

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2018



**INFORME
DE POLÍTICA MONETARIA
Septiembre 2018**



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	21
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	29
IV. PRECIOS Y COSTOS	35
V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	39
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	63
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	66
RECUADROS	
Conflicto comercial: Evolución, efectos en la economía mundial y en Chile	17
Volatilidad financiera y deuda externa	25
Caracterización de la inmigración en Chile	33
Estimación del crecimiento potencial y la brecha	47
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	53
PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2015	58

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 28 de agosto de 2018. Además, el IPoM incluye la Encuesta de Operadores Financieros Pre RPM de septiembre y la Reunión de Política Monetaria efectuada el 04 de septiembre.

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 04 de septiembre de 2018 para publicarse el 05 de septiembre de 2018.

El Consejo

RESUMEN

Los datos conocidos a lo largo del año dan cuenta de un crecimiento económico mayor al previsto y de una inflación que ha consolidado sus perspectivas de convergencia a la meta. Esto, en un contexto de sorpresas positivas en varios sectores económicos, una revisión al alza del crecimiento potencial y un cierre más rápido de la brecha de actividad. Respecto de la inflación, la variación anual del IPC aumentó hasta 2,7%, pero la del IPCSAE sigue por debajo de 2%, ambas en línea con lo esperado. Los riesgos del escenario externo se han hecho más presentes. Se ha intensificado el conflicto comercial entre EE.UU. y China, lo que junto al estado cíclico de la economía estadounidense y su diferencia con el de otras economías desarrolladas, ha provocado una apreciación global del dólar y una caída del precio de las materias primas. Todo esto ha afectado con mayor fuerza a aquellas economías emergentes que se perciben más vulnerables. Por ahora las proyecciones de crecimiento global han tenido cambios acotados. En este contexto, el Consejo ha mantenido la TPM en 2,5% y ha comunicado que, de mantenerse el escenario previsto, debería comenzar a retirar el estímulo monetario en los próximos meses.

En el segundo trimestre, la actividad creció 5,3% anual, anotando una importante sorpresa al alza respecto de lo esperado en junio. Por sectores, las mayores diferencias se observaron en la actividad no minera, en particular en el comercio —especialmente mayorista—, los servicios empresariales y la industria. La demanda interna también creció por sobre lo previsto, dando cuenta de una mayor expansión del consumo privado —principalmente en bienes durables—, un incremento de la acumulación de existencias y una inversión en maquinaria y equipos más dinámica.

El Consejo ha revisado al alza su estimación de crecimiento potencial, lo que es esperable en un contexto de mayor expansión económica, crecimiento de la inversión e inflación subyacente contenida. Para el 2018, el crecimiento potencial del PIB no minero se ubica en 3,1%, que se compara con un valor de 2,7% estimado hace un año. Para el 2019, el crecimiento potencial del PIB no minero es 3,2% (2,9% hace un año). El crecimiento tendencial no se ha revisado en esta ocasión y se mantiene entre 3 y 3,5%^{1/}. Con esto, la convergencia entre el crecimiento potencial y tendencial se dará antes que lo previsto (Recuadro V.1).

^{1/} El crecimiento tendencial se refiere al que se da en ausencia de *shocks* transitorios de productividad y cuando los insumos se usan a su capacidad normal. Es un concepto cuya aplicación es relevante a plazos largos (por ejemplo, diez años), cuando la acumulación de *shocks* transitorios positivos y negativos tienden a cancelarse, lo que permite obviarlos del análisis. El PIB potencial se refiere al nivel actual de la capacidad productiva, incluyendo los diversos *shocks* de productividad transitorios y problemas de asignación de recursos que describen a la economía en un momento dado. Este concepto es el relevante para medir las presiones inflacionarias que podrían desviar a la inflación de su meta de 3%. Dada sus características, resulta natural que el PIB potencial deba revisarse con regularidad, mientras que el PIB tendencial se reevalúe más esporádicamente.



CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	1,5	4,0 - 4,5	3,25 - 4,25	2,75 - 3,75
Ingreso nacional	2,8	3,9	3,4	3,3
Demanda interna	3,1	4,6	3,7	3,3
Demanda interna (sin Variación de Existencias)	1,8	4,1	3,7	3,7
Formación bruta de capital fijo	-1,1	5,0	4,5	3,9
Consumo total	2,7	3,8	3,4	3,6
Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	4,9	4,2	2,8
Importaciones de bienes y servicios	4,7	6,2	4,4	2,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-2,2	-2,6	-2,7
Ahorro Nacional Bruto (% PIB)	20,6	20,3	20,5	20,5
Inversión Nacional Bruta (% PIB)	22,1	22,5	23,0	23,2
FBCF (% PIB Nominal)	21,6	21,7	22,1	22,4
FBCF (% PIB Real)	21,6	21,7	21,9	22,0
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-4.146	-6.400	-7.800	-8.500
Balanza comercial	7.922	7.400	5.800	4.600
Exportaciones	69.230	76.100	79.200	81.500
Importaciones	-61.308	-68.700	-73.400	-76.900
Servicios	-3.059	-4.000	-4.200	-4.000
Renta	-10.802	-12.300	-11.100	-11.000
Transferencias corrientes	1.793	2.500	1.700	1.900

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El crecimiento acumulado hasta el segundo trimestre del año —aun considerando el mayor crecimiento potencial— ha reducido la brecha de actividad respecto de lo previsto, estimándose que su nivel absoluto —que no es una variable directamente observable— es cercano a cero^{2/}. Sin embargo, otros antecedentes que ayudan a evaluar el estado de las holguras de capacidad sugieren que estas aún persisten. Los indicadores de uso de capacidad instalada siguen dando cuenta de espacios y la inflación subyacente se ha mantenido bajo 2% en el último año. El mercado laboral mantiene cierto rezago respecto de la actividad y puede contener grados adicionales de holgura producto del flujo inmigratorio. En todo caso, el crecimiento del empleo en lo más reciente muestra un mayor dinamismo, y se espera que este continúe mejorando en los próximos trimestres. Considerados todos estos antecedentes, el Consejo evalúa que las presiones inflacionarias son coherentes con la convergencia de la inflación a la meta.

El comportamiento de la actividad en el primer semestre del año y una economía que crecerá en torno a un potencial más alto, llevan a revisar al alza la estimación de PIB para el 2018. En el escenario base de este IPoM, el PIB aumentará entre 4,0 y 4,5% (entre 3,25 y 4% en junio). En el segundo semestre la economía tendrá tasas de variación anual menores a las del primer semestre, respondiendo a varios factores, entre ellos una base de comparación más exigente. Para el 2019 y 2020, los rangos de proyección son similares a los considerados en junio. Así, el PIB crecerá entre 3,25 y 4,25% el próximo año y entre 2,75 y 3,75% el 2020. Esto supone un escenario externo algo menos favorable que en el IPoM previo, una TPM que se mantendrá por debajo de su nivel neutral por varios trimestres más, una inversión que crecerá por sobre el aumento del PIB, la ausencia de desbalances macroeconómicos importantes y una economía cuyo crecimiento se ubicará en torno a su ritmo tendencial para el 2020. Como supuesto de trabajo, en el 2018 la economía recibirá un impulso fiscal coherente con el presupuesto vigente. Desde ahí en adelante, se supone que el déficit estructural seguirá la senda de descenso gradual definida por la autoridad.

El impulso externo será algo menor al estimado en junio, en particular por los menores términos de intercambio. El cobre se ha acercado a sus niveles de largo plazo más rápido que lo previsto, proyectándose precios de US\$2,95 el 2018 y US\$2,85 y 2,80 la libra para el 2019 y 2020, respectivamente (US\$3,10, 2,95 y 2,85 en junio). El precio del petróleo ha tenido movimientos dispares, y se mantiene en niveles por sobre los de principios de año. Hacia adelante el escenario base sigue considerando una trayectoria descendente, en línea con lo que indican los futuros de precios de mercado. Con esto, los términos de intercambio tendrán un descenso de 1,2% este año, a diferencia de la leve alza prevista en junio. En el 2019 y 2020, estos seguirán reduciéndose.

Respecto de las condiciones financieras, en el mundo desarrollado persiste la divergencia de sus políticas monetarias, por la diferente evaluación de las holguras de capacidad y las presiones inflacionarias que cada una enfrenta. Mientras la Reserva Federal subió la *fed funds rate* en 25 puntos base en junio y ha señalado dos alzas más este año y tres el próximo —al mismo tiempo que sigue reduciendo el tamaño de su balance—, el Banco Central Europeo extendió

^{2/} En el capítulo V, se presenta una discusión más extensa sobre el nivel actual y previsto de la brecha, y los grados de incertidumbre asociados.

su programa de compras de activos y señaló que las tasas de referencia no se moverán por un tiempo. En tanto, el conflicto comercial entre EE.UU. y China ha seguido escalando. Hasta ahora las acciones aplicadas por EE.UU. y las represalias han sido limitadas, pero las tensiones no han amainado y las medidas adoptadas ya están teniendo un impacto. Los temores se han acrecentado por la mayor moderación de las cifras coyunturales de actividad de China. Esta ha tomado medidas para impulsar su economía y anunciado otras, pero ello ha hecho resurgir los temores respecto de los desequilibrios que aún presenta (Recuadro I.1).

