceso se observa en las exportaciones mineras. Aunque estos envíos tienen relevancia en las CVG, lo sucedido en el primer semestre del año responde más bien a factores de oferta. En particular, es coherente con el pobre desempeño de la actividad minera, que cayó -2,0% anual en el primer semestre, afectada por un invierno altiplánico que abarcó una zona geográfica mayor que la habitual y se prolongó por más tiempo; obras de mantenimiento y una huelga en Codelco; y problemas en uno de los puertos a través de los que se exporta hierro. Esto refleja una tendencia más general, donde la variable de ajuste a las fluctuaciones de demanda por cobre tiende a ser el precio del

^{1/}Dada la naturaleza deficitaria del mercado de cobre, una menor demanda del metal se ajusta principalmente a través de precio más que por cantidad.

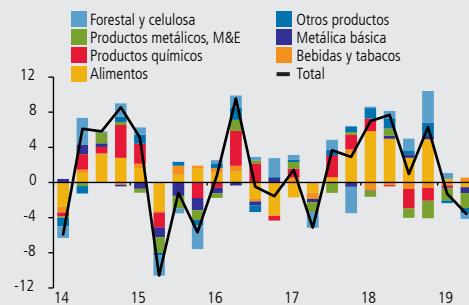


metal, no así los envíos. En todo caso, en la medida que el precio del metal se ubique en niveles bajos por más tiempo, esto podría afectar la elasticidad de largo plazo, al incidir en las decisiones de los proyectos de inversión minera.

Las exportaciones industriales también han mostrado un descenso de sus volúmenes (gráfico III.12). En este caso se combinan varios elementos. Por un lado, sectores como el salmonero —en torno a 15% del valor de las exportaciones industriales— se encuentran en niveles de producción históricamente elevados, lo que lleva a que sus tasas de variación anual sean acotadas, o incluso negativas, pese a que la evaluación del desempeño sectorial es positivo. En el lado opuesto, los productos que muestran el mayor deterioro son los ligados a la industria metalmecánica y metal básica. En este caso el menor desempeño es por asuntos internos de América Latina, su principal mercado de destino, que afectaron de forma relevante a estos envíos (gráfico III.13). El retraso de recuperación en estas economías, retardaría la recuperación de dichas exportaciones. En cuanto a las exportaciones hacia los mercados directamente ligados al conflicto —China y EE.UU.— se aprecian efectos acotados y heterogéneos. Por ejemplo, las exportaciones de la industria de celulosa y forestal han sido afectadas por una menor demanda china y productores con altos niveles de inventarios. Por otro lado, las exportaciones de vino a China se estarían viendo favorecidas por los aranceles al vino estadounidense.

Si bien hasta el momento no hay evidencia que el conflicto comercial haya impactado de forma directa vía el canal comercial, sí se espera que hacia adelante esto derive en menores exportaciones dado el menor crecimiento esperado de los socios comerciales.

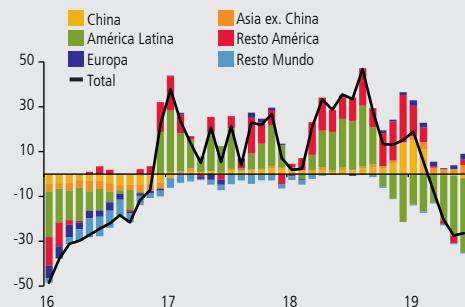
GRÁFICO III.12
Volumen de las exportaciones industriales
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.13

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Canal financiero, expectativas y demanda interna

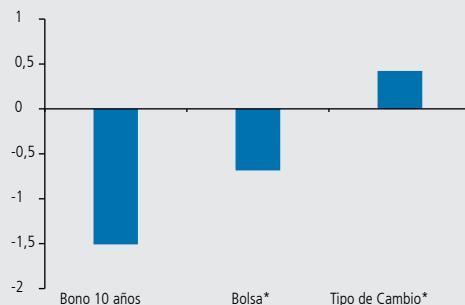
Los efectos sobre los mercados financieros pueden transformarse en un mecanismo de transmisión relevante para las economías que no están directamente involucradas en el conflicto. Como ya se ha observado, la incertidumbre asociada a la guerra comercial ha reducido el apetito por riesgo, dando paso a una depreciación de las monedas, una caída de las bolsas, de los precios de las materias primas y de las tasas de interés de largo plazo. También es esperable que se observen salidas de capitales, las que, hasta ahora, se han producido solo en algunas economías, en particular las consideradas más vulnerables.

Una aproximación del efecto de la guerra comercial en los precios de activos locales puede obtenerse con la metodología de estudio de eventos detallada en el Recuadro I.1, estimando el efecto promedio asociado a los principales anuncios (*tweets*) que han caracterizado el desarrollo de este conflicto (gráfico III.14). Para la bolsa local, se estima que los *tweets* negativos (intensificación del conflicto) hacen disminuir el IPSA entre 0,5-0,7% (no significativo para *tweets* positivos), mientras que para el tipo de cambio, los *tweets* negativos implican una depreciación de cerca de 0,4%^{2/}. En general, las caídas en la bolsa y la depreciación de las monedas están asociadas con un menor nivel de inversión local, particularmente en el componente de maquinaria y equipo (gráfico III.9). Si bien el ejercicio no muestra un efecto estadísticamente significativo en tasas largas locales, cabe destacar que éstas se han reducido de manera importante durante al año —algunas alcanzando mínimos históricos—, lo que podría proveer algún grado de soporte a la inversión. En el escenario base, estos efectos ya se encuentran incorporados en la menor proyección de inversión, concentrada en el componente transable.

^{2/} Para las tasas nominales de largo plazo, los *tweets* negativos reducen los rendimientos en 1,5 puntos base, pero su efecto no es significativo. Ver Albagli, Carlomagno y Chernin (2019).

GRÁFICO III.14

Efectos promedio de la guerra comercial sobre activos financieros chilenos (1) (2)
(puntos base, porcentaje)



(1) En el caso de los bonos a 10 años se consideran puntos base, mientras para la bolsa y el tipo de cambio es el porcentaje
(2) Los asteriscos indican significancia estadística al 5%.

Fuente: Albagli, Carromagno y Chernin (2019).

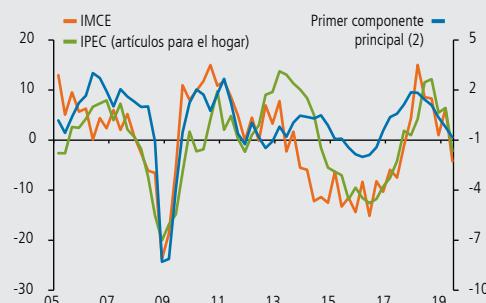
Más allá de sus efectos directos en mercados financieros, otro canal de transmisión relevante es el efecto que un deterioro de la actividad y perspectivas externas pueda tener en las expectativas de empresas y hogares en Chile, y a través de éstas, en la demanda interna. A lo largo del año, la inversión prevista para el 2019 se ha ido corrigiendo a la baja con especial énfasis en el componente de maquinaria y equipos. Sectorialmente, ha sido la minería el sector que aporta el mayor impulso al crecimiento de la formación bruta de capital fijo. Sin duda que una caída del precio del cobre más profunda y/o prolongada podría provocar efectos en el desarrollo de los proyectos previstos, pero la información disponible hasta el momento sugiere que este riesgo permanece acotado. De hecho, distintos catastros y el desempeño más dinámico de ciertas líneas de servicios empresariales apuntan a que la inversión en minería ha sido más dinámica que lo anticipado.

Más preocupante podría ser el panorama de la inversión no minera y el consumo. En efecto, durante el primer semestre del año, se observó un deterioro relevante en las expectativas empresariales medidas por el IMCE. Por otro lado, las expectativas de los consumidores —IPEC— también han tenido un descenso aún más marcado en los últimos meses, situándose en niveles claramente pesimistas. Si bien existe una fuerte asociación entre la evolución de un conjunto de indicadores de actividad externa y perspectivas locales (gráfico III.15) no es inmediato asociar dicho retroceso a variables externas, ya que estas también podrían asociarse a múltiples desarrollos de la economía local.

Para aislar el efecto de las variables externas en los indicadores de expectativas locales y en la demanda interna, se utiliza un ejercicio econométrico con vectores autoregresivos (SVAR; ver Albagli y Luttini (2015)). En este ejercicio, el ciclo mundial es identificado como el primer componente principal de las variables externas relacionadas con actividad (CP1): precio cobre, precio petróleo, PMI Global, EEUU, China, Europa y Brasil; y con el primer componente principal de variables externas relacionadas con variables financieras y de riesgo (CP2): VXX, SP500, EMBI Global, Latam, Asia, Europa. Para estudiar el efecto en los componentes de la demanda interna, además de las variables externas descritas, el SVAR incluye variables macro domésticas^{3/}, e indicadores de confianza (IMCE o IPEC, dependiendo si la variable a explicar es la inversión o el consumo).

GRÁFICO III.15

Expectativas empresariales y variables externas (1)
(desviación con respecto al promedio histórico)



(1) Se consideran las series originales del IMCE e IPEC. El IMCE solo considera los sectores de industria y comercio, y las preguntas relativas a la situación futura de la empresa en los próximos 3 y 6 meses.

(2) Primer componente principal de: PMI Global, EE.UU., China, Europa, Brasil, Precio del Cobre, Precio del Petróleo.

Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez y Bloomberg.

Los resultados de la estimación muestran que un deterioro de las variables externas, medidas a través del CP1, provoca un efecto negativo inmediato y persistente en las expectativas, y un efecto más rezagado pero persistente en los componentes de la demanda interna (consumo e inversión; gráfico III.16). En el ejercicio cuantitativo además resalta que los efectos tienden a ser mayores y más persistentes vía expectativas empresariales e inversión, que a través de las perspectivas y decisiones de gasto de los consumidores. Si bien es difícil asignar de manera más precisa qué fracción del deterioro de los distintos indicadores de expectativas se asocian a eventos específicos en la actual coyuntura, este ejercicio sugiere que el deterioro del escenario

^{3/} Brecha producto e inversión total/consumo privado. Se incluye la inversión minera australiana para controlar por shocks al ciclo minero.



externo probablemente explica en mayor medida el retroceso de la confianza empresarial que la de consumidores, dado que es el que exhibe una respuesta mayor a los cambios en las variables de actividad externas.

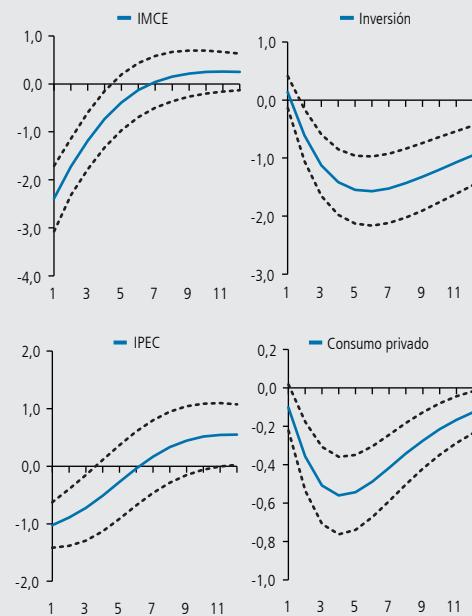
Conclusiones

La guerra comercial se ha convertido en un factor relevante en la evolución del escenario económico mundial. Consistente con ello, el escenario base de este IPoM contempla una corrección a la baja relevante en el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años. Los mecanismos de transmisión de este cambio de escenario son variados. Por un lado, afecta el crecimiento de los socios comerciales y, por lo tanto, la demanda externa y el crecimiento del volumen de las exportaciones nacionales. Por otro lado, deteriora los términos de intercambio y reduce el ingreso que el país recibe desde el exterior. Se suma el impacto negativo que, a través del deterioro de condiciones financieras (en particular, tipo de cambio y precio de acciones, parcialmente compensado por menores tasas de interés) y de expectativas locales tiene sobre las decisiones de gasto, en particular sobre la inversión.

Por cierto, no es posible descartar que se produzcan escenarios donde esta incertidumbre crezca, dada la evolución del contexto externo, y termine afectando con mayor fuerza a la demanda y actividad interna.

GRÁFICO III.16

Efecto de un *shock* negativo en los factores externos sobre expectativas, inversión y consumo privado (1) (2)
(desviación respecto de la tendencia HP, porcentaje)



(1) Los factores externos se miden como el primer componente principal de: PMI Global, EE.UU., China, Europa, Brasil, Precio del Cobre y Precio del Petróleo.

(2) La magnitud del *shock* sobre los factores externos es de una desviación estandar.

Fuente: Zuñiga (2019).

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^{1/}

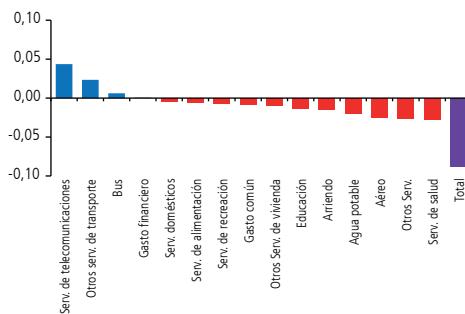
Desde el IPoM de junio, las perspectivas para el escenario macroeconómico se han debilitado, lo que ha incrementado los riesgos para la oportuna convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de proyección. Esto responde, principalmente, a la evolución del escenario externo, a lo que se suma un crecimiento de la actividad y demanda interna en el segundo trimestre que fue menor que lo esperado, destacando el menor avance del consumo, el menor dinamismo del empleo asalariado privado y expectativas de los agentes que han retrocedido respecto de comienzos de año. Todo esto ocurre en un contexto en que la variación anual del IPC y del IPCSAE sigue en niveles reducidos, en torno a 2%, sin mayores diferencias respecto de lo previsto en junio. No obstante, a nivel de componentes del IPCSAE se aprecian cambios más significativos. En particular, la inflación de servicios del IPCSAE ha acumulado sorpresas a la baja de manera generalizada entre sus componentes, sosteniéndose en valores bajos en perspectiva histórica. Resalta que las líneas más relacionadas al estado de la brecha de actividad y del mercado laboral se han ajustado aún más. Se estima que parte de las recientes sorpresas inflacionarias persistirán por un tiempo, en línea con una brecha de actividad que en la partida es superior a lo previsto en junio. Tomando en cuenta todos estos antecedentes, en su Reunión de septiembre el Consejo decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base (pb), hasta 2,0%, y anunció que se podría requerir una ampliación de dicho estímulo, lo que será evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.

En el escenario base de este IPoM, la variación anual del IPC y el IPCSAE irá aumentando paulatinamente y se ubicará en 2,7 y 2,5%, respectivamente a fines de este año (2,8 y 2,6% en el IPoM de junio, respectivamente). La inflación total y la subyacente convergerán a 3% durante el 2021, en la última parte del horizonte de política. En cuanto a las expectativas privadas de inflación, las distintas medidas la sitúan en 2,8% anual a diciembre de este año. Eso sí, a

^{1/} A menos que se indique lo contrario, las series de inflación y sus componentes presentes en este Informe, a partir de enero del 2019 corresponden a los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

GRÁFICO IV.1

Servicios SAE: sorpresas acumuladas desde IPoM de junio (*)
(incidencias mensuales acumuladas, puntos porcentuales)

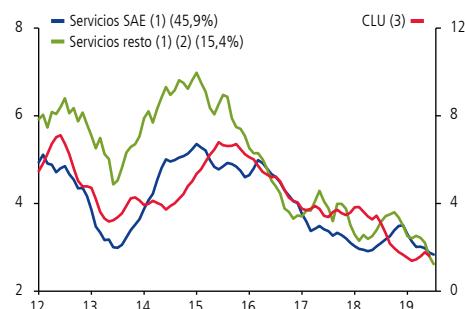


(*) Para mayor detalle sobre los componentes incluidos en cada agrupación, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.2

Servicios SAE y costos laborales unitarios
(prom. móvil de tres meses de la variación anual, porcentaje)



(1) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.

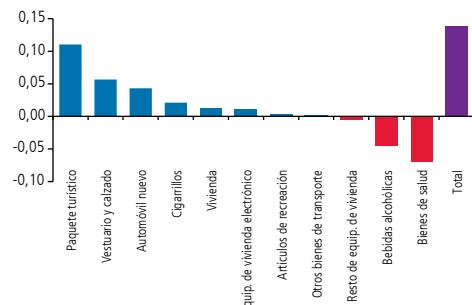
(2) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2017.

(3) Construido en base a cifras del INE. Promedio móvil de doce meses de la variación anual.

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



GRÁFICO IV.3
Bienes SAE: sorpresas acumuladas desde IPoM de junio (*)
(incidencias mensuales acumuladas, puntos porcentuales)



(*) Para mayor detalle sobre los componentes incluidos en cada agrupación, ver Glosario.

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

uno y dos años plazo dan cuenta de menores perspectivas respecto del cierre estadístico del IPoM previo. En el primer caso, las diferentes mediciones —EEE, EOF y seguros de inflación— la ubican entre 2,7 y 2,8% anual (-10pb). En tanto, en el segundo caso, la mediana de la EEE y la de la EOF la sitúan en 3,0 y 2,8% anual, respectivamente. Resalta que en ambas encuestas aumentó el porcentaje de respuestas que ubican la inflación por debajo de 3% anual a dos años plazo.

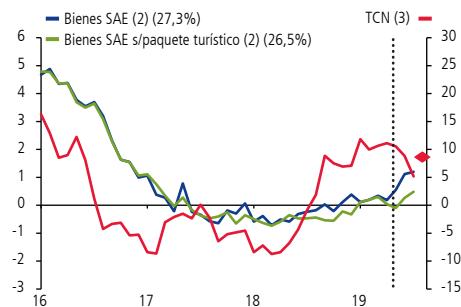
Por componentes, como se mencionó, en los últimos meses ha llamado la atención la evolución de la inflación de servicios del IPCSAE. Esto, pues la mayoría de los ítems que la conforman acumularon sorpresas negativas desde el cierre estadístico del IPoM de junio (gráfico IV.1). Con esto, en el IPCSAE, la inflación de servicios y servicios resto —más correlacionada con la brecha de actividad— han seguido debilitándose y continúan expandiéndose a tasas bajas en perspectiva histórica (gráfico IV.2). Se prevé que, dadas las sorpresas negativas acumuladas durante los últimos meses, el componente de servicios del IPCSAE continúe mostrando tasas de variación anual bajas en los próximos meses, en línea con la ampliación de la brecha de actividad que ya se produjo en la primera mitad del año, el debilitamiento que ha mostrado la demanda interna, en especial el consumo, el menor dinamismo del empleo asalariado privado y el retroceso que han mostrado las expectativas de los agentes respecto de comienzos de año.

Por su parte, el componente de bienes del IPCSAE ha tenido un aumento superior al proyectado en el IPoM anterior, alcanzando 1,2% anual a julio, en un contexto en que el tipo de cambio nominal se volvió a depreciar en términos anuales frente al dólar estadounidense (8,6% anual en agosto, considerando información hasta el cierre estadístico) y en donde las medidas multilaterales dieron cuenta de movimientos en el mismo sentido, pero de menor magnitud (algo por sobre 3,5 y 7,5% para el TCM y el TCM-5, respectivamente). La mayor sorpresa del período fue el comportamiento del precio de paquete turístico (gráfico IV.3). Cabe señalar que este producto es históricamente volátil, por lo que se asume que su sorpresa se revertirá en lo venidero. A esto se sumaron recientemente los incrementos en los ítems de vestuario y calzado, así como en los automóviles nuevos. Con todo, descontando el registro atípico de paquete turístico en mayo de este año, el componente de bienes del IPCSAE sigue dando cuenta de una aceleración, aunque más acotada (gráfico IV.4).

La incidencia de los componentes más volátiles de la canasta del IPC —alimentos y energía— en la inflación anual ha descendido, por una menor contribución de la energía a raíz de la caída anual del precio en pesos de los combustibles. Este efecto ha prevalecido por sobre el aumento de las tarifas eléctricas, que entró en vigencia a partir de mayo de este año, y de la incidencia positiva que han seguido entregando los alimentos, especialmente tras las alzas de las cecinas y de la carne de cerdo.

Tomando en cuenta lo señalado anteriormente, las diferencias más significativas respecto de lo proyectado se concentraron al interior de la inflación subyacente, con un efecto composición que es coherente con un escenario de debilitamiento

GRÁFICO IV.4
Tipo de cambio e IPCSAE de bienes (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019.

(2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.

(3) Rombo rojo considera información del TCN para agosto del 2019 hasta el día 28, lo que se compara con igual mes completo del 2018.

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

de la demanda, específicamente en la inflación de servicios —más ligada al estado de las brechas de actividad y el mercado laboral. En el agregado, la variación anual del IPC y del IPCSAE resultó similar a lo previsto y se ha mantenido en torno a 2% anual (gráfico IV.5). En este contexto, las distintas medidas de tendencia inflacionaria han permanecido bajas en perspectiva histórica (gráfico IV.6).

EVOLUCIÓN DE LOS COSTOS

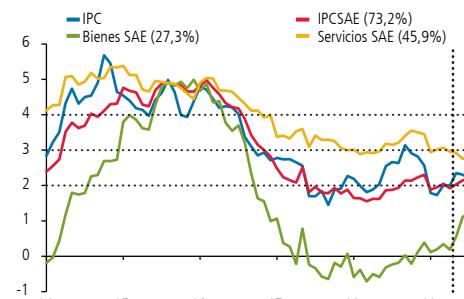
Los distintos indicadores de presiones de costos muestran que estos siguen contenidos. La tasa de variación anual de los salarios nominales reportados por el INE —IR e ICMO— ha fluctuado en torno a 5%, valores inferiores a sus promedios históricos, mientras las fuentes administrativas (AFP y AFC), que se publican con un rezago mayor, se ubican en 4,9 y 5,6% anual a mayo, respectivamente. El crecimiento de los salarios reales se ha mantenido relativamente estable. Esto, en medio de costos laborales unitarios (CLU) que han seguido expandiéndose a tasas similares, tras la baja que registraron el año pasado.

En el ámbito cualitativo también se recoge que las presiones de costos y salarios permanecen acotadas. Por un lado, según muestra el IMCE, las expectativas sobre la evolución de los costos y salarios se sitúan por debajo de sus promedios históricos, aunque su evolución reciente ha sido diversa entre sectores, destacando el alza en las expectativas de costos en la industria y la baja en las de salarios de la construcción (gráfico IV.7). Por otro lado, como ha sido la tónica desde hace varios trimestres, la mayoría de los entrevistados en el marco del Informe de Percepciones de Negocios volvió a indicar que siguen enfocados en mantener los costos controlados, a la vez que continuaron dando cuenta de presiones salariales contenidas. Respecto de los costos importados, algunos consultados señalaron que ya habían comenzado a ver los efectos del alza del tipo de cambio en sus resultados, mientras que otros prevén que ello suceda más a futuro. La mayoría de los entrevistados continuó señalando que la magnitud de los cambios de precios se ve afectada por una demanda poco robusta, clientes más informados y una fuerte competencia entre los oferentes del mercado.

En cuanto a los costos externos, el índice de precios externos (IPE) en dólares acotó su caída en términos anuales, en donde se conjugan una depreciación más moderada de las paridades con respecto al dólar estadounidense y un menor índice de precios en moneda local. El valor de los bienes de consumo importados (IVUM) se volvió a contraer en torno a 1,5% anual el segundo trimestre del 2019, por una caída anual más bien generalizada de los precios externos de los bienes durables y no durables.

GRÁFICO IV.5

Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

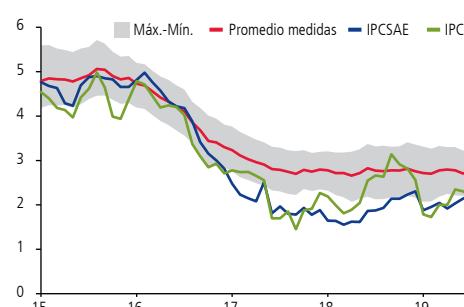


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019.
(2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.

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

GRÁFICO IV.6

Medidas de tendencia inflacionaria (*)
(variación anual, porcentaje)

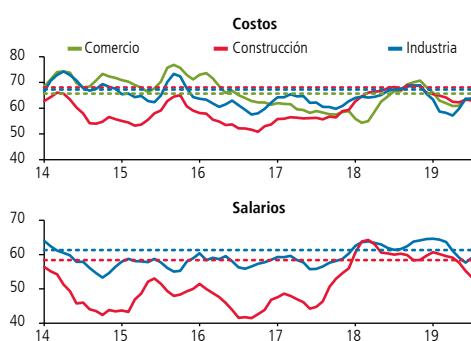


(*) Las medidas subyacentes consideran las series referenciales desestacionalizadas de las subclases de cada una de las canastas del IPC. Las medidas calculadas son las siguientes: mediana ponderada, media podada (se poda el 31% inferior y el 30% superior de la distribución ponderada de variaciones mensuales), la media podada por volatilidad (se podan las subclases más volátiles que acumulan el 63% del peso total del IPC, con la volatilidad calculada como el desvío estándar de las variaciones mensual de los últimos 6 meses), la media ajustada por volatilidad (se re-ponderan las subclases dividiendo la ponderación original por el desvío estándar de los últimos doce meses), y el primer factor dinámico estimado siguiendo la metodología Doz et. al(2012).

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

**GRÁFICO IV.7**

IMCE: expectativas de costos y salarios (1) (2)
(promedio móvil de tres meses del índice de difusión)



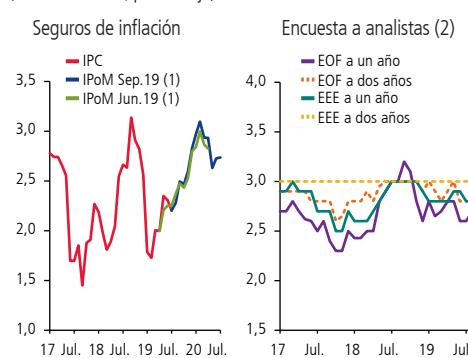
(1) Un valor sobre (abajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción).

(2) Líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta julio del 2019 para cada serie.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO IV.8

Expectativas de inflación
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el IPoM de junio y de septiembre del 2019, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 03/06/2019 y al 28/08/2019, respectivamente.

(2) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

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

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En el escenario base, la convergencia de la inflación a 3% anual será más lenta que lo previsto en junio, principalmente por el comportamiento que ha mostrado la inflación de servicios del IPCSAE. En particular, la proyección supone que las sorpresas negativas acumuladas durante los últimos meses provocarán que este componente permanezca con tasas de variación anual bajas por un tiempo. Se prevé que la inflación de bienes del IPCSAE se sostenga en cifras algo por sobre 1% anual durante los próximos trimestres, tanto porque se supone la reversión de algunas sorpresas particulares de los últimos registros —paquete turístico—, como por la depreciación del peso. Esto, considerando un coeficiente de traspaso de la depreciación del peso hacia precios locales que se asume será similar a su valor promedio histórico. Como supuesto de trabajo, se considera que el tipo de cambio real (TCR, índice 1986=100) permanecerá por sobre sus promedios de los últimos quince y veinte años. Así, la inflación anual del IPCSAE se ubicará en 2,5% en diciembre del 2019, mientras la del IPC llegará hasta 2,7% (2,6 y 2,8% en el IPoM de junio, respectivamente). En la inflación total, el ajuste a la baja también incorpora los menores precios de los combustibles respecto del cierre estadístico previo. Respecto de los alimentos, en particular las frutas y verduras frescas, se asumen trayectorias de precios coherentes con sus patrones de estacionalidad habitual, no obstante, existe el riesgo de que la sequía que está afectando a parte del país redonde en mayores precios. Considerando lo anterior, en el escenario base de este IPoM se prevé que la variación anual del IPC y del IPCSAE convergerá a 3% durante el 2021, en la última parte del horizonte de política monetaria.

Las expectativas privadas para la inflación total también recogen menores perspectivas, en especial a uno y dos años plazo. En las primeras, las distintas medidas cayeron cerca de 10pb, situando la variación anual del IPC entre 2,7 y 2,8%. A veinticuatro meses plazo, la mediana de la EEE se sostuvo en 3%, mientras que la de la EOF se había reducido hasta 2,8% (gráfico IV.8). Además, el porcentaje de respuestas que ubican la inflación a dos años por debajo de 3% ha aumentado en ambas encuestas. Las compensaciones inflacionarias —diferencia entre la tasa nominal y real— en bonos del Banco Central también han disminuido. Sin embargo, como se ha indicado en IPoM previos, estos indicadores son más volátiles y no reflejan completamente las expectativas inflacionarias del mercado, pues también contienen información sobre premios por liquidez que dificultan su medición (ver Recuadro IV.1, IPoM diciembre 2016). De hecho, estos últimos se han visto afectados recientemente por la significativa caída de las tasas soberanas a nivel global (gráficos II.3 y II.5).

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 variantes del escenario base y cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria en esos casos.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

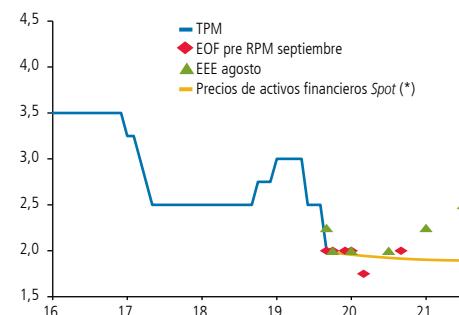
En un contexto en que la inflación total y subyacente se ha mantenido en torno a 2%, el debilitamiento de las perspectivas para el escenario macroeconómico ha incrementado los riesgos para la oportuna convergencia de la inflación a la meta. Por un lado, el aumento de las tensiones y la incertidumbre global, junto con la desaceleración del crecimiento mundial y el descenso de los volúmenes de comercio, llevan a que el impulso externo que recibirá la economía chilena será bastante inferior al considerado en el IPoM de junio. Por otro lado, en el segundo trimestre la actividad y la demanda interna crecieron por debajo de lo esperado, destacando el menor avance del consumo, el menor dinamismo del empleo asalariado privado y expectativas de consumidores y empresas que han retrocedido respecto de comienzos de año. Así, en el escenario base, la ampliación de la brecha y su tardanza para retomar el proceso de cierre reduce las presiones inflacionarias, con lo que la inflación convergerá a 3% en la última parte del horizonte de política. Estos antecedentes llevaron al Consejo a evaluar que era necesario adoptar una posición más expansiva de la política monetaria.

En línea con ello, en su reunión de septiembre decidió reducir la TPM en 50 puntos base (pb), hasta 2%. Además, indicó que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico. Hacia el mediano plazo, el Consejo estima que la oportunidad para iniciar el retiro del estímulo dependerá de que los datos muestren clara evidencia de una superación del cuadro más adverso y se asegure una convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

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. La última sección de este capítulo analiza con mayor detalle estos eventos.

GRÁFICO V.1

TPM y expectativas de mercado (*)
(porcentaje)

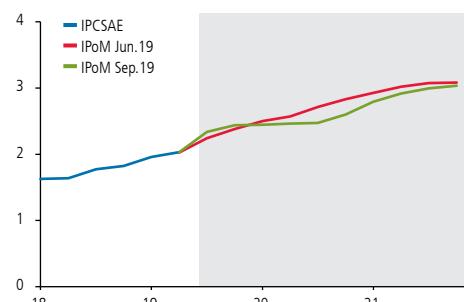


(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años. Trayectoria suavizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

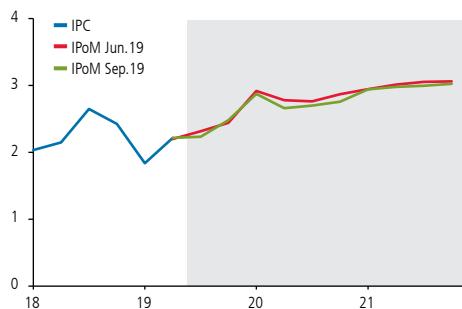
GRÁFICO V.2

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



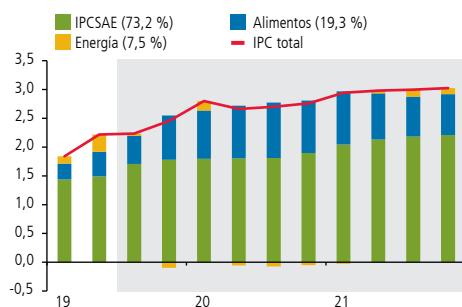
(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPCSAE que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2019, corresponde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

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

**GRÁFICO V.3**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 tercer trimestre del 2019, corresponde a la proyección.