En este contexto, las condiciones financieras globales siguen siendo favorables en perspectiva histórica, pero se han estrechado para las economías emergentes, en particular para aquellas que se perciben con fundamentos macroeconómicos más débiles. Lo ocurrido recientemente en Argentina y Turquía es una muestra de la sensibilidad de los mercados.

En Chile, la mayor reacción se ha observado en el tipo de cambio nominal —que cumple un rol estabilizador en el marco de política— pero las tasas de interés de largo plazo y los indicadores de riesgo del mercado local no se han visto afectadas. Al cierre estadístico de este IPoM^{3/}, la paridad peso/dólar se ubicó algo por sobre los \$660, equivalente a un aumento del orden de 5,5% respecto del cierre del IPoM anterior. En términos multilaterales la depreciación fue menor, incluso con una apreciación respecto de otras emergentes y exportadoras de materias primas, dando cuenta de la mayor fortaleza relativa de la economía chilena. La depreciación real del peso también ha sido menor (cerca de 1% respecto del cierre del IPoM anterior) y continúa por debajo de sus niveles de largo plazo. Como supuesto de trabajo, se considera que, en el transcurso del horizonte de política, el TCR volverá a cifras en torno a su promedio de los últimos quince a veinte años.

Por el momento, la mayor percepción de riesgo se ha traducido en una revisión acotada de las perspectivas de crecimiento mundial, con tasas de expansión que se irán reduciendo en el 2019 y 2020. Por bloques, la proyección para los países desarrollados no presenta diferencias respecto del IPoM de junio. En cambio, en los emergentes destaca el ajuste a la baja en América Latina, en especial en Argentina y Brasil. A ello se suma un menor crecimiento estimado para China.

La variación anual del IPCSAE se ha mantenido bajo 2%, con una inflación anual de bienes que sigue negativa y una de servicios que se mantiene en torno a 3%. La del IPC se ha aproximado a 3%, mayormente por el comportamiento de los precios más volátiles. La depreciación del peso tiene efectos en la revisión de las perspectivas para la inflación de corto plazo, elevando su proyección a diciembre de este año. Una vez alcanzado el 3%, ambos indicadores de inflación seguirán fluctuando en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección.

En cuanto a la política monetaria, el Consejo considera que la evolución de las condiciones macroeconómicas hace menos necesario mantener el actual estímulo monetario. El supuesto de trabajo para la TPM contempla que esta comenzará a aumentar en los próximos meses y que hacia el 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral —entre 4 y 4,5%—.

^{3/} El cierre estadístico fue el martes 28 de agosto.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00-07	Prom. 10-16	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	1,1	9,0	-1,2	-1,5	-1,0
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,0	3,7	3,6	3,5	3,4
PIB mundial PPC (*)	4,5	3,9	3,7	3,8	3,6	3,4
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,1	3,2	3,1	2,9	2,8
PIB Desarrolladas PPC (*)	2,4	1,8	2,2	2,3	2,0	1,7
PIB Emergentes PPC (*)	6,5	5,2	5,1	5,0	4,9	4,7
Precios externos (en US\$) (*)	4,6	0,4	3,6	3,9	1,6	2,2
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/centro)	154	316	280	295	285	280
Precio del petróleo WTI (US\$/barrel)	44	79	51	66	64	61
Precio del petróleo Brent (US\$/barrel)	42	87	54	72	73	70
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	366	657	466	558	553	538
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	1,3	2,3	3,4	3,9

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

INFLACIÓN

	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	2,2	2,6	3,1	3,0
Inflación IPC diciembre	2,3	3,1	3,0	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	2,0	2,0	3,0	3,0
Inflación IPCSAE diciembre	1,9	2,7	3,1	3,0
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				3,0

(f) Proyección.

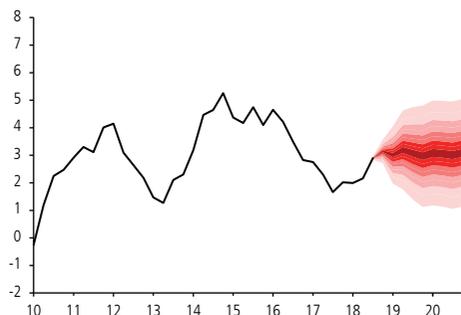
(*) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.



PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

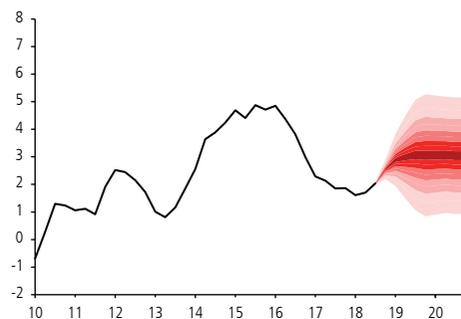


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009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

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 base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que la TPM comenzará a aumentar en los próximos meses y que hacia el 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral (entre 4 y 4,5%).

Fuente: Banco Central de Chile.

Como es habitual, hay elementos internos y externos que podrían modificar estas proyecciones. El balance de riesgos del escenario externo relevante para Chile se mantiene sesgado a la baja. El principal riesgo continúa siendo un deterioro abrupto de las condiciones financieras para las economías emergentes, en especial porque los mercados parecen estar más reactivos a las noticias negativas. En este ámbito, sigue siendo relevante lo que pase en EE.UU., tanto en términos de la evolución de la inflación y sus perspectivas como por el desarrollo del conflicto comercial. Esta situación ha reavivado los temores en torno a China, incluyendo los riesgos que implican los desequilibrios que mantiene en varios de sus mercados. En Europa, entre otros temas, destaca la incertidumbre en torno al Brexit.

En el contexto de la normalización de las condiciones financieras internacionales, los inversionistas han diferenciado a las economías emergentes que se perciben más vulnerables de aquellas con fundamentos más sólidos. Chile enfrenta la coyuntura actual con buenos indicadores macroeconómicos en términos de crecimiento, inflación y del balance de sus cuentas fiscales y externas. Además, el tipo de cambio flotante permite amortiguar los *shocks* externos y el marco de política monetaria posibilita actuar de manera contracíclica. Esto es factible por la baja exposición a riesgos de tasas de interés y tipos de cambio de los principales agentes económicos (Recuadro II.1). De todos modos, el sesgo y probabilidad de los escenarios de riesgo externo vuelve a reforzar la necesidad que una economía pequeña y abierta como la chilena mantenga fundamentos macroeconómicos sólidos, en particular una senda de consolidación fiscal, niveles de endeudamiento sostenibles y una adecuada capitalización del sistema bancario.

En lo interno, el Consejo estima que los riesgos para la actividad están balanceados. La actividad ha sorprendido al alza y es posible que lo siga haciendo, por ejemplo, si la inversión en grandes proyectos comienza a mostrar un mayor dinamismo. Al contrario, el mercado laboral podría tener una recuperación algo más lenta que lo contemplado, afectando el dinamismo del consumo.

Respecto de la inflación, el Consejo estima que los riesgos están balanceados. Si bien los riesgos en torno al escenario internacional y sus implicancias negativas han aumentado, la economía ha mostrado un dinamismo mayor que el anticipado y las perspectivas de corto plazo para la inflación total se han vuelto a corregir al alza —principalmente por el aumento del tipo de cambio—.

En este contexto, el Consejo considera que el grado de estímulo monetario actual es menos necesario y que, de mantenerse el escenario previsto, debería comenzar a reducirlo en los próximos meses. De esta manera, 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.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

REUNIÓN DE JUNIO

El IPoM de junio daba cuenta que la actividad había crecido algo más que lo esperado, por sorpresas —probablemente transitorias— en sectores de oferta, y un mayor dinamismo en líneas vinculadas a la inversión y el consumo durable. Con todo, más allá de cierta reducción, aún había holguras de capacidad, como lo sugerían la evolución del mercado laboral, la inflación subyacente e indicadores de uso de capacidad. En el escenario base, el cierre de estas holguras se consolidaría a una velocidad no muy distinta de la prevista en marzo. Para este año, el Consejo estimaba que el PIB crecería entre 3,25 y 4% (3-4% en marzo). Ello consideraba tasas de variación anual en el segundo semestre menores a las del primero, el mayor dinamismo de los rubros ligados a la inversión y una desaceleración del gasto interno. Para el 2019 y el 2020, se ratificaban los rangos de proyección: 3,25-4,25% y 3-4%, respectivamente. El repunte de la economía seguía apoyado en un escenario externo favorable, una política monetaria expansiva, el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional, y la ausencia de desbalances macroeconómicos importantes.