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

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

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

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

En los últimos meses, las distintas medidas de expectativas de mercado comenzaron a incorporar recortes de la TPM. Estas expectativas se afirmaron con el anuncio del Consejo en julio de que podría ser necesario ampliar el estímulo monetario, a lo que se agregó el deterioro del escenario internacional y la publicación de las cuentas nacionales del segundo trimestre. Así, para la Reunión de septiembre, las expectativas privadas apuntaban a un recorte de 50 pb. Hacia adelante, tanto la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) como los precios de los activos financieros, al cierre estadístico de este IPoM, incorporaban la posibilidad de un recorte de 25pb adicionales (gráfico V.1)

CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN

Desde junio, se han producido diferencias importantes en la proyección de algunos componentes de la inflación. Ello, en conjunto con la evaluación de una brecha de actividad más abierta que lo previsto y que comenzará a cerrarse más tarde, lleva a que en el escenario base la inflación permanecerá en niveles bajos por más tiempo y su convergencia a la meta se dará en el 2021, en la última parte del horizonte de política.

Las sorpresas en el componente de servicios de la inflación del IPCSAE inciden de manera importante en la evaluación de la trayectoria de convergencia. En primer lugar, porque esta se ubica en valores bajos en perspectiva histórica (2,8% anual a julio, vs 4,2% en promedio desde el 2000) y porque se ha seguido debilitando en el margen. En segundo lugar, porque es generalizada a lo largo de sus componentes —exceptuando las líneas de telecomunicaciones y transporte, hay sorpresas negativas en todos los servicios que la conforman—. En tercer lugar, porque este componente es el que más se vincula con el estado de la brecha de actividad y las remuneraciones. Tomando todos estos antecedentes en consideración, se estima que las sorpresas negativas acumuladas en este componente de la inflación en los últimos meses demorarán en revertirse.

Por el lado de los bienes del IPCSAE, la inflación se mantendrá en cifras algo por sobre 1% en los próximos meses, tanto porque se supone la reversión de algunas sorpresas particulares de los últimos registros —paquete turístico— como por la depreciación del peso. Como supuesto de trabajo se estima que, durante el horizonte de proyección, el TCR seguirá por sobre sus promedios de los últimos 15 y 20 años. Así, la inflación anual del IPCSAE se ubicará en 2,5% en diciembre del 2019. Considerando que la brecha de actividad comenzará su proceso de cierre recién entrado el próximo año, la inflación del IPCSAE fluctuará en torno a ese mismo valor durante todo el 2020, para recién comenzar a elevarse más claramente en el 2021. Al cierre del horizonte de política se ubicará en 3% (gráfico V.2).

En la trayectoria proyectada para la inflación total, se suma que los precios de los combustibles serán menores a los previstos en junio a lo largo de todo el horizonte de proyección. Respecto de las frutas y verduras frescas, se asumen trayectorias de precios coherentes con sus patrones de estacionalidad habitual, no obstante, existe el riesgo de que la sequía que está afectando a parte del país redunde en mayores precios. Así, el IPC cerrará el 2019 algo por debajo de lo previsto en junio, en 2,7%, mismo valor que promediará, aunque con algunos

vaivenes, durante el 2020. Al igual que el IPCSAE, la inflación del IPC comenzará a converger más claramente a 3% solo en el 2021 (gráficos V.3 y V.4).

HOLGURAS DE CAPACIDAD Y BRECHA DE ACTIVIDAD

En el segundo trimestre, la actividad y la demanda crecieron por debajo de lo considerado en el IPoM de junio, lo que lleva a estimar una brecha de actividad que en la partida es más amplia que lo proyectado en esa ocasión. Sin embargo, como se ha mencionado otras veces, la medición de la brecha de actividad —la diferencia entre el nivel efectivo del PIB no minero y su nivel potencial— está sujeta a un alto grado de incertidumbre, razón por la cual evaluar sus implicancias sobre la trayectoria de la inflación debe complementarse con información directa respecto de holguras en los mercados de bienes o de factores (gráfico V.5).

Como se ha venido señalando en varios IPoM, la información que surge del mercado del trabajo apunta a la existencia de holguras. La moderación de las tasas de crecimiento de los salarios nominales, una inmigración que sigue ampliando la oferta de mano de obra y una creación de empleo asalariado privado que se modera, son señales de ello. La permanencia de la inflación subyacente en niveles cercanos a 2% también apunta en el mismo sentido, especialmente por la mencionada baja de la inflación de servicios y porque las líneas que correlacionan con el estado de la brecha de actividad y las remuneraciones han bajado más en el margen.

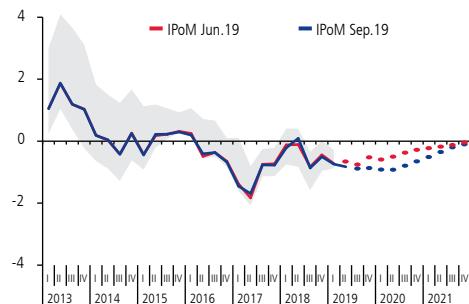
En la misma línea, la información cualitativa que se recoge en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) da cuenta de holguras en varios aspectos. Respecto del mercado laboral, los entrevistados mencionan menores tasas de rotación, preocupación por cuidar la fuente laboral, pocas intenciones de contratar mano de obra y una amplia disponibilidad de trabajadores. Por el lado de los precios y los costos, los entrevistados vienen dando cuenta de escasas posibilidades de realizar ajustes al alza de sus precios ante la fuerte competencia, consumidores más informados y más cautos a la hora de tomar decisiones de compra.

Otros indicadores, como la capacidad utilizada en la industria que se desprende del IMCE o la percepción de demanda por créditos de las grandes empresas que muestra la Encuesta de Crédito Bancario, se han estancado o revertido en sus últimas mediciones. La generación eléctrica sigue apuntando a la existencia de holguras (gráficos V.6, V.7 y V.8).

BRECHA Y ACTIVIDAD EN EL ESCENARIO BASE

Como se mencionó, en el escenario base la brecha de actividad del segundo trimestre estaría más abierta y se prevé que comenzará su proceso de cierre más tarde que lo contemplado en junio. Esta trayectoria mantiene un PIB potencial no minero que en el período 2019-2021 se ubica en torno a 3,4%. Además, considera que en el período 2019-2021, el crecimiento acumulado de

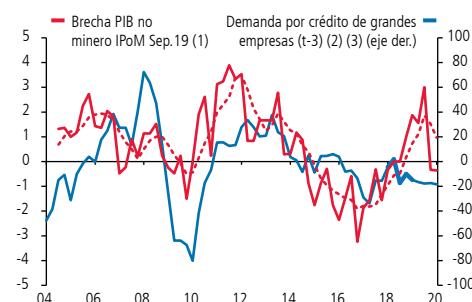
GRÁFICO V.5
Brecha de actividad (1) (2)
(porcentaje)



(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Aldunate *et al.* (2019).
(2) Líneas punteadas corresponden a proyecciones.

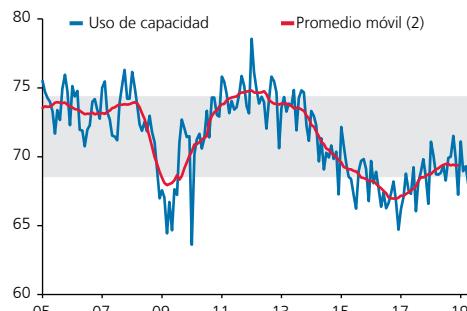
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.6
Holguras medidas por demanda por créditos
(porcentaje de uso de capacidad instalada)



(1) A partir del tercer trimestre del 2019 corresponde a proyección.
(2) Demanda (solicitudes) por nuevos créditos comerciales por parte de grandes empresas. Corresponde a la diferencia entre el porcentaje de encuestados que perciben un fortalecimiento de las solicitudes de crédito en algún grado y el porcentaje de quienes consideraron que dichas solicitudes se han debilitado en algún grado.
(3) Línea segmentada corresponde al promedio móvil anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.7**IMCE industria: uso de capacidad (1)
(porcentaje de uso de capacidad instalada)

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

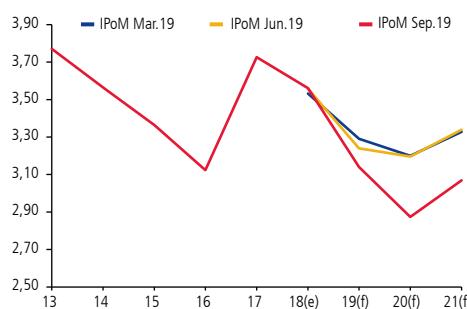
(2) Promedio móvil centrado en +/- seis meses.

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

GRÁFICO V.8Generación eléctrica SEN
(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 Coordinador Eléctrico.

GRÁFICO V.9Crecimiento de los socios comerciales
(variación anual, porcentaje)

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

la actividad será menor que el proyectado en junio. Así, luego de crecer entre 2,25 y 2,75% este año, la economía se expandirá entre 2,75 y 3,75% el 2020 y entre 3,0 y 4,0% el 2021.

Un elemento clave detrás de las correcciones al escenario base es el deterioro del escenario internacional en los últimos meses. De hecho, el impulso externo que recibirá la economía chilena disminuye de manera sustantiva respecto de lo considerado en el IPoM previo: el crecimiento de los socios comerciales acumula un recorte de 6 décimas en el período 2019-2021 y los términos de intercambio también serán algo inferiores (gráficos V.9 y V.10).

El incremento de la incertidumbre en varios frentes externos es un factor importante para explicar el ajuste de las proyecciones, por su efecto en las decisiones de consumo e inversión. El recrudecimiento de la guerra comercial entre EE.UU. y China ha instalado un ambiente de desconfianza. En el Reino Unido, ha crecido la posibilidad de un Brexit sin acuerdo. La situación también se tornó más compleja en Medio Oriente, Hong Kong, Italia y Argentina, entre otros.

El ajuste de las proyecciones de crecimiento se da con mayor intensidad en las economías emergentes. Destaca Asia, donde la menor tasa de crecimiento que se prevé para China tiene efectos importantes en el resto de la región. En particular, en el escenario base, China crecerá 5,5% en el 2020 (5 décimas menos que en junio). Esta economía ya ha venido dando señales de desaceleración y el crecimiento del PIB del segundo trimestre (6,2% anual) corresponde a su menor avance en casi tres décadas. Sin embargo, lo que más destaca es el deterioro de las cifras de comercio exterior en lo más reciente, lo que recoge los efectos que la guerra comercial ya está teniendo sobre esta economía. El escalamiento de los anuncios en este ámbito lleva a que, en el escenario base de este IPoM, la economía china profundice la desaceleración de su actividad. Esto mismo es lo que lleva a corregir las proyecciones para el resto de las economías de la región. En particular por la fuerte integración de las economías de Asia emergente a cadenas de valor global (CVG) (Recuadros I.1 y III.1). Las cifras más recientes ya están reflejando este efecto, con desaceleraciones de la actividad y contracciones importantes de las exportaciones en Corea del Sur, Tailandia y Singapur. Ello lleva a que para el resto de Asia emergente se recorte la expansión para el próximo bienio en ocho décimas respecto del último IPoM: a 3% el 2020 y 3,2% el 2021.

Las proyecciones para América Latina también tienen importantes revisiones a la baja. Si bien los gatillantes de los ajustes se concentran principalmente en factores idiosincráticos, las vulnerabilidades propias de algunas de ellas se exacerbaron en el actual contexto de incertidumbre. Ello se refleja en las proyecciones de Brasil, México y, especialmente Argentina. Así, los ajustes a la baja en la región totalizan casi 2 puntos porcentuales en el acumulado para el período 2019-2021. Respecto de las economías desarrolladas, los ajustes son menores en magnitud. El crecimiento de EE.UU. se mantiene apoyado por el alto dinamismo del consumo, aunque se espera una moderación en el 2020-21. El crecimiento de la Eurozona muestra una corrección levemente mayor, dado el comportamiento reciente de países como Alemania, en cuya economía las exportaciones tienen una alta participación.

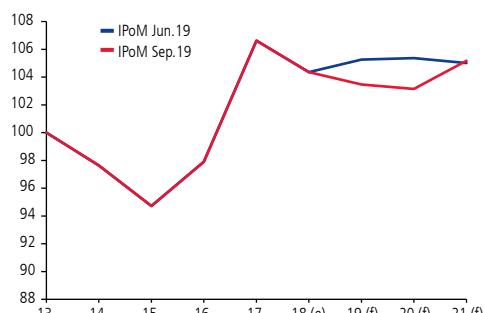
Los términos de intercambio también se ajustan a la baja, aunque moderadamente. Al contrario de lo contemplado en junio, estos caerán tanto este como el próximo año. Clave en esta proyección es la evolución del precio del cobre, que más que compensa el menor precio del petróleo. En el primero, la mayor diferencia se observa en el año 2020, cuando su precio promediará US\$2,6 la libra (US\$2,8 en junio). Ello considera principalmente elementos de demanda derivados del menor crecimiento mundial, en particular el importante ajuste de las proyecciones de crecimiento de su principal consumidor —China— y el marcado deterioro que ha tenido la industria manufacturera a nivel mundial. Así, durante gran parte del horizonte de proyección el cobre se transará por debajo de sus precios de largo plazo, en lo que también juega un rol la apreciación del dólar. El ajuste del precio del petróleo igualmente está afectado por perspectivas de debilidad de la demanda. Así, considerando los futuros de los diez días hábiles al cierre de este IPoM, el escenario base contempla que los precios del petróleo seguirán una trayectoria descendente.

Respecto de la economía chilena, las proyecciones consideran que las tasas de crecimiento anual irán en ascenso a partir del segundo semestre de este año. Así, el PIB crecerá entre 2,25 y 2,75% este año, entre 2,75 y 3,75% el próximo y entre 3,0 y 4,0% el 2021. Esto se da principalmente por la baja base de comparación del 2018, ya que, a diferencia de junio, no se espera una aceleración. Estas proyecciones consideran que algunos de los factores negativos del segundo trimestre no se revertirán totalmente y que el menor dinamismo del consumo tendrá algo de persistencia. Se agrega que la mayor incertidumbre global y el menor crecimiento de los socios comerciales reducirá las exportaciones. En el ámbito fiscal, se asume que en el 2019 la economía recibirá un impulso coherente con las metas estructurales de política declaradas por la autoridad. A ello se agrega el efecto de las medidas fiscales recientes, definidas dentro de dichos márgenes. La proyección también contempla los efectos del significativo aumento del impulso monetario derivado de la baja de la TPM de 100pb en los últimos tres meses, lo que permite condiciones financieras altamente favorables, que se manifestarán especialmente en el 2020.

En lo que respecta al segundo semestre del 2019, la proyección sigue considerando que la actividad tendrá tasas de expansión superiores a las de la primera mitad del año, lo que es coherente con algunos indicadores parciales de comienzos del tercer trimestre. En todo caso, esto se da principalmente por la baja base de comparación del 2018, ya que, a diferencia de junio, no se espera una aceleración relevante del PIB no minero. Aunque no está considerado en la proyección del escenario base, se debe mencionar el riesgo que la sequía que está afectando a parte del país, merme la producción agrícola y reduzca el valor agregado de la generación eléctrica.

Por el lado del consumo, las proyecciones apuntan a que este componente del gasto, luego de crecer 3,7% el 2018, lo hará en 2,7% este año. Como se mencionó, parte del ajuste para este año se basa en el mal desempeño que tuvo su parte privada en el segundo trimestre, donde las cifras mostraron un deterioro a lo largo de todos sus componentes. Los datos efectivos de consumo durable, que ya eran débiles en junio, se redujeron más que lo esperado. Ello se relaciona principalmente con la evolución del mercado automotriz que, luego

GRÁFICO V.10
Términos de Intercambio
(Índice 2013=100)



(e) Estimación.

(f) Proyección.

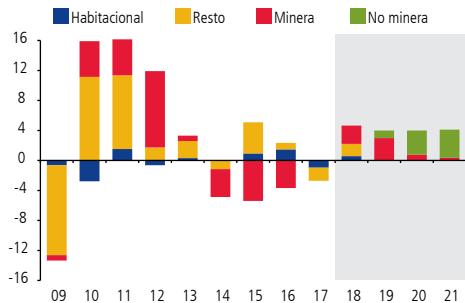
Fuente: Banco Central de Chile.



de los elevados niveles de venta alcanzados en el 2018, ha mostrado tasas de crecimiento negativas. Se sumaron tasas de expansión menores tanto en los bienes no durables como en los servicios, con lo que el consumo habitual registró su tasa de expansión más baja de varios trimestres. Sin embargo, alguna parte del menor crecimiento se explicó por la baja de la producción agrícola, que como contrapartida implicó un menor consumo de bienes no durables, en particular, de frutas y verduras.

La evolución de los determinantes del consumo también justifica tasas de expansión menores que lo previsto para el 2020 y 2021. La evolución reciente del empleo asalariado privado, sumado a indicadores cualitativos del mercado laboral (IPEC e IPN, entre otros) sugieren que este no tendrá una recuperación rápida, ni tampoco lo hará el dinamismo de los salarios. A ello se suman expectativas de consumidores que han tenido retrocesos marcados en los últimos registros disponibles. Si bien los acontecimientos externos tienen un efecto en las expectativas locales, su impacto tiende a ser más acotado en las de los consumidores, lo que sugiere que factores locales también podrían estar jugando un papel relevante (Recuadro III.1). Todo esto apoya la idea de un consumidor más cauto en las decisiones de gasto. En el IPN, varios entrevistados del sector comercio mencionaron una reducción de sus órdenes de internación de bienes, ante un panorama del consumo que no se aprecia boyante. Se añade que, en el sector comercio del IMCE, la percepción de inventarios excesivos es superior a su promedio histórico. Con todo, hacia el 2020 y 2021 el consumo retomará tasas de expansión mayores acordes con el PIB.

GRÁFICO V.11
Incidencias reales anuales en la FBCF (*)
(puntos porcentuales)



(*) Para el año 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. Para informar las proyecciones de los años 2019, 2020 y 2021 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

Luego de la desaceleración observada en el primer trimestre, en el segundo la formación bruta de capital fijo (FBCF) se expandió algo por sobre lo proyectado en junio. No obstante, diversos antecedentes apunta a que esta se mantiene concentrada en el sector minero. Entre ellos, la información que proveen los catastros de inversión, el IPN y la composición de las importaciones de maquinaria y equipo. En el escenario base se supone que la inversión estará impulsada principalmente por su parte minera. En cambio, la inversión de los sectores no mineros se anticipa menos dinámica que lo previsto en junio (gráfico V.11). Esta visión se basa en la dinámica reciente de varios de sus fundamentos. Por un lado, el deterioro del escenario externo ha provocado una depreciación del peso y una caída de la bolsa que limita el aumento de las importaciones de bienes de capital en lo inmediato. También ha tenido un rol en el deterioro de la confianza empresarial (IMCE) respecto de comienzos de año, lo que tendrá efectos en el desempeño futuro de la inversión (Recuadro III.1). En todo caso, los bajos costos de financiamiento, junto con los anuncios del Ejecutivo en materia de inversión pública, debieran proveer soporte a este componente de la demanda. Las proyecciones del escenario base estiman que la FBCF crecerá en torno a 4% en el 2019-2021 (en torno a 4,5% en junio), con lo que seguirá siendo el componente más dinámico de la demanda. Todo ello lleva a que, como porcentaje del PIB, en el horizonte de proyección la FBCF promediará 21,6% en términos reales y 22% en términos nominales.

Las exportaciones tienen un ajuste importante a la baja en el escenario base, previéndose una contracción este año. Gran parte de los ajustes se derivan directamente de los efectos de la guerra comercial. Si bien hasta ahora sus efectos en el comercio chileno han sido acotados y heterogéneos y parte de las

caídas recientes se han explicado por factores de oferta o elementos puntuales en la industria^{1/}, la escalada de las tensiones y el ajuste de las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales, tendrá efectos importantes en los volúmenes exportados en el horizonte de proyección (Recuadro III.1). Ello se refleja en una cuenta corriente que tendrá déficits de 3% en promedio en el período 2019-2021. A precios de tendencia^{2/} el déficit se ubicará en niveles levemente bajo 4% del PIB.

VARIANTES DEL ESCENARIO BASE

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 delinea. Sin embargo, existen eventos que si bien pueden situar el crecimiento dentro de los rangos de proyección, requieren de una trayectoria de la TPM distinta para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

Primero, es posible que el crecimiento del consumo y la inversión se desacelere más allá de lo considerado en el escenario base, ampliando la brecha. Ello podría darse, entre otros casos, si el deterioro observado en las expectativas de empresas y hogares tiene un efecto mayor al previsto en las decisiones de gasto, o bien si eventos externos o de la economía local deterioran aún más dichas expectativas. Por ejemplo, en línea con el análisis expuesto en el Recuadro III.1, existe una correlación significativa entre variables de actividad externa y las expectativas de los agentes locales y sus decisiones de gasto, en particular para el caso de la inversión corporativa. Así, el deterioro de la situación externa podría mermar algo más el crecimiento del gasto, retrasando la convergencia inflacionaria y por tanto, requeriría un impulso monetario mayor.

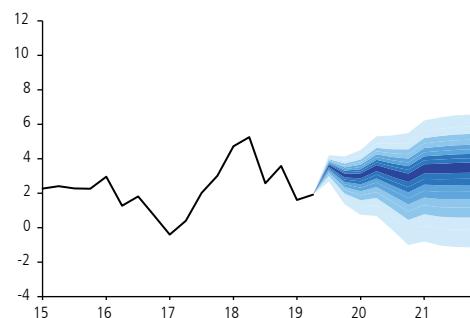
Segundo, es posible que la inversión responda con mayor fuerza a las expansividad de las condiciones financieras y a diversas iniciativas impulsadas por el Ejecutivo. En efecto, diversas tasas de interés de largo plazo se encuentran en mínimos históricos, lo que sumado al efecto de la mayor expansividad de la política monetaria en las tasas de interés de corto plazo podría impulsar un mayor aumento de la inversión no minera, que fortalezca el mercado laboral y el consumo. A esto se agregan los anuncios realizados por el Ejecutivo, entre los que se cuentan una mayor inversión pública, un mayor gasto en concesiones y algunas medidas, que podrían acelerar la inversión privada, que aún están en proceso de discusión legislativa. Tercero, si bien el Consejo sigue suponiendo que el crecimiento tendencial de la economía es de 3,4% para los próximos diez años, es posible que eventos de distinta índole reduzcan el crecimiento

^{1/} Los envíos mineros se redujeron ante la menor producción minera. En el caso de las exportaciones de salmones, sus niveles de producción ya elevados desde hace un tiempo, limitan sus tasas de expansión anual. En el caso de las exportaciones industriales, el magro desempeño de América Latina ha seguido afectando a la industria metálica básica, cuyos principales mercados de destino están en la región.

^{2/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustible 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 de largo plazo del cobre 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).

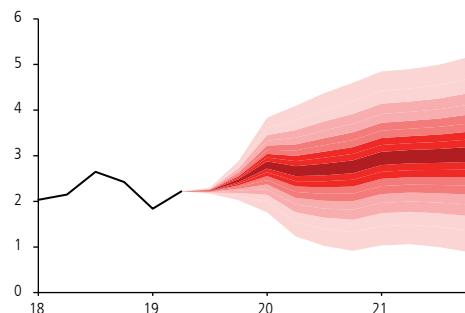
GRÁFICO V.12

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.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

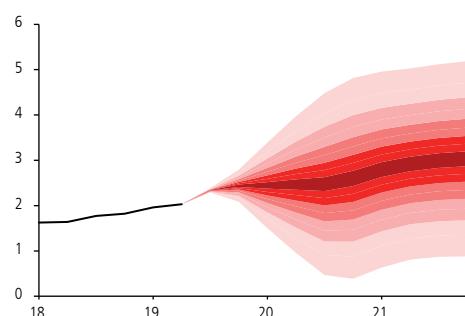
(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

de la productividad y el PIB potencial. Ello derivaría en una menor brecha de actividad y mayores presiones inflacionarias. Eventos de este tipo requerirían un impulso monetario menor.

Aunque estos eventos implican desvíos plausibles y relativamente acotados respecto del escenario base, requieren de trayectorias distintas para la TPM de modo de asegurar la convergencia de la inflación a la meta. En esta ocasión, a juicio del Consejo, son más probables los escenarios alternativos donde la convergencia de la inflación requiere una mayor expansividad monetaria. Ello, pues el escenario de proyecciones para la actividad está sesgado a la baja y el de la inflación está equilibrado (gráficos V.12, V.13, V.14).

Por cierto, podrían ocurrir eventos, de carácter más extremo, que sitúen el crecimiento fuera de los rangos de proyección e impliquen decisiones de política materialmente distintas para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Entre ellos, escenarios de un empeoramiento mucho más profundo de la situación externa, o donde interactúe una mayor debilidad del consumo y la inversión con un persistente deterioro de las expectativas que disminuyan la efectividad usual de la política monetaria. Este tipo de escenarios demandarían utilizar gran parte del espacio remanente de política monetaria.

GRÁFICO V.14Proyección 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO V.1

CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

A diferencia de lo previsto en septiembre del 2018, la inflación se ha mantenido en niveles bajos y su convergencia a 3% se dará solo durante el año 2021. La mayor diferencia ha provenido de una economía que no ha podido alcanzar una capacidad de crecimiento que logre el cierre de la brecha de actividad, la que se mantiene abierta desde mediados del año pasado. En este contexto, la política monetaria ha cambiado su orientación de forma relevante en el último año. Así, el Consejo pasó de anunciar que llevaría adelante un proceso de retiro del estímulo monetario durante el 2019 y 2020, a rebajar la TPM en 100 puntos base (pb) en los últimos tres meses. Además, en su reunión de septiembre, el Consejo indicó que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.

Durante el último año, se fueron reduciendo paulatinamente las proyecciones de crecimiento para el 2019. En septiembre del año pasado, se esperaba que este año el PIB aumentara entre 3,25 y 4,25%, rango que en este IPoM se ha ajustado a uno entre 2,25 y 2,75% (tabla V.1). Detrás de esta reducción hay varios factores. Por un lado, eventos puntuales en distintos sectores, principalmente ligados a factores de oferta, como una menor producción minera y agrícola, incluidas algunas huelgas en el primero de estos rubros. Estos factores fueron especialmente relevantes en el primer semestre. Por otro lado, todos los componentes de la demanda han sorprendido negativamente en el curso del año, con lo que su proyección de crecimiento también se ha ajustado a la baja. En el primer trimestre, por ejemplo, destacó la fuerte reducción del crecimiento de las importaciones de maquinaria y equipos, mientras que en el segundo trimestre se observó una menor expansión en todas las líneas del consumo privado. En ambos trimestres, las exportaciones se contrajeron en forma importante. Esta evolución del gasto coincidió con un deterioro de las expectativas de empresas y hogares, un menor dinamismo del mercado laboral y un escenario externo que se debilitaba, aunque no con el nivel de incertidumbre que muestra actualmente.

El aumento de la incertidumbre externa y sus impactos en el escenario global e interno, cobra especial relevancia al momento

de evaluar cómo será el comportamiento del gasto en el segundo semestre del 2019 y durante el 2020 y 2021. De hecho, este elemento, es uno de los principales fundamentos detrás de la corrección que se realiza entre el crecimiento esperado para este y el próximo año entre el IPoM de junio y el actual. En particular, el escenario base de este IPoM considera que el crecimiento de los socios comerciales chilenos será bastante menor que lo previsto, y que los términos de intercambio no tendrán el aumento previamente proyectado (tabla V.2).

TABLA V.1
Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2019

	Sep. 18	Dic. 18	Mar. 19	Jun. 19	Sep. 19
(variación anual, porcentaje)					
PIB	3,25-4,25	3,25-4,25	3,0-4,0	2,75-3,5	2,25-2,75
Demandia interna	3,7	3,8	3,7	2,9	2,4
Demandia interna (s/var. existencias)	3,7	3,9	3,9	3,4	3,0
- Consumo total	3,4	3,3	3,3	3,1	2,7
- Formación bruta de capital fijo	4,5	6,0	6,2	4,5	4,0
(porcentaje del PIB)					
Cuenta corriente	-2,6	-2,7	-2,9	-2,9	-3,3

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.2
Escenario internacional 2019

	Sep. 18	Dic. 18	Mar. 19	Jun. 19	Sep. 19
(variación anual, porcentaje)					
PIB socios comerciales (*)	3,5	3,5	3,3	3,2	3,1
PIB mundial PPC (*)	3,6	3,5	3,3	3,2	3,1
(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	285	285	290	280	270
Precio del petróleo WTI (US\$/barrel)	64	55	58	60	56
Precio del petróleo Brent (US\$/barrel)	73	64	66	68	63

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

Fuente: Banco Central de Chile.

En todo caso, el cambio en la evaluación del estado de la brecha no solo responde a la evolución del PIB efectivo. En junio, el Consejo actualizó la estimación 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 migratorio de los últimos años sobre el crecimiento tendencial



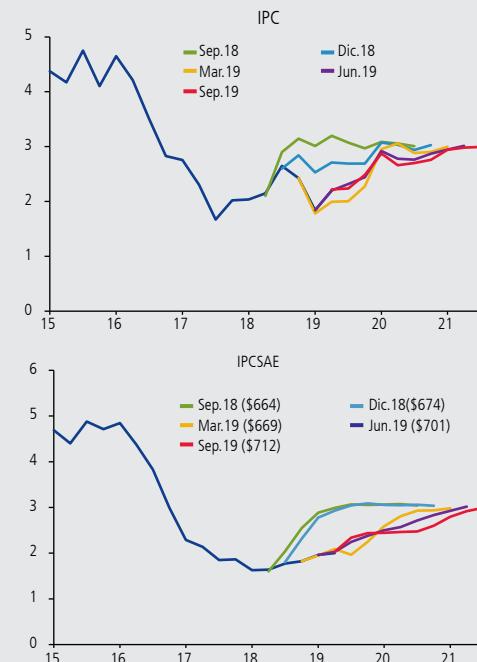
y potencial, incrementándose ambos y, por consiguiente, dando como resultado una brecha de actividad mayor a la estimada previamente.

De hecho, los mencionados cambios en la evolución del crecimiento y la reevaluación de los parámetros estructurales habían sido coherentes con la dinámica que la inflación había mostrado durante los últimos dos años. En efecto, el crecimiento del PIB en el 2018 terminó por sobre lo previsto, mientras que la inflación a diciembre del 2018 fue bastante menor, sugiriendo que había factores de oferta que habían afectado la evolución de la inflación. Estos factores se mencionaron en el IPoM de Marzo^{1/}, en particular la presencia de una mayor competencia en varios mercados y el efecto que había tenido la inmigración en la fuerza laboral. A su vez, la menor inflación se explicaba porque el traspaso de la depreciación del peso acumulada durante el 2018, fue menor a lo estimado. Esto, porque el movimiento de la paridad respondió a un fenómeno global de apreciación del dólar y no a una depreciación unilateral del peso chileno.

Es así como, si en septiembre del 2018 el escenario base consideraba que la inflación anual del IPC se mantendría fluctuando en torno a 3% a lo largo del horizonte de política, hoy se estima que alcanzará ese valor solo en la última parte de dicho horizonte, es decir a fines del 2021. Algo similar ocurre con el IPCSAE (gráfico V.15).

En este contexto, tras subir la TPM en 25 pb en octubre del 2018 y enero del 2019, en marzo el Consejo anunció que el ritmo de retiro del estímulo monetario sería revisado ante la evidencia de una convergencia inflacionaria más lenta. En junio, una vez actualizados los parámetros estructurales, se recalibró el impulso monetario, reduciendo la TPM en 50pb. En julio, cuando el bajo nivel de la inflación y el desempeño de la demanda interna ponía en riesgo la oportuna convergencia de la inflación, el Consejo anunció que, de persistir estas tendencias, sería necesario ampliar aún más el estímulo monetario. Ello se concretó en septiembre, con una rebaja de la TPM en 50pb, ubicándola en 2%. Además, el Consejo indicó que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.

GRÁFICO V.15
IPoM: Escenario base para la inflación (1) (2) (3)
(variación anual, porcentaje)



(1) En el gráfico del IPCSAE, los números entre paréntesis corresponden al promedio del tipo de cambio nominal (pesos por dólar) en los diez hábiles al cierre estadístico de cada IPoM.