El impulso externo para la economía chilena sería levemente inferior al estimado en el IPoM previo, por condiciones financieras algo menos favorables y términos de intercambio menores, dado el mayor precio del petróleo. Los datos de actividad e inflación habían consolidado la discrepancia entre la posición cíclica de EE.UU. y el resto de las economías desarrolladas, ampliando las diferencias sobre las expectativas de política monetaria en los distintos bloques económicos. Ello había provocado movimientos en las tasas de interés y apreciado el dólar a nivel global. Las proyecciones de expansión mundial para el 2018-2020 continuaban por sobre las de años previos, aunque destacaban recortes en países de América Latina.

La variación anual del IPC y del IPCSAE seguía en niveles cercanos o algo por debajo de 2%, sin grandes diferencias respecto de lo anticipado. La evolución del escenario macroeconómico había reducido los riesgos para su convergencia a 3% en el horizonte de política, las expectativas de inflación a dos años plazo seguían en 3%, mientras que a plazos más cortos habían subido por el mayor precio del petróleo. En el escenario base, la trayectoria de la inflación subyacente no había cambiado mayormente y llegaría a 3% hacia fines del 2019. La inflación total lo haría antes que lo previsto.

En este contexto, desde la publicación del IPoM de marzo el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,5%, y había reafirmado que comenzaría a reducir el impulso monetario en cuanto las condiciones macroeconómicas siguieran impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%. En la Reunión de junio, las opciones de política monetaria analizadas fueron (i) mantener la TPM en 2,5%, (ii) aumentar la TPM en 25 puntos base (pb), y (iii) reducir la TPM en 25pb.

Todos los Consejeros opinaron que la primera opción era coherente con el escenario base del IPoM de junio. Se reforzaba al considerar el anclaje de las expectativas de inflación a mediano plazo en la meta de política y las expectativas de los agentes para la decisión de política monetaria en esa ocasión. También daba espacios para una reacción oportuna de concretarse un escenario de riesgo. Con todo, los riesgos para la inflación se percibían balanceados, evaluándose simétricos los costos de un desvío de la inflación de su trayectoria de convergencia por arriba o por abajo.

Respecto de la opción de subir la TPM, varios Consejeros indicaron que ello dependía de si se evaluaba que era necesario adelantar el proceso de normalización del estímulo monetario. Se señaló que esto parecía prematuro, pues el escenario base del IPoM contemplaba una inversión que aún estaba en una etapa inicial de dinamismo. Por su impacto en la economía, era necesario esperar la evolución del ciclo antes de tomar una decisión así. Se indicó que tal opción se justificaría si había certeza de que el repunte económico estaba tornándose más fuerte, más duradero, más persistente, y que estaba empujando la inflación al alza. Aún era muy pronto para tener claridad sobre aquello, y se requería más trimestres de información. Se mencionó que si bien el desempeño de la economía era mejor que lo previsto, no se avizoraban mayores presiones de costos o de precios, lo que podía ser coherente con una economía que mantenía holguras mayores que las estimadas. Ello coincidía con un mercado laboral que no mostraba mejoras e indicadores de uso de capacidad en niveles bajos. Se agregó que subir la TPM sería inesperado y daría señales injustificadas de inquietud por desvíos al alza de la inflación.

Todos los Consejeros consideraron que la opción de aumentar el estímulo monetario había perdido relevancia. Se destacó que era fácil descartar esta opción debido a que la recuperación de la economía se percibía más sólida. Si tal decisión no se había tomado en trimestres anteriores, resultaba más complejo justificarla en ese momento. Sin embargo, algunos mencionaron que esta opción



podía seguir siendo relevante en cuanto los riesgos externos se fueran concretando. Un Consejero indicó que la opción de bajar la TPM debía incluirse, pues la inflación, del IPC y del IPCSAE, estaba al borde o fuera del rango de tolerancia. Así, el Consejo acordó unánimemente mantener la TPM en 2,5%.

REUNIÓN DE JULIO

Para la reunión de julio, el desempeño de la economía había sido algo mejor que lo planteado en el escenario base del IPoM de junio, aunque algunos riesgos habían cobrado mayor relevancia, en especial en el ámbito externo.