(2) 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.

(3) IPoM Septiembre y Diciembre 2018 utilizan canasta base 2013=100.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} A partir de enero, además, el INE actualizó la canasta y la metodología de medición del IPC, lo que implicó una reducción en la variación anual del índice respecto de lo estimado hasta diciembre (Recuadro IV.1, IPoM marzo 2019). Así, mientras con el indicador en base 2013=100 el IPC acumuló una variación de 2,1% entre febrero y diciembre (once meses) del 2018, con la nueva canasta y metodología —2018=100— sumó 1,7%. En el caso del IPCSAE las cifras correspondientes fueron de 2 y 1,5%, respectivamente.

Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta y analiza la situación y las proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile. Primero, se revisa brevemente las razones históricas del patrimonio negativo del Banco. En segundo lugar, se analiza la evolución del balance en el primer semestre del 2019. Tercero, se presentan las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2019 y del 2020. Por último, se muestra el efecto financiero de cuatro medidas tomadas recientemente en el balance del Banco Central.

RAZONES DEL PATRIMONIO NEGATIVO

Durante la crisis bancaria de principios de los 80s el Banco Central de Chile tuvo un papel clave en evitar el colapso del sistema financiero. En su rol de prestamista de última instancia proveyó los recursos para el pago de los depósitos de los bancos que fueron intervenidos y compró la cartera de créditos del resto de las instituciones para que éstas pudieran seguir operando. Al mismo tiempo, vendió dólares a los deudores en moneda extranjera a precios preferenciales y entregó créditos subsidiados al sector productivo por intermedio de líneas de crédito otorgadas a las instituciones financieras. Todo lo anterior, implicó pérdidas patrimoniales cuantiosas que repercutieron por muchos años en el balance del Banco. En este sentido, recién este año 2019 el último banco deudor terminó de pagar la deuda subordinada que se originó por la compra de cartera de los 80s.

Posteriormente, en los 90s, la mantención de una banda cambiaria en un contexto de entrada masiva de capitales, significó una continua acumulación de Reservas Internacionales. Más recientemente, en los años 2008 y 2011 el Banco decidió fortalecer su posición de liquidez internacional incrementando nuevamente el nivel de las reservas. Para compensar los efectos monetarios de estas compras sobre la inflación, se emitió deuda de largo plazo, generando pérdidas patrimoniales que se han ido acumulando a lo largo de los años, dado el diferencial negativo entre las tasas de interés de los activos y pasivos del balance.

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2019

Actualmente, alrededor del 97% de los activos corresponden a Reservas Internacionales y un 49% de los pasivos a pagarés

e instrumentos de política (deuda), por lo que el Banco es acreedor neto en moneda extranjera y deudor neto en moneda nacional. Así, la rentabilidad del balance está determinada por la evolución del diferencial entre la tasa de interés internacional (rentabilidad de las Reservas Internacionales) y la tasa de interés interna o costo de la deuda. A su vez, las utilidades y pérdidas también dependen de la variación del peso frente a las monedas que constituyen las reservas internacionales. Cabe señalar que, a partir del 11 de marzo de 2019, las monedas que constituyen el comparador se conforman principalmente de dólares de EE.UU. (52%) y euros (11%), además de otras monedas como el dólar australiano (9%), el dólar canadiense (9%), la libra esterlina (8%), el renminbi chino (8%) y el won de Corea del Sur (3%).

En comparación con el cierre del 2018, durante la primera mitad del año 2019 se observa una disminución de los activos, pasivos y del déficit patrimonial como porcentaje del PIB (tabla A.1).

TABLA A.1

Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados (porcentaje del PIB)

	2016	2017	2018	Jun.19	2019 (f)	2020 (f)
ACTIVOS	16,5	13,9	14,9	14,3	14,6	13,7
Reservas internacionales	16,0	13,3	14,5	13,9	14,2	13,4
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Instrumentos de política monetaria	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros Activos	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
PASIVOS	19,0	17,1	16,9	16,2	15,8	15,2
Pagarés con mercado secundario	8,9	8,3	7,3	7,9	7,9	7,1
Instrumento de política con bancos	2,3	1,8	1,8	0,7	0,9	1,1
Otros pasivos con bancos	0,7	0,2	0,9	0,6	0,6	0,5
Otros pasivos excepto base monetaria	1,0	0,6	0,9	0,6	0,6	0,6
Base monetaria	6,1	6,2	5,9	6,4	5,9	5,9
PATRIMONIO (A+B+C)	-2,5	-3,2	-2,0	-1,9	-1,2	-1,5
A. Patrimonio inicial	-1,2	-2,3	-3,0	-1,9	-1,8	-1,1
B. Resultado Neto	-1,3	-0,9	1,1	0,0	0,7	-0,3
No financieros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Intereses netos (1)	-0,3	-0,3	-0,2	0,4	0,4	-0,2
Por variación TC y de UF	-1,0	-0,5	1,2	-0,3	0,4	-0,1
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (2)	13,3	12,9	13,6	13,6	13,9	13,2

(1) Corresponde a la diferencia entre los intereses ganados por las inversiones de las reservas internacionales e instrumentos de política monetaria de los activos y los intereses pagados por los pagarés de deuda e instrumentos de política monetaria de los pasivos.

(2) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Así, entre el 31 de diciembre de 2018 y el 30 de junio de 2019, el tamaño del balance disminuyó en \$907 mil millones, pasando de 14,9% a 14,3% del PIB. Por el lado de los activos, las Reservas Internacionales disminuyeron en \$865 mil millones, lo que obedece principalmente a una disminución en las cuentas vista de correspondentes en el exterior por \$1.262 mil millones, menores depósitos en Derechos Especiales de Giro (DEG) por \$12 mil millones y un mayor valor del portafolio de divisas por \$409 mil millones. Entre otras cuentas del activo, destaca la extinción de la obligación subordinada por \$89 mil millones luego del pago realizado por el Banco de Chile el 30 abril del 2019 y el incremento de operaciones de crédito a instituciones financieras por mayor uso de Facilidades de Préstamos de Liquidez (FPL) por \$45 mil millones. Por el lado de los pasivos, aumentó la deuda de Pagares Descontables del Banco Central (PDBC) en \$1.988 mil millones, mientras que la deuda en bonos de largo plazo se redujo en \$604 mil millones. A su vez, disminuyó el uso de la Facilidad Permanente de Depósito (FPD) en \$2.112 mil millones y otras obligaciones en \$1.289 mil millones, constituidas principalmente por depósitos de los bancos comerciales en moneda extranjera.

En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explicaron un aumento de la base monetaria por \$1.059 mil millones (tabla A.2).

TABLA A.2
Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)
(miles de millones de pesos)

	2016	2017	2018	Jun.19	2019 (f)	2020 (f)
1. Reservas Internacionales Netas	878	-2.155	1.000	-554	-554	0
2. Instrumentos de política en MN	1.382	330	-770	1.096	476	635
3. Pagares del Banco Central en dólares	0	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-230	433	960	-38	23	191
5. Otras operaciones en ME (3)	-839	2.155	-1.000	554	554	0
Base Monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	1.191	763	190	1.059	499	826
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+3+5) (4)	39	0	0	0	0	0

(1) Corresponden a flujos de intercambio. Los correspondientes saldos se ven afectados además, y si corresponde, por intereses, reajustes y cambios de precio.

(2) Servicio de pagares fiscales en UF, servicio de deuda subordinada y otras operaciones en moneda nacional.

(3) Depósitos fiscales y bancarios, y otras operaciones en moneda extranjera.

(4) Incluye operaciones en el mercado cambiario por decisiones de política y operaciones de cambio con fines operativos del BCCh.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto del patrimonio del Banco Central, este pasó de -\$3.760,3 mil millones el 31 de diciembre de 2018 (equivalente a -2,0% del PIB) a -\$3.689,5 mil millones el 30 de junio de 2019 (-1,9% del PIB). Dicho aumento se explica, principalmente, por ganancias de las Reservas Internacionales como resultado de la baja en las tasas de interés internacionales por \$1.037 mil millones, pérdidas de paridad por la apreciación del peso respecto de las divisas por \$613 mil millones y el pago de intereses de los pagarés de deuda por \$320 mil millones. Cabe señalar que los gastos de administración (\$28 mil millones) y los costos de emisión y distribución de billetes y monedas (\$8 mil millones) representan una proporción menor de los gastos del Banco.

PROYECCIONES DE LOS BALANCES 2019 Y 2020

La proyección considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) no habrá operaciones de cambio durante el período de proyección; (ii) la base monetaria evolucionará de forma coherente con el crecimiento de la economía y la inflación; y (iii) de acuerdo con el plan de deuda publicado en diciembre del 2018, durante el 2019 no se realizarán colocaciones de deuda de largo plazo. Para el 2019 y 2020, se supone la absorción de los vencimientos y cupones pagados en el período, descontado el crecimiento esperado de la base monetaria, con colocaciones de PDBC. Las operaciones con FPL y FPD se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos. En relación a los supuestos macroeconómicos, en el escenario base se proyecta que, en lo que resta del 2019, la brecha entre los resultados asociados a las tasas de interés local y externa se mantenga respecto al cierre del primer semestre de este año y que durante el 2020 esta disminuya. A su vez, se asumen paridades que se moverán de acuerdo con lo que indican sus valores forward al cierre de este IPoM. Por último, se proyecta que la inflación alcanzaría el 2,7% y 2,8% a diciembre del 2019 y 2020, respectivamente.

Con estos supuestos, se proyecta, por concepto de intereses netos, ganancias patrimoniales de aproximadamente 0,4% del PIB para el 2019 y pérdidas de 0,2% del PIB para el 2020. Por su parte, por concepto de cambios de valoración, se proyectan ganancias patrimoniales por 0,2% del PIB en el 2019 y pérdidas patrimoniales por 0,1% del PIB en el 2020.

Por último, para fines del 2019 se prevé un tamaño del balance de 14,6% del PIB; en tanto que para el 2020, este se reducirá a 13,7% del PIB. A su vez, el patrimonio alcanzará un déficit de 1,2% y de 1,5% del PIB en el 2019 y 2020, respectivamente.

EFFECTOS PATRIMONIALES DE POLÍTICAS INTERNAS IMPLEMENTADAS RECIENTEMENTE

Desde el 2017 se han implementado una serie de medidas que han tenido efectos sobre la situación patrimonial del Banco. Si bien no todas las iniciativas se han llevado a cabo por razones presupuestarias, todas ellas han tenido un impacto positivo sobre la situación patrimonial del Banco Central. Tres de ellas han afectado a los pasivos, generando ahorro de costos, en tanto que una de ellas modificó la composición de monedas y duración de los activos incrementando las ganancias de las Reservas Internacionales.

Entre las medidas que lograron reducir los costos del Banco Central destacan: i) la disminución de la duración de la deuda: desde el 2017 el plan anual de deuda se ha implementado a través de la colocación de PDBC en lugar de bonos de plazos mayores; ii) la restricción presupuestaria: a partir del 2018 el crecimiento real anual del presupuesto operacional del Banco Central se redujo desde un 3,3% a un 2%; y iii) la eliminación de la remuneración del encaje a plazo en moneda nacional a partir del 2019.

La disminución de la duración de la deuda es la forma en que el BCCh comenzó a adecuarse a la implementación de las nuevas normas de liquidez, privilegiando la emisión de títulos de corta duración en desmedro de los de más largo plazo. La eliminación del encaje a plazo en moneda nacional obedeció a una modernización de este instrumento, toda vez que esta remuneración, equivalente a la mitad de la inflación, se estableció en los años 80s en un contexto de alta inflación que actualmente ya no se observa. Por último, el ajuste del gasto presupuestario se enmarca dentro del plan de austeridad y eficiencia para el quinquenio iniciado en el 2018.

Por el lado de los activos, y como resultado de un largo estudio del comportamiento histórico de las variables relevantes, especialmente en períodos de stress, en marzo del 2019 se modificaron las políticas de inversión de las Reservas Internacionales. Los principales cambios fueron incrementar la duración en cerca de 5 años y modificar la estructura de monedas y de portafolios, que permitan tanto la preservación del capital como la mantención de niveles de liquidez adecuados.

Estos cambios tienen relación con los dos objetivos primarios de tener Reservas Internacionales: velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Se observa que en episodios de alta volatilidad en los mercados internacionales los inversionistas se refugian en activos seguros. En este contexto, la nueva composición de

instrumentos y la mayor duración del portafolio, junto con la nueva composición de monedas, permitirán obtener una mayor rentabilidad de las Reservas Internacionales en momentos en que su nivel se vuelve un indicador clave para la evaluación de sostenibilidad externa del país.

Desde comienzos de su implementación y considerando la proyección hasta el 2020, la operacionalización del plan de deuda a través de PDBC permitirá ahorros de costos de \$92 mil millones, lo que representa cerca de 4 puntos base (pb) del PIB. Por otro lado, considerando el mismo periodo, la implementación de la restricción sobre el crecimiento del presupuesto operacional tendrá un impacto de \$3 mil millones, equivalentes a 0,2pb del PIB.

Por su parte, la eliminación de la remuneración del encaje, tendrá un impacto acumulado en costos de \$58 mil millones, monto que equivale a 3pb del PIB.

Finalmente, se estima que el cambio en las políticas de inversión generará mayores ganancias por \$480 mil millones hasta el cierre del periodo de proyección, equivalentes a 25pb del PIB (tablas A.3, A.4 y gráfico A.1).

TABLA A.3

Medidas sobre pasivos y activos con efectos en el patrimonio (miles de millones de pesos)

	2017	2018	2019 (f)	2020 (f)
I) MEDIDAS SOBRE PASIVOS				
a) Plan de deuda con PDBC (1)	3,1	13,5	34,1	76,2
b) Menor crecimiento del presupuesto (2)	0,0	1,1	1,8	0,5
c) Eliminación de pago por encaje bancario (3)	0,0	0,0	27,2	30,4
II) MEDIDAS SOBRE ACTIVOS				
d) Cambio en política de inversiones (4)	0,0	0,0	706,6	-226,2

(1) A partir del plan de deuda de 2017, la emisión de deuda se realiza exclusivamente con PDBC.

(2) A partir de 2018 se reduce la tasa real de crecimiento presupuestario desde un 3,3% a un 2%.

(3) Por Acuerdo de Consejo N°2156-01-180614, publicado el 21 de junio de 2018 se derogó el título II referido al "Pago de Intereses del Encaje en Moneda Nacional" contenido en el capítulo 3.1 del Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF). Esta medida suprimió a partir de enero de 2019 la remuneración que el Banco Central pagaba a las empresas bancarias y cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la SBIF por el encaje exigido sobre depósitos y captaciones a plazo a 30 o más días en moneda nacional.

(4) A partir del 11 de marzo de 2019 rigen nuevas políticas de inversión para las reservas internacionales, que entre otras medidas aumenta la duración del benchmark de los portafolios en alrededor de 5 años, disminuye el número de subportafolios de 3 a 2 y cambia la ponderación de algunas monedas: USD (52%), EUR(11%), AUD(9%), CAD(9%), GBP(8%), CNY(8%) y KRW(3%) y se eliminan el JPY, CHF y el NZD.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA A.4
Medidas sobre pasivos y activos con efectos en el patrimonio
(puntos base del PIB)

	2017	2018	2019 (f)	2020 (f)
I) MEDIDAS SOBRE PASIVOS				
a) Plan de deuda con PDBC (1)	0,2	0,7	1,7	3,6
b) Menor crecimiento del presupuesto (2)	0,0	0,1	0,1	0,0
c) Eliminación de pago por encaje bancario (3)	0,0	0,0	1,4	1,4
II) MEDIDAS SOBRE ACTIVOS				
d) Cambio en política de inversiones (4)	0,0	0,0	35,1	-10,6

(1) A partir del plan de deuda de 2017, la emisión de deuda se realiza exclusivamente con PDBC.

(2) A partir de 2018 se reduce la tasa real de crecimiento presupuestario desde un 3,3% a un 2%.

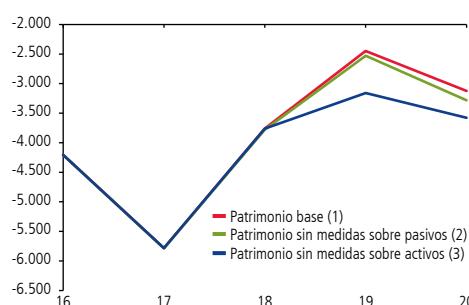
(3) Por Acuerdo de Consejo N°2156-01-180614, publicado el 21 de junio de 2018 se derogó el título II referido al "Pago de Intereses del Encaje en Moneda Nacional" contenido en el capítulo 3.1 del Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF). Esta medida suprimió a partir de enero de 2019 la remuneración que el Banco Central pagaba a las empresas bancarias y cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la SBIF por el encaje exigido sobre depósitos y captaciones a plazo a 30 o más días en moneda nacional.

(4) A partir del 11 de marzo de 2019 rigen nuevas políticas de inversión para las reservas internacionales, que entre otras medidas aumenta la duración del benchmark de los portafolios en alrededor de 5 años, disminuye el número de subportafolios de 3 a 2 y cambia la ponderación de algunas monedas: USD (52%), EUR(11%), AUD(9%), CAD(9%), GBP(8%), CNY(8%) y KRW(3%) y se eliminan el JPY, CHF y el NZD.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO A.1
Patrimonio del Banco Central de Chile y medidas sobre activos y pasivos (saldo)
(miles de millones de pesos)



(1) Patrimonio efectivo hasta 2018 y proyectado para 2019 y 2020 con el escenario base.

(2) Patrimonio simulado en caso de no haberse efectuado las medidas sobre pasivos indicadas en Tablas A.3 y A.4.

(3) Patrimonio simulado en caso de no haberse efectuado las medidas sobre activos indicada en Tablas A.3 y A.4

Fuente: Banco Central de Chile.

RECUPERACIÓN DEL PATRIMONIO Y EFECTOS DE LAS MEDIDAS PATRIMONIALES EN EL LARGO PLAZO

En el escenario base, la rentabilidad de las reservas y el menor costo de la deuda permiten disminuir gradualmente el déficit patrimonial del Banco a través del tiempo. Así, el patrimonio se torna positivo en marzo del 2028. Esta proyección considera diversos supuestos de proyección, entre los que destacan el crecimiento del PIB en línea con las proyecciones del PIB tendencial del Banco Central y una evolución de la inflación local de 3%.

De acuerdo a estas proyecciones, se estima que, en el largo plazo, las cuatro medidas implementadas sobre activos y pasivos permitirían una convergencia más temprana del patrimonio hacia valores positivos. De esta forma, el cambio en la política de inversión de las Reservas Internacionales adelanta la recuperación en 6,2 años. En cuanto a las medidas sobre los pasivos, destaca el efecto de la disminución de la duración de la deuda del Banco, a través de la emisión exclusiva de PDBC, medida que permite adelantar la recuperación en 2,1 años.

La eliminación de la remuneración del encaje bancario, en tanto, adelanta la recuperación en 0,6 años. Finalmente, la restricción sobre el crecimiento del presupuesto operacional del Banco adelanta la recuperación del patrimonio en 0,3 años.

Anexo B: Administración de las reservas internacionales

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile y constituyen una herramienta de política para la consecución de sus principales objetivos: velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Su gestión busca proveer, en forma eficiente, un acceso seguro a la liquidez internacional conforme al marco legal definido en el artículo 38, del Título III, de su Ley Orgánica Constitucional.

Para que las reservas internacionales sean una herramienta efectiva que permita dar cumplimiento a los objetivos del Banco Central de Chile, éstas deben contar con un nivel y una liquidez adecuada. Cuando esto se cumple, las reservas internacionales podrán variar por movimientos de precios y paridades, pero estos cambios no alterarán la capacidad del Banco Central de Chile para cumplir con sus compromisos. En este contexto, los objetivos de liquidez y de preservación de capital se constituyen como dos ejes centrales para la gestión de las reservas, ya que permiten asegurar que el Banco Central, con cierto nivel de confianza, podrá disponer en cualquier momento del tiempo de la cantidad de recursos necesarios para la consecución de sus políticas en un plazo acotado y a un costo razonable.

INSTITUCIONALIDAD PARA LA GESTIÓN DE RESERVAS

Para la gestión de las reservas internacionales, el Banco cuenta con separación de responsabilidades en distintos niveles jerárquicos, en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia. Asimismo, en forma periódica, se realizan ejercicios de auditoría internos y externos donde se revisan los distintos procesos. De esta manera, se garantiza que los procesos de toma de decisiones y de evaluación de la gestión al interior del Banco estén bien definidos y con riesgos controlados.

Para la administración de las reservas internacionales se aplica principios de segregación de funciones. La Gerencia de Mercados Internacionales participa en la definición de la Política de Inversión que aprueba el Consejo del Banco y es responsable de su implementación en cuanto a la definición de estrategias de inversión, su ejecución y seguimiento. La Gerencia de Operaciones y Sistemas de Pago es responsable del perfeccionamiento de las operaciones de inversión, entendiendo por esto su registro, contabilización y generación de todas las instrucciones de pago y/o movimientos de fondos que aseguren el cumplimiento de las obligaciones que se contraen. Ambas gerencias dependen funcionalmente de la Gerencia de División de Mercados Financieros, la que propone al Consejo la política de inversiones.

Por su parte, la Gerencia de Riesgo Corporativo tiene la función de evaluar y gestionar los riesgos corporativos, financieros y estratégicos del Banco Central de Chile. Conforme a ello, ejerce las funciones de *compliance* financiero y valida las metodologías de cálculo de *benchmark*, asignación de portafolios y medición de riesgo aplicables a la administración de las reservas internacionales, reportando directamente al Consejo y al Gerente General. A su vez, la Gerencia de Riesgo Corporativo actúa también como contraparte técnica de la Gerencia de División de Mercados Financieros en los procesos de gestión de riesgos de las operaciones financieras del Banco.

La Contraloría por otra parte, que reporta directamente al Consejo, evalúa periódicamente la eficiencia y la eficacia del control interno, administración de riesgos operacionales y el gobierno del proceso integrado de administración de reservas.

TABLA B.1

Estructura referencial del portafolio de inversiones de las reservas internacionales (1) (2)

Estructura	Riesgo de crédito	Participación	Comparador referencial
Portafolio de liquidez	Soberano	45%	Índice Bloomberg Barclays: Global Aggregate Treasuries unhedged. (100%) (USD)
Portafolio de diversificación	Soberano	55%	Índice Bloomberg Barclays: Global Inflation-Linked unhedged. (12,73% USD), (10,91% GBP), (7,27% EUR)
Cartera total	Soberano	100%	Índice Bloomberg Barclays: Global Aggregate Treasury unhedged. (16,36% AUD), (16,36% CAD), (14,55% CNY), (12,73% EUR), (5,45% KRW), (3,64% GBP)

(1) Índice *Global Treasury EUR*: se excluyen países con poca profundidad de mercado y/o con rating promedio inferior a A-.

(2) Índice *Global Treasury KRW* solo incluye las emisiones del Tesoro de Corea del Sur.

Fuente: Banco Central de Chile.

La asignación estratégica de activos, que sirve de guía para la gestión de las reservas, es revisada periódicamente para asegurar que el perfil de retorno y riesgo sea coherente con el marco de política y los objetivos estratégicos que establece el Consejo. En el diseño de la política de inversiones se consideran, entre otras variables, las potenciales necesidades de liquidez del banco y los efectos financieros en el balance de este. En ese contexto, durante el primer trimestre de 2019 se aprobó e implementó un nuevo comparador para la gestión de las reservas.



NUEVA POLÍTICA DE INVERSIONES

La nueva política de inversiones establece que el Portafolio de Inversiones (tabla B.1) está constituido por dos portafolios: el de Liquidez (45%) y el de Diversificación (55%). El objetivo del primero es garantizar la liquidez necesaria para el cumplimiento de los objetivos de política, por lo cual, dicho portafolio se encuentra invertido únicamente en bonos del tesoro de EE.UU., uno de los mercados de renta fija más líquidos del mundo. Por su parte, el portafolio de Diversificación tiene como objetivo diversificar los riesgos y contribuir a la obtención de retornos en el mediano y largo plazo que sean coherentes con la evolución esperada de la hoja de balance del Banco, aunque también tiene altos niveles de liquidez.

El nuevo comparador referencial del portafolio de inversiones mantiene un adecuado nivel de diversificación de monedas. A este respecto, cabe destacar que se redujo la exposición al dólar de EE.UU. y al Euro, en favor de monedas como el renminbi, el dólar de Australia, el dólar de Canadá y la libra esterlina, entre otras monedas. A diferencia del comparador anterior, que contemplaba una porción de riesgo bancario, este solo considera emisiones pertenecientes al riesgo soberano, aunque es posible invertir en riesgo de agencias, bancario y supranacional sujeto a ciertos límites. Uno de los cambios más importantes fue la extensión de la duración desde 2 a 7 años, aproximadamente. Si bien esto implica una mayor exposición al riesgo de tasas de interés y, por lo tanto, se espera una mayor volatilidad en el valor de mercado de los activos, esto permite alcanzar mayores retornos en el largo plazo, manteniendo un adecuado nivel de liquidez. Debido a que este portafolio de referencia está expuesto a plazos mayores, se incorporó por primera vez a su estructura instrumentos indexados a la inflación, como una medida de diversificación y protección frente a procesos inflacionarios.

El nuevo comparador fue construido utilizando un modelo de factores de riesgo, lo que facilita su interpretación económica y ofrece un comportamiento más robusto desde el punto de vista retorno/riesgo frente a diversos escenarios financieros. Para ello, durante la fase de elaboración, se sometió el portafolio a distintas condiciones de stress (análisis de escenarios de volatilidad financiera) para asegurar que éste tuviera el comportamiento esperado frente a situaciones de mercado adversas. El nuevo comparador entró en vigencia el 11 de marzo de 2019.

El Portafolio de Inversiones de las reservas internacionales, sumado al de caja (que corresponde a los saldos mantenidos en cuenta corriente principalmente por los bancos comerciales) y al de Otros activos (Derechos Especiales de Giro del FMI, oro certificado y otros), conforman el total de reservas internacionales. El Portafolio de Inversiones es el más grande del total de reservas y es donde el Banco Central hace gestión activa. Los Portafolios de caja y de Otros activos, que son más pequeños, su gestión depende más de acciones de terceros que del Banco Central.

La composición referencial del Portafolio de Inversiones contempla un total de siete monedas: dólar de EE.UU. (52,00%), euro (11,00%), dólar de Canadá (9,00%), dólar de Australia (9,00%), libra esterlina (8,00%), renminbi de China (8,00%) y won de la República de Corea del Sur (3,00%). Dentro de este, el Portafolio de Liquidez se encuentra íntegramente invertido en bonos nominales del Tesoro de EE.UU.; mientras que, el Portafolio de Diversificación considera bonos nominales soberanos (69,1%) denominados en: dólar de Australia (16,36%), dólar de Canadá (16,36%), renminbi de China (14,55%), euro (12,73%), won de la República de Corea del Sur (5,45%) y libra esterlina (3,64%); y bonos indexados a la inflación (30,9%) denominados en dólar de EE.UU. (12,73%), euro (7,27%) y libra esterlina (10,91%).

TABLA B.2

Estructura referencial de monedas, plazos y duración del portafolio de inversiones (al 30 de junio de 2019) (1) (2) (3) (4)

		USD		EUR		CAD		AUD		GBP		CNY		KRW		Total	
		Participación	Duración (meses)														
Portafolio de Liquidez (PL)	Portafolio de Inversiones Subtotal PL	45,0%	74,9														
		100,0%															
Portafolio de Diversificación (PD)	Portafolio de Inversiones Subtotal PD	7,0%	45,6	11,0%	82,6	9,0%	83,0	9,0%	83,6	8,0%	141,3	8,0%	79,9	3,0%	107,8	55,0%	86,7
		12,7%		20,0%		16,36%		16,36%		14,55%		14,55%		5,45%		100,0%	
Cartera total		52,0%	71,0	11,0%	82,6	9,0%	83,0	9,0%	83,6	8,0%	141,3	8,0%	79,9	3,0%	107,8	100,0%	81,9

(1) Portafolio de Liquidez en dólares de EE.UU. está compuesto solo por bonos nominales (100%). Portafolio de Diversificación en dólares de EE.UU. está compuesto por bonos indexados (12,7%).

(2) Portafolio de Diversificación en euros (20%) está compuesto por bonos nominales (12,7%) e indexados (7,3%).

(3) Portafolio de Diversificación en libras esterlinas está compuesto por bonos nominales (3,6%) e indexados (10,9%).

(4) Duración de bonos indexados se encuentra ajustado por factor de 0,5.

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a riesgo de crédito, el comparador referencial contempla 100% de exposición al riesgo soberano. El riesgo de tasa de interés global del Portafolio de Inversiones, medido por duración, es de aproximadamente 81,9 meses. A su vez, el Portafolio de Liquidez presenta una duración de 74,9 meses y el Portafolio de Diversificación una duración de 86,7 meses (tabla B.2).

Para la administración del riesgo de crédito asociado a la inversión de las reservas internacionales, esto es, definición de elegibilidad y exposición máxima permitida a países, entidades supranacionales, bancos comerciales y agencias, se utilizan, entre otras, variables tales como clasificación de riesgo, nivel de patrimonio de estas instituciones, tamaño de mercado, razones de deuda y garantías explícitas. Por su parte, para la administración del riesgo de mercado se utiliza, principalmente, un presupuesto de riesgo (*tracking error*).

Como complemento a la administración interna de las reservas, desde 1995 el Banco mantiene programas de administración externa para una fracción de ellas. Esto ha tenido como propósito disponer de un comparador activo para evaluar la gestión interna, agregar valor económico y facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología.

Al cierre del primer semestre del 2019, una porción del portafolio de inversiones (3,0%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente: *BlackRock Institutional Trust Company N.A.* (*BlackRock*) y *Amundi Asset Management* (*Amundi*). Estas firmas comenzaron su mandato durante febrero y octubre de 2016 respectivamente.

GESTIÓN DE RESERVAS EN EL PRIMER SEMESTRE

En el primer semestre del 2019, el retorno obtenido en la gestión de las reservas internacionales fue 4,11% medido en moneda de origen, cifra que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio. Medida en pesos, la rentabilidad del primer semestre fue 1,24% y, al expresar los retornos en dólares de EE.UU., se obtiene una rentabilidad de 3,70% (tabla B.3), cifra que además de incorporar los rendimientos de los activos en moneda de origen, considera la trayectoria que tuvieron las paridades en que se invierte respecto del dólar. En términos generales, el buen desempeño de las reservas internacionales se explica por la caída generalizada observada en las tasas de interés de los países en que se invierte (gráfico B.1), lo que implicó un incremento en el valor de mercado de los activos de renta fija. El retorno diferencial del primer semestre atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue 24 puntos base¹ bajo el comparador referencial².

TABLA B.3

Retornos absolutos y diferenciales, gestión reservas internacionales (1) (2) (3) (4)
(porcentaje)

Período	En moneda de origen		En dólares		Diferencia
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2019	4,11	4,27	3,70	3,94	-0,24
2018	1,70	1,66	-0,35	-0,32	-0,03
2017	0,77	0,62	4,17	4,06	0,11
2016	0,90	0,90	0,13	0,17	-0,04
2015	0,73	0,90	-3,74	-3,58	-0,16
2014	1,65	1,52	-2,94	-3,14	0,21
2013	0,26	0,21	-0,71	-0,77	0,06
2012	0,66	1,01	1,43	1,77	-0,35
2011	2,43	2,41	1,22	1,20	0,02
2010	2,10	2,19	-0,15	-0,06	-0,09
2009	2,15	1,65	3,34	2,85	0,50

(1) Cifras del año 2019 corresponden al primer semestre.

(2) Excluye tenencias en oro monetario, derechos especiales de giro, posición de reserva en FMI, acuerdos de créditos reciprocos y otros activos de reservas.