Los riesgos asociados a un conflicto comercial internacional se habían intensificado, provocando movimientos en los mercados financieros globales. La discrepancia en el desempeño económico entre países desarrollados, en materia de inflación y política monetaria, era más notoria. Ello había llevado a una depreciación global de las monedas frente al dólar. Varios participantes resaltaron los cambios que habían tenido los precios de las materias primas. A su vez, persistían los riesgos en torno al proceso de normalización monetaria. Estos aumentaban considerando que los mercados estaban más sensibles a cambios en la percepción de cómo se iría calibrando la política monetaria en el tiempo y, además, por la vulnerabilidad de algunas economías y/o su exposición a algún grado de contagio. Varios participantes comentaron el aplanamiento de la curva de rendimiento de EE.UU., especialmente porque una inversión de la misma se consideraba habitualmente como una señal anticipatoria de recesión en dicha economía. Esto contrastaba con información de otras fuentes, como la bolsa. Aun así, se señaló que probablemente la economía estadounidense estaba en un punto de inflexión de su ciclo y que era difícil ver cifras más positivas. Con todo, ello no implicaba que ante un alza más marcada de la inflación, la Reserva Federal se abstuviera de continuar su proceso de normalización monetaria.

En el plano local, se discutió acerca del estado de las holguras de capacidad. Hubo consenso entre los participantes en cuanto a que los últimos datos confirmaban un crecimiento mayor que el proyectado para el 2018. Sin embargo, se recaló que había dudas sobre su efecto en las presiones inflacionarias. Un desafío era constatar si la sorpresa observada se centraba solo en algunos sectores transables, como sugerían algunas fuentes de información. De ser así, el impacto esperado sobre el resto de la economía sería menor. Se agregó que las revisiones que se estaban dando en las proyecciones de crecimiento podrían estar indicando más bien un adelanto del ciclo económico, mientras que la mayor inflación esperada respondía especialmente a la evolución del tipo de cambio. A su vez, la evolución del mercado laboral sugería que aún existían holguras en la economía. La inflación anual total había subido en

gran parte asociada a los elementos más volátiles. En este contexto, las expectativas inflacionarias no tenían grandes cambios.

Todos los Consejeros opinaron que el escenario macroeconómico se enmarcaba de buena forma en el escenario base del IPoM de junio, que consideraba que la TPM comenzaría a retornar hacia una instancia más neutral entre fines de este año e inicios del próximo. Todos los Consejeros concordaron en que la opción de aumentar el estímulo monetario ya no era relevante, pues los riesgos a la baja para la convergencia de la inflación habían perdido fuerza. Tampoco se podía justificar por los cambios en el escenario externo. Así, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones relevantes eran (i) mantener la TPM en 2,5%, y (ii) empezar en esa Reunión el proceso de normalización de la TPM.

Sobre la primera opción, todos los Consejeros coincidieron en que era coherente con el escenario base del IPoM de junio y con la estrategia de política monetaria allí contenida. Se argumentó que, si bien la inflación de corto plazo era mayor que la esperada, obedecía principalmente a la depreciación cambiaria y al mayor precio de los combustibles, lo que a su vez podía asociarse con peores perspectivas para el escenario externo. Se añadía que la mayor actividad local se atribuía más bien a factores transitorios y que el mercado laboral seguía mostrando holguras. Con ello, se indicó que no sería sorprendente observar durante el segundo semestre velocidades de expansión inferiores a las esperadas, reduciendo la probabilidad de una aceleración más sistemática del crecimiento liderado por la inversión. Se agregó que los riesgos externos tenían efectos en la economía local que podrían diferir en el corto y largo plazo. Una agudización de los conflictos comerciales y los desequilibrios en el mundo desarrollado podían presionar en el corto plazo a la inflación a través del tipo de cambio, pero podían ser contractivos para la actividad y las presiones inflacionarias en el mediano plazo.

Acerca de la segunda opción, todos los Consejeros mencionaron que solo era coherente si se estimaba necesario adelantar el proceso de normalización del estímulo monetario respecto de lo previsto en el IPoM. Si bien había poca evidencia a favor, el principal argumento era que el mayor dinamismo de la economía pudiese llevar a un cierre más rápido de la brecha de actividad, provocando presiones inflacionarias adicionales. Con todo, la evidencia sobre el estado de las holguras de capacidad era contradictoria. Los antecedentes más bien indicaban que la economía se estaba alejando del período de debilidad cíclica y transitaba hacia uno en que el crecimiento tenía un carácter más autosostenido y se despejaban los riesgos de una inflación persistentemente baja. También se indicó que si bien la decisión de mantener la TPM era la más adecuada en esa Reunión, la probabilidad de un repunte más vigoroso de la inversión había ido ganando fuerza, lo que de concretarse podría afectar la forma en que se daría el proceso de normalización de la TPM. Así, El Consejo acordó de manera unánime mantener la TPM en 2,5%.

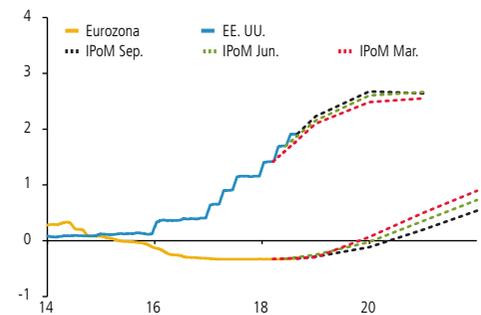
I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

A lo largo del año, los mayores cambios del escenario externo se han observado en las condiciones financieras y los términos de intercambio. Las primeras, si bien siguen siendo favorables en perspectiva histórica se han estrechado para las economías emergentes, en especial para aquellas que se perciben con fundamentos macroeconómicos más débiles. Los segundos, han mostrado un deterioro importante en lo más reciente, por una baja significativa del precio del cobre, que lo acerca a sus niveles de largo plazo con mucha mayor prontitud que lo estimado. Hasta ahora, las perspectivas de crecimiento global muestran cambios acotados, con tasas de crecimiento que se irán reduciendo en el 2019 y el 2020, lo que se enmarca dentro de las revisiones habituales y está en línea con el desarrollo del ciclo económico global. Todo esto se ha dado en un contexto en que los riesgos del escenario externo siguen sesgados a la baja en cuanto a su impacto en la actividad local, y tomados en conjunto lucen algo más probables. En un abanico de riesgos, el mayor foco sigue siendo un deterioro abrupto de la condiciones financieras para el mundo emergente, ya sea porque la Reserva Federal (Fed) proceda con una normalización monetaria más rápida que lo previsto, porque el escalamiento del conflicto comercial entre EE.UU. y China provoque mayores tensiones en los mercados financieros o porque los mercados globales aumenten su percepción de riesgo sobre el mundo emergente en su totalidad.

Las condiciones financieras globales siguen siendo favorables en retrospectiva, pero se han estrechado para algunos países emergentes que se perciben más vulnerables. Por un lado, en el mundo desarrollado ha seguido ampliándose la divergencia de sus políticas monetarias, de la mano de la diferencia en la evaluación de las holguras de capacidad y las presiones inflacionarias que cada una enfrenta (gráfico I.1). Así, la Fed subió la *federal funds rate* en 25 puntos base en junio y ha señalado dos alzas más este año y tres el próximo, al mismo tiempo que sigue reduciendo el tamaño de su balance. El mercado coincide en que habrá dos alzas más este año e incorpora la posibilidad de una o dos alzas el 2019. En cambio, el Banco Central Europeo extendió su programa de compras de activos, el que finalizaría recién este año reduciendo los montos a la mitad a partir de septiembre. Además, dio señales de que las tasas de referencia no se moverán al menos hasta la segunda mitad del 2019. En Japón no se aprecian cambios de relevancia y su autoridad monetaria mantiene el programa de compras de activos.

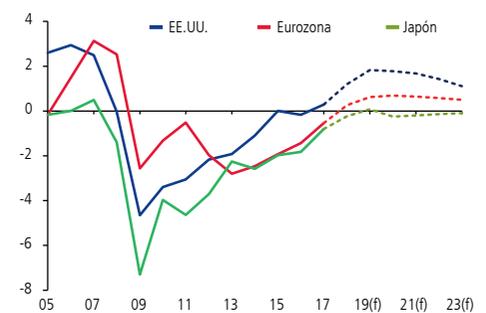
GRÁFICO I.1
Expectativas de TPM del mercado (*)
(a diciembre de cada año, porcentaje)



(*) En EE.UU. corresponde a la tasa Fed Funds y en la Eurozona a la Euribor.

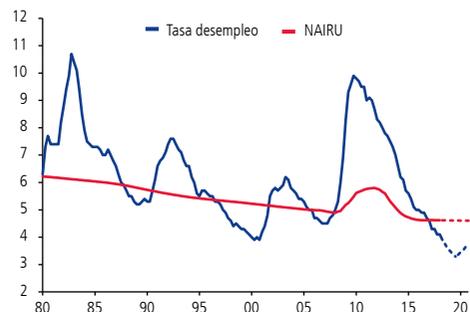
Fuente: Bloomberg.

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



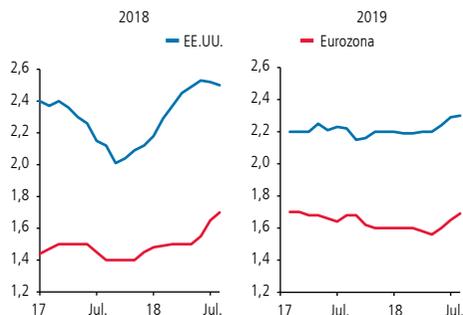
(f) Proyección.

Fuente: FMI.

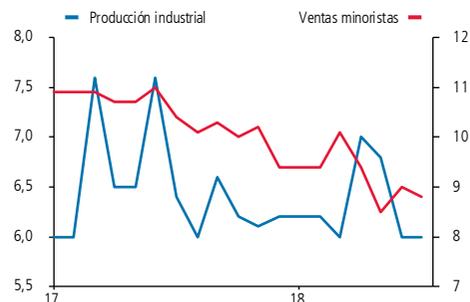
GRÁFICO I.3**EE.UU.: Tasa de desempleo y NAIRU (*)**
(porcentaje)

(*) Las líneas punteadas corresponden a la proyección trimestral en base a la última actualización de Congressional Budget Office (CBO) de agosto del 2018.

Fuentes: Bloomberg y CBO-.

GRÁFICO I.4**Expectativas de inflación del mercado**
(porcentaje)

Fuente: Bloomberg.

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

(*) Algunos de los primeros meses de inicio de cada año los datos son discontinuos debido al año nuevo lunar chino. Se completan repitiendo los datos del mes precedente.
Fuente: Bloomberg.

Como se mencionó, EE.UU. se encuentra en una fase del ciclo más avanzada que el resto de los países (gráfico I.2). Su actividad creció 2,9% anual en el segundo trimestre, bastante por sobre su PIB potencial y lo esperado, lo que junto con la revisión al alza de la cifra del primer trimestre hace aumentar la proyección en el escenario base hasta 2,9% anual para este año (2,7% en el IPoM de junio). Actualmente, esta economía presenta una brecha de actividad positiva y una tasa de desempleo por debajo de aquella que no acelera la inflación (NAIRU) (gráfico I.3). Si bien en el escenario base el crecimiento de su actividad se reducirá en los próximos años, los riesgos de sobrecalentamiento económico están latentes, en especial por el significativo estímulo fiscal en curso, cuyos efectos se sentirán con más fuerza en los años venideros. En la vereda opuesta, en el segundo trimestre la actividad de la Eurozona siguió moderándose, con un crecimiento de 2,2% anual en el período. Este bloque aún presenta una brecha de actividad abierta, que se iría cerrando en los próximos trimestres. Japón registró un crecimiento anual de 1% en el segundo trimestre —igual cifra que en el primero— y las perspectivas apuntan a que cerrará su brecha de actividad de manera más gradual.

La diferencia en la posición cíclica en que se encuentran estas economías también se refleja en la inflación y sus perspectivas (gráfico I.4). Tanto en EE.UU. como en la Eurozona la inflación total ha aumentado afectada por los mayores precios de los combustibles. No obstante, mientras en la Eurozona la inflación subyacente sigue baja —en torno a 1% anual—, en EE.UU. se ubica en o sobre 2% dependiendo de la medida. A su vez, si bien las perspectivas de inflación total han aumentado para EE.UU. y la Eurozona a lo largo del año, en EE.UU. apuntan a cifras sobre 2% para el 2018 y el 2019, en cambio en la Eurozona se sitúan bajo ese valor este y el próximo año. En Japón, el IPC anual varió 0,9% en julio, por debajo de lo previsto por el mercado, mientras la medida subyacente sigue cercana a cero.

Otro de los elementos que han dominado los movimientos de los mercados financieros globales ha sido la escalada del conflicto comercial entre EE.UU. y China. Las acciones aplicadas por EE.UU. y las represalias hasta ahora han sido limitadas, pero el conflicto no cede y no es posible descartar que continúe escalando (Recuadro I.1). Los temores en torno a sus efectos se han acrecentado por la mayor moderación de las cifras coyunturales de actividad de China (gráfico I.5). En este ambiente, su autoridad ha tomado o anunciado medidas para impulsar la economía, tales como el recorte de las tasas de referencia y de requerimientos de reservas, anuncios