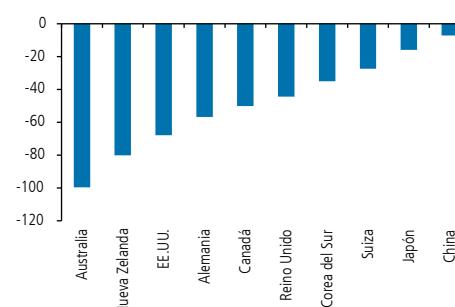
(3) A contar de 2014 se considera el retorno medido en moneda de origen, el que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio, mientras que entre 2009 y 2013 se muestra el retorno expresado en divisas, como aproximación del retorno en moneda de origen. El retorno en divisas es el retorno expresado en la canasta de monedas del comparador referencial y es equivalente al retorno en moneda de origen en la medida que las inversiones se ciñan al *benchmark*.

(4) Retorno diferencial del 2019 considera período de implementación de un nuevo comparador referencial. Retorno diferencial del 2012 considera período de implementación de un nuevo comparador referencial.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO B.1

Variación de tasas de referencia de los bonos de gobierno a 10 años plazo (1) (2)
(puntos base)



(1) Variación de tasas durante el primer semestre de 2019.

(2) Variación negativa en las tasas de interés implica un incremento en el valor de los instrumentos de renta fija.

Fuente: Bloomberg.

¹ Debido a que el cambio de la estructura de inversiones se efectuó durante el curso del primer semestre del año, para efectos del cálculo del retorno diferencial se utilizó un composite de ambos comparadores referenciales.

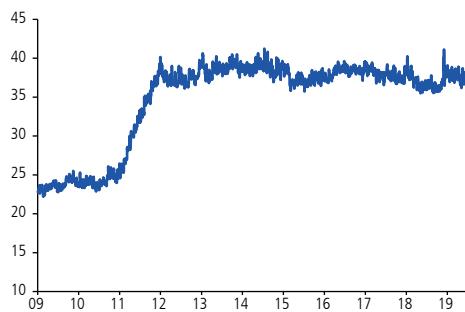
² Si bien el Consejo otorgó al gestor un waiver de performance para el período de ajuste al nuevo comparador referencial, se presentan los retornos diferenciales sin considerar dicho waiver.



Al 30 de junio de 2019, las reservas internacionales totales alcanzaron US\$39.516,3 millones (gráfico B.2). De este total, US\$36.315,2 millones correspondían al portafolio de inversiones, US\$2.061,5 millones al portafolio de caja y US\$1.139,6 millones a otros activos. Del total de reservas internacionales, 53,3% estaban invertidas en dólares de EE.UU., 10,1% en euros y 36,6% en otras divisas.

Al 30 de junio de 2019, las reservas internacionales totalizaron US\$ 344,31 millones menos que al cierre del 2018. Por una parte, se observó una disminución del portafolio de caja (US\$1.802,7 millones), cuya variación refleja cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco^{3/}. Por otro lado, el portafolio de inversiones aumentó en US\$1.448,3 millones respecto del cierre del año anterior, explicado principalmente por ganancias de capital asociadas al incremento en el valor de los activos de renta fija. Adicionalmente, durante el periodo se observó un aumento de US\$10,1 millones en otros activos, explicado en parte por operaciones realizadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI) (tabla B.4).

GRÁFICO B.2
Reservas Internacionales (*)
(stock, miles de millones de US\$)



(*) Incluye portafolio de inversiones y portafolio de caja. Excluye otros activos.

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a la exposición del portafolio de inversiones por tipo de riesgo y país, al cierre de este reporte existían grados de diversificación apropiados para los distintos tipos de riesgos en que se invierten las reservas internacionales. Al cierre de junio de 2019, las inversiones en riesgo soberano representaban 98,4% del portafolio de inversiones y se encontraban mayoritariamente

en EE.UU. (50,4%), Canadá (8,2%), Australia (8,2%) y China (8,0%). Al cierre del periodo, las inversiones en riesgo supranacional representaban 1,5%, el riesgo de agencias 0,1% y el riesgo bancario 0,03% del total del portafolio de inversiones (tablas B.5 y B.7)^{4/}. Adicionalmente, se mantenía exposición a un *BIS Investment Pool* (BISIP) denominado en renminbi (equivalentes a US\$108,5 millones), gestionado directamente por el Banco de Pagos Internacionales^{5/}. A través de este instrumento se diversifica la exposición en el mercado de renta fija en China *on-shore*.

TABLA B.4
Composición de las reservas internacionales
(millones de US\$)

Tipo de Portafolio	Moneda	2018		2019	
		Dic.	%	Jun.	%
Portafolio de Inversiones		34.866,9	87,5	36.315,2	91,9
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	10,1	0,0	18,1	0,0
	Euro	0,7	0,0	1,1	0,0
	Dólar de Canadá	0,1	0,0	0,1	0,0
	Dólar de Australia	0,5	0,0	0,1	0,0
	Otras Divisas	762,0	1,9	3,9	0,0
Valores	Dólar de EE.UU.	22.140,6	55,5	18.969,0	48,0
	Euro	6.000,3	15,1	4.005,6	10,1
	Dólar de Canadá	1.630,4	4,1	3.126,0	7,9
	Dólar de Australia	1.434,6	3,6	3.264,6	8,3
	Otras Divisas	2.887,6	7,2	6.926,6	17,5
Totales	Dólar de EE.UU.	22.150,7	55,6	18.987,1	48,0
	Euro	6.001,0	15,1	4.006,7	10,1
	Dólar de Canadá	1.630,5	4,1	3.126,1	7,9
	Dólar de Australia	1.435,1	3,6	3.264,6	8,3
	Otras Divisas	3.649,6	9,2	6.930,6	17,5
Portafolio Caja		3.864,2	9,7	2.061,5	5,2
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	3.864,2	9,7	2.061,5	5,2
Otros Activos		1.129,5	2,8	1.139,6	2,9
Oro Monetario	Otras Divisas	10,1	0,0	11,2	0,0
DEG FMI	Otras Divisas	751,0	1,9	750,3	1,9
Posición Reservas FMI	Otras Divisas	366,6	0,9	376,5	1,0
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	1,8	0,0	1,6	0,0
Total Reservas Internacionales		39.860,6	100,0	39.516,3	100,0
	Dólar de EE.UU.	26.016,7	65,3	21.050,3	53,3
	Euro	6.001,0	15,1	4.006,7	10,1
	Dólar de Canadá	1.630,5	4,1	3.126,1	7,9
	Dólar de Australia	1.435,1	3,6	3.264,6	8,3
	Otras Divisas	4.777,4	12,0	8.068,5	20,4

Fuente: Banco Central de Chile.

^{3/} La disminución del portafolio de caja se debe al menor incentivo que tuvieron los bancos comerciales locales de cumplir sus requerimientos de Reserva Técnica con moneda extranjera.

^{4/} Las tablas B.5 y B.7 muestran el detalle del portafolio de inversiones desagregado por administración interna y externa.

^{5/} Bank for International Settlement.

Al 30 de junio de 2019, la composición de monedas del portafolio de inversiones era: 51,6% en dólares de EE.UU., 11,0% en euros, 9,1% en dólares de Canadá y 9,1% en dólares de Australia. El restante 19,2% estaba invertido en libras esterlinas, renminbi de China y won de la República de Corea del Sur (tabla B.6).

Al cierre de junio, los administradores externos *Amundi* y *BlackRock* gestionaban un total de US\$1.091,8 millones, pertenecientes al portafolio de inversión.

TABLA B.5

Portafolio de administración interna. Inversiones por país y tipo de riesgo (1) (2) (3) (4)
(millones de US\$)

País	Soberano	Bancario	Agencias	Supranacionales	Total
EE.UU.	17.755				17.755
China	2.907				2.907
Australia	2.889				2.889
Canadá	2.879				2.879
Reino Unido	2.632				2.632
Francia	1.642				1.642
Corea del Sur	1.068				1.068
Alemania	1.023	24			1.047
España	622				622
Japón	441				441
Austria	221				221
Holanda	180				180
Bélgica	168				168
Irlanda	152				152
Polonia	119				119
Finlandia	5				5
Supranacional			494		494
Varios	3				3
TOTAL	34.703	3	24	494	35.223

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW/Alemania–385,9 millones), Export Development Canada (EDC/Canadá–89,0 millones), Oesterreichische Kontrollbank (OKB/Austria–88,8 millones) y Japan Bank for International Cooperation (JBIC/Japón–440,8 millones). Se incluye en el riesgo soberano de China US\$108,5 millones del instrumento BISIP-CNY, el que es gestionado directamente por el BIS.

(2) La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (USD 24,1 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: European Bank for Reconstruction & Development (EBRD-USD 10,1 millones), Inter-American Development Bank (IADB-USD 119,4 millones), International Bank for Reconstruction and Development (IBRD – USD 103,2 millones), European Investment Bank (EIB-USD 186,2 millones), International Finance Corporation (IFC-USD 61,5 millones), Asian Development Bank (ADB-USD 12,4 millones) y African Development Bank (USD 0,8 millones).

World Bank (International Bank for Reconstruction and Development: IBRD), Eurofima, Council of Europe Development Bank, Inter-American Development Bank, European Investment Bank.

(4) La categoría Varios corresponde a saldos mantenidos en cuentas corrientes y flujos por pagar/recibir.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.6

Portafolio de inversiones por moneda (*)
(porcentaje)

Moneda	Participación
Dólar de EE.UU.	51,6
Euro	11,0
Dólar de Canadá	9,1
Dólar de Australia	9,1
Renminbi de China	8,3
Libra esterlina	7,8
Won de Corea del Sur	3,0
Otras monedas	0,1
TOTAL	100,0

(*) Incluye posiciones en *forwards* de monedas.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.7

Portafolio de administración externa. Inversiones por país y tipo de riesgo (1) (2) (3)
(millones de US\$)

País	Soberano	Bancario	Agencias	Supranacionales	Total
EE.UU.	562	9	13		585
Canadá	114				114
Reino Unido	92				92
Australia	77				77
Japón	47				47
Corea del Sur	37				37
Francia	30				30
Polonia	15				15
España	12				12
Italia	12				12
Alemania	11				11
Bélgica	3				3
Holanda	2				2
Austria	1				1
Irlanda	1				1
Finlandia	0				0
Supranacional	0			49	49
Alemania	0		4		4
TOTAL	1.016	9	17	49	1.092

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW/Alemania–USD 9,6 millones) y Japan Bank for International Cooperation (JBIC/Japón–47,0 millones)

(2) La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (USD 3,9 millones). La exposición a Agencia de EE.UU. corresponde a Federal Home Loan Mortgage Corporation (USD 13,5 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: European Investment Bank (EIB-USD 16,3 millones), Inter-American Development Bank (IADB–USD 21,9 millones) y Nordic Investment Bank (NIB USD–10,8 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.



Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2019

ENERO

16. Por Acuerdo N°2203-03-190116, el Consejo del BCCh determinó aceptar las modificaciones comunicadas por el señor Ministro de Hacienda, mediante Oficio N° 68, del 11 de enero de 2019, respecto de las Directrices de Ejecución relacionadas con la gestión del Fondo de Estabilización Económica y Social. En virtud del mismo acuerdo, se dejó constancia que las modificaciones antedichas no requieren cambios en la retribución acordada para el año 2019, respecto de la administración del fondo.

16. Por Acuerdo N°2203-02-190116, el Consejo del BCCh determinó aceptar las modificaciones comunicadas por el señor Ministro de Hacienda, mediante Oficio N° 69, del 14 de enero de 2019, respecto de las Directrices de Custodia y otras materias relacionadas con los recursos del Fondo de Reservas de Pensiones, del Fondo de Estabilización Económica y Social y de los demás recursos fiscales provenientes de la venta de activos o de excedentes estacionales de la Cuenta Única Fiscal. En virtud del mismo acuerdo se dejó constancia que las modificaciones a las Directrices de Custodia no requieren modificar la retribución acordada para el año 2019, respecto de la administración de los fondos.

30. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco acordó subir la tasa de interés de política monetaria en 25pb, hasta 3% anual.

FEBRERO

12. Por Acuerdo N°2208-01-190212, el Consejo del BCCh aprobó el documento denominado Lineamientos Generales para la Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile.

21. Por Acuerdo N°2209-02-190221, el Consejo del BCCh aprobó una nueva Política de Inversión aplicable a la administración de las Reservas Internacionales. Junto con mantener los objetivos de liquidez y preservación de capital, la nueva política de inversión considera también su impacto en los resultados y riesgos del balance financiero del BCCh. Entre los elementos más significativos de la nueva Política se destaca la creación de dos sub-portafolios: i) Portafolio de Liquidez (45%),

cuyo objetivo es garantizar, con cierto nivel de confianza, que el Consejo podrá disponer en cualquier momento del tiempo de la cantidad de recursos deseados para la consecución de los objetivos del BCCh, en un plazo acotado y a un costo razonable y; ii) Portafolio de Diversificación (55%), el que tiene como principal objetivo diversificar los riesgos financieros y contribuir a la obtención de retornos.

MARZO

29. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

ABRIL

18. Por Acuerdo N°2220-01-190418, se modificó la estructura administrativa de la Gerencia de División Política Financiera, creando el Departamento de Modelación Macrofinanciera y el Departamento de Estudios Microfinancieros, dependientes de la Gerencia de Estudios Financieros, anteriormente denominada Gerencia de Investigación Financiera; junto con el Departamento de Análisis Financiero y el Departamento de Análisis Prospectivo de Riesgos, dependientes de la Gerencia de Estabilidad Financiera.

30. Se recibe el pago que extingue la obligación subordinada contraída originalmente por el Banco de Chile a causa de la crisis bancaria de 1982.

MAYO

3. Por Acuerdo N°2223E-01-190503, se aprobó la suscripción de un nuevo acuerdo de confidencialidad y de entrega de información recíproca con *CLS Bank International* y *CLS Services Ltd*. Al mismo tiempo, se acordó renunciar a la inmunidad de jurisdicción, en conformidad a lo dispuesto en el Artículo 85 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile (LOC), dejándose expresa constancia que esta renuncia no se extiende en caso alguno a la inmunidad de ejecución o embargo con que cuenta el Banco de conformidad con la legislación que regirá el citado acuerdo, de manera que toda resolución que pudiere

dictar un tribunal extranjero competente deberá cumplirse en Chile, conforme a la legislación chilena.

9. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3% anual.

16. Por Acuerdo N°2225-04-190516, el Consejo del BCCh decidió extender hasta el 31 de diciembre del 2020 el programa de financiamiento llamado "Bilateral Agreements to Borrow" con el Fondo Monetario Internacional, manteniendo los términos originales del referido programa, los que fueron aprobados en el 2015 mediante el Acuerdo N° 2003E-01-160915.

16. Por Acuerdo N°2225-05-190516, se introducen modificaciones al Acuerdo N°1602E-01 de 2011, sobre disposiciones para el canje de billetes chilenos deteriorados inutilizados por el uso de tecnologías disuasivas, provenientes de cajeros automáticos de empresas bancarias y de servicios de seguridad ofrecidos por empresas de transporte de valores; y se aprueba el texto refundido del Acuerdo N° 1602E-01.

JUNIO

7. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco acordó recortar la tasa de interés de política monetaria en 50pb, hasta 2,5% anual.

JULIO

4. Por Acuerdo N°2235-01-190704, se otorgó autorización a Itaú Corpbanca para efectuar una inversión en el exterior consistente en acciones de su filial bancaria extranjera Itaú Corpbanca Colombia, de conformidad con el artículo 76 de la Ley General de Bancos. La materialización de la referida inversión permitirá a Itaú Corpbanca aumentar su participación en la citada filial bancaria extranjera, desde un 66,28% hasta un 87,1%.

La autorización del BCCh se confiere teniendo presente los antecedentes informados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) mediante diversas comunicaciones, dando cuenta de la decisión de la ex SBIF —y como consecuencia de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) en su calidad de continuador legal de la SBIF— autorizar la operación en referencia.

Se deja constancia que la autorización del BCCh se otorga atendiendo especialmente a que la aprobación conferida por

la SBIF se condicionó a que la citada adquisición de acciones se materialice una vez que quede firme la decisión de la Corte de Arbitraje Internacional referida a esta transacción, informada por hecho esencial del 1º de marzo de 2019.

8. Mediante nota de prensa se informa que el Banco Central promueve la incorporación del peso chileno al sistema de pagos internacional conocido como *Continuous Linked Settlement* (CLS), gestionado por *CLS Bank International* y evalúa el reconocimiento de este sistema de pagos establecido en el extranjero, de acuerdo con el marco jurídico sobre sistemas de pago establecido en la LOC, que fuera modificada en octubre de 2016 para aumentar su convergencia con estándares internacionales. Este reconocimiento permitirá garantizar la finalidad e irrevocabilidad de los pagos canalizados a través de dicho sistema, por empresas bancarias establecidas en Chile u otras instituciones financieras fiscalizadas por la SBIF (actualmente CMF) que participen en el mismo.

11. Por Acuerdo N°2236-01-190711, se aprobó el nuevo Capítulo III.D.3 del Compendio de Normas Financieras (CNF), denominado "Sistema Integrado de Información sobre Transacciones de Derivados (SIID)" y su respectivo Reglamento Operativo (III.D.3.1).

Este marco normativo contiene la estructura y principales componentes del SIID, así como las instrucciones y referencias aplicables a los requerimientos de información. El SIID, será gestionado y operado por el BCCh, lo que permitirá recolectar, almacenar y difundir información sobre transacciones de derivados Over-The-Counter (OTC).

Para el BCCh, el desarrollo de este proyecto es relevante, por contribuir a conseguir uno de sus objetivos institucionales fundamentales: velar por la estabilidad del sistema financiero, considerando la relevancia crítica del mercado de derivados, en cuanto permite a sus participantes una adecuada gestión de riesgos financieros.

Los bancos son los principales oferentes de instrumentos derivados en Chile representando más del 80% del mercado. El valor de mercado en sus activos supera los 24.000 millones de dólares a mayo de 2019. Entre los usuarios de derivados ofrecidos por los bancos, son especialmente relevantes los inversionistas institucionales, los inversionistas extranjeros y las empresas de comercio exterior. La información de estos mercados se incluirá en el SIID bajo estándares homogéneos y buscando una alta calidad de validación.



Específicamente, se espera que el SIID contribuya a conseguir este objetivo en las siguientes dimensiones:

- i) Promover la transparencia y buenas prácticas de mercado.
- ii) Mejorar la capacidad de tomar decisiones de las personas, inversionistas y del mercado en general. Para estos efectos, dispondrá de información agregada sobre derivados de monedas, inflación, tasas de interés y renta fija a través su portal web.
- iii) Contribuir a los procesos de supervisión, emprendidos por la CMF, para lo cual esta entidad contará con acceso en línea al SIID. El proceso previo de consulta de esta normativa se extendió desde el 30 de octubre al 28 de diciembre de 2018. Según lo dispuesto por las normas del BCCh para este tipo de procesos, se publicó una minuta explicativa con el detalle de los principales comentarios recibidos y la respuesta del BCCh.

A partir del establecimiento de esta normativa, se inició un proceso de desarrollo para que el SIID entre en pleno funcionamiento a partir de noviembre de 2020 para las instituciones bancarias y sus filiales, y desde mayo de 2021 para otras entidades financieras y para aquellas empresas no financieras que pactan derivados con el mercado externo.

18. En su Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,5% anual.

AGOSTO

1. Por Acuerdo N°2240-01-190801, se modificó la estructura administrativa de la Gerencia de División Mercados Financieros, materializando así un esquema de procesos con tres áreas definidas: Negociación y análisis; Balance y análisis financiero; y Sistemas de pago, liquidación y registro de operaciones. Esta adecuación permite incorporar las funciones que le fueron transferidas a la División desde la ex Gerencia de Gestión y Evaluación de Riesgo Financiero (GGERF).

Esta nueva estructura se enmarca en el proceso de planificación estratégica 2018-2022, el que ha implicado una serie de cambios en la estructura gerencial y de procesos, orientados a agilizar la toma de decisiones, optimizar procesos y contribuir a la sostenibilidad de la institución.

22. Por Acuerdos adoptados en la Sesión de Consejo N°2243, celebrada con fecha 22 de agosto de 2019, se modificó el Estatuto del Comité Asesor de Tecnologías de la Información del Banco, aprobando su texto actualizado y refundido; junto con designar a don José Benguria Donoso como nuevo miembro integrante del mismo y a don Alejandro Hevia Angulo como Presidente de esta instancia, por el plazo de un año a contar del 1º de agosto de 2019.

El referido Comité tiene como función primordial asesorar al Consejo en el cumplimiento de los objetivos institucionales aplicables en materia de gobierno corporativo de tecnologías de información y especialmente, en los temas que se indican en el referido Estatuto, disponible en la sección de Transcripciones Oficiales del sitio electrónico institucional.

GLOSARIO

América Latina: Comprende a Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, México y Perú, ponderados a PPC según cifras del *World Economic Outlook* (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 (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 (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 EE.UU., 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 EE.UU., 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 73,2% de la canasta total.

IPCSAE bienes: Reúne los bienes que componen el IPCSAE y representa el 27,3% de la canasta total. Se realizan las siguientes agrupaciones:

- **Artículos de recreación:** incluye unidad de almacenamiento digital; juguetes; consola de videojuego; implementos deportivos; artículos de camping; instrumentos musicales; texto escolar; libro; diario; cuaderno; materiales para artes manuales; y artículos de escritorio.

- **Automóvil nuevo.**

- **Bebidas alcohólicas:** agrupa pisco; ron; whisky; vodka; vino; vino espumoso y cerveza.

- **Bienes de salud:** contiene medicamentos anti infecciosos, antivirales y anti fúngicos; medicamentos para el aparato cardiovascular; hormonas y medicamentos para el sistema genitourinario; medicamentos antiinflamatorios no corticoides, antimigránnos y sistema osteomuscular; medicamentos para el sistema respiratorio; medicamentos dermatológicos, desinfectantes y antisépticos; medicamentos para el sistema nervioso central; medicamentos para el aparato digestivo y metabólico; preparados oftalmológicos; medicamentos para el tratamiento del cáncer, modificadores del sistema inmune y fármacos utilizados en los cuidados paliativos del dolor; medicamentos homeopáticos y suplementos alimenticios; productos para la curación de heridas; preservativos; lentes de corrección; artículos para medir parámetros de salud; afeitadora y depiladora eléctrica; máquina de afeitar desechable; artículos diversos para el cuidado personal; bloqueadores y bronceadores; colonias y perfumes; desodorantes y antitranspirantes; productos de higiene bucal; papel higiénico; jabón; pañales desechables; protección higiénica femenina; shampoo y bálsamo; cremas para la piel; productos de maquillaje; tinturas y fijadores.

- **Cigarrillos.**

- **Equipamiento de vivienda electrónico:** incluye equipo de telefonía móvil; televisor; equipo de sonido; reproductor portátil de audio y video; cámara fotográfica; computador; e impresora.

- **Otros bienes de transporte:** considera automóvil usado; motocicleta; bicicleta; repuestos para el funcionamiento eléctrico del automóvil; neumáticos y llantas; y repuestos y accesorios para el funcionamiento mecánico del automóvil.

- **Paquete turístico.**

- **Resto de equipamiento de vivienda:** contiene cama; colchón; muebles de comedor; muebles para cocina; muebles para living; alfombras y otros revestimientos para pisos; artículos ornamentales; textiles para cama; textiles para baño y cocina; textiles para living y comedor; calefón; cocina; artículos para calefacción del hogar; hornos eléctricos y microondas; lavadora; refrigerador; electrodomésticos pequeños de cocina; plancha; vajilla; utensilios de cocina; aromatizador y desinfectante ambiental; detergente y suavizante para ropa; lavalosa; limpiador; insecticidas y similares; artículos de limpieza; servilletas y toalla de papel; flores; plantas; alimentos para mascotas; y accesorios para mascota.

- **Vestuario y calzado:** considera telas para confección de vestuario; ropa de abrigo para hombre; pantalón largo y corto para hombre; camisa y polera para hombre; ropa interior y de dormir para hombre; ropa de abrigo para mujer; pantalón, falda y vestido para mujer; blusa y polera para mujer; ropa deportiva y de

baño para mujer; ropa interior y de dormir para mujer; ropa de abrigo infantil; pantalón, falda y vestido infantil; camisa, blusa y polera infantil; ropa deportiva, shorts, bermudas y trajes de baño infantil; ropa interior y de dormir infantil; vestuario para lactante; uniforme y ropa deportiva escolar; artículos para reparación de vestuario; accesorios de vestir; zapatillas para hombre; zapatos para hombre, zapatillas para mujer; zapatos para mujer; calzado de estación para mujer; zapatilla infantil; zapato infantil; calzado escolar; joyas; reloj de pulsera; artículos para transporte de efectos personales; artículos para transporte de bebé; y lentes de sol.

- **Vivienda:** incluye materiales para la reparación de la vivienda; pintura y barniz; grifería y accesorios; sellantes y pegamentos; herramientas eléctricas y accesorios; herramientas manuales y accesorios; accesorios de iluminación; artículos de cerrajería; accesorios eléctricos; y pilas.

IPCSAE servicios: Reúne los servicios que componen el IPCSAE y representa el 45,9% de la canasta total. Se realizan las siguientes agrupaciones:

- **Aéreo:** corresponde a servicio de transporte aéreo.
- **Agua potable.**
- **Arriendo.**
- **Bus:** corresponde a servicio de transporte en bus interurbano.
- **Educación:** incluye servicio de educación de jardín infantil; servicio de educación de transición; servicio de educación de 1º ciclo de la enseñanza básica; servicio de educación de 2º ciclo de la enseñanza básica; servicio de educación de la enseñanza media; servicio de pre universitario; servicio de enseñanza en centros de formación técnica; servicio de enseñanza en instituto profesional; servicio de enseñanza universitaria; servicio de enseñanza de post grado y postítulo; y cursos de capacitación.
- **Gasto común.**
- **Gasto financiero.**
- **Otros servicios:** considera servicio de limpieza y reparación de vestuario; servicio de mantenimiento y reparación del automóvil; servicio de lavado del automóvil; servicio de estacionamiento; servicio de peaje; licencia de conducir; revisión técnica del automóvil; seguros; servicio de emisión de certificado; servicio de fotocopiado; membresía en asociación profesional; servicio notarial; servicio funerario; cuotas en centros de padres y apoderados; servicio de residencias para adultos mayores; y servicio de sala cuna.
- **Otros servicios de transporte:** contiene servicio de transporte en taxi colectivo; servicio de transporte en taxi; servicio de transporte escolar; servicio de transporte en microbús; servicio de transfer; y servicio de transporte multimodal.
- **Otros servicios de vivienda:** incluye servicios para la conservación y reparación de la vivienda; servicio de retiro de basura; servicio de alarma para la vivienda; servicio de reparación de muebles; servicio de reparación de línea blanca y electrodomésticos; y servicios veterinarios.
- **Servicios de alimentación:** agrupa a alimentos consumidos fuera del hogar; sándwich y completo consumido fuera del hogar; bebida alcohólica consumida fuera del hogar; bebida no alcohólica consumida fuera del hogar; helados y postres consumidos fuera del hogar; y platos preparados para llevar.



• **Servicios de recreación:** incluye servicios prestados por centros recreativos; entrada a espectáculos deportivos; entrada a centros de diversión nocturnos; servicios de fiestas de cumpleaños; gimnasios; clases deportivas; clases recreativas; entrada al cine; entrada a espectáculos culturales; servicio de revelado fotográfico; servicio de televisión pagada residencial; servicio de suscripción en línea; juegos de azar; y servicio de alojamiento turístico.

• **Servicios de salud:** considera consulta médica; procedimiento e intervención quirúrgica ambulatoria; consulta y tratamiento odontológico; examen de imagenología y radiología; examen de laboratorio clínico; servicio de otros profesionales de la salud; servicio de hospitalización; servicios de peluquería; y servicios en centros de estética.

• **Servicios de telecomunicaciones:** agrupa a servicio de conexión internet; servicio de banda ancha móvil; servicio de pack de telecomunicaciones; servicio de telefonía móvil; y servicio de telefonía fija.

• **Servicios domésticos.**

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, EE.UU., 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 EE.UU., 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
IACM: Índice de Actividad de Comercio al Por Menor
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

- Adrian, T., Crump, R. K., y Moench, E. 2013. Pricing the term structure with linear regressions. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110-138.
- 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.
- Albagli,E y E. Luttini. 2015. Expectativas, Incertidumbre, e Inversión en Chile: Evidencia Macro y Micro de la Encuesta IMCE. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Albagli, E. Carlomagno G. y Chernin, D.2019. El impacto de la guerra comercial sobre los mercados financieros mundiales. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Albagli, E., M. Calani, M. Hadzi-Vaskov, M. Marcel y L. Ricci. 2019. "Comfort in Floating: the Chilean Case," XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. 2017. Crecimiento Tendencial: Proyecciones de mediano plazo y análisis de sus determinantes.
- Banco Central de Chile. Informe de Cuentas Nacionales. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Percepciones de Negocios. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2019. Global Economics Weekly. Varios números.
- Bayoumi T., J. Barkema and D. Cerdeiro, 2019. "The Inflexible Structure of Global Supply Chains". IMF Working Paper
- Bernanke, Ben.1983. Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 98, Issue 1, February 1983, Pages 85–106
- Beyzaga, C. E., & Ceballos, L. S. 2017. Compensación inflacionaria y premios por riesgo: evidencia para Chile. *Economía Chilena*, 20(2), 150-165.
- Bianchi, F. 2019. "Fiscal Inflation and Cosmetic Defaults in a Small Open Economy," XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile.
- Cecchetti, S. y K. Schoenholtz. 2019."Improving U.S. Monetary Policy Communications," XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile.
- Chanut N., M. Marcel y C. Medel. 2018. Can Economic Perception Surveys Improve Macroeconomic Forecasting in Chile?. Documentos de Trabajo Banco Central de Chile, N° 824.
- Christiano, L. y T. Fitzgerald. 2003. "The Band Pass Filter". *International Economic Review*, 44: 435-465.
- Citi. 2019. Global Economic View. Tariffs Delay to Keep Trade War for Longer.
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2019. Copper Market Outlook. Varios números.
- Deutsche Bank. 2019. Macro Forecast Weekly Update. Varios números

- Dixit, A. K., Dixit, R. K., & Pindyck, R. S. 1994. Investment under uncertainty. Princeton University Press.
- Doz, Catherine, Domenico Giannone, and Lucrezia Reichlin. 2012."A Quasi-Maximum Likelihood Approach for Large, Approximate Dynamic Factor Models." *Review of Economics and Statistics* 94, N° 4 (2012): 1014-24.
- Fondo Monetario Internacional. 2019. "Trade Tensions, Global Value Chains, and Spillovers : Insights for Europe".
- Fondo Monetario Internacional. 2019. World Economic Outlook Update. Julio.
- Fondo Monetario Internacional. 2019. World Economic Outlook. Abril.
- Goldman Sachs. 2019. A Bigger Growth Hit from the Trade War.
- JP Morgan Chase. 2019. Global Data Watch. Varios números.
- King, R., Y. K. Lu y E. Pastén. 2016. "Optimal Reputation Building in the New Keynesian Model," *Journal of Monetary Economics*, Vol 84, 233-249.
- McMahon, M. 2019."The Three E's of Central Bank Communication with the Public," XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile.
- OCDE.2015. Diagnostic of Chile's engagement in global value chains
- Peterson Institute for International Economics (PIIE). Trump's Trade War Timeline. <https://www.piie.com/blogs/trade-investment-policy-watch/trump-trade-war-china-date-guide>
- Reis, R. 2019. "Macroprudential Policy and the Fiscal Footprint of the Central Bank," XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile.
- Rigobon, R., y Sack, B. 2005. The effects of war risk on US financial markets. *Journal of banking & finance*, 29 (7), 1769-1789.
- Rogoff, K. 2019. "Restoring the Full Effectiveness of Countercyclical Monetary Policy in a Low Interest Rate World," XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile.
- The Economist. 2019. "The trade war is leading some firms to crimp investment". Agosto.
- The Wall Street Journal. 2019. "Manufacturers Want to Quit China for Vietnam. They're Finding It Impossible". Agosto.
- UNCTAD-Eora Global Value Chain Database. <https://worldmrio.com/unctadgvc/>
- Vising-Jorgensen, A. 2019. "Central Banking with Many Voices: The Communications Arms Race," XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile.
- Yared, P. 2019. "Inflation Targeting under Political Pressure," XXIII Conferencia Anual del Banco Central de Chile.
- Fornero J. y Zuñiga.R. 2019. Efectos del ciclo externo sobre el consumo y la inversión en Chile. Mimeo. Banco Central de Chile.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales

SEPTIEMBRE 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 Septiembre 2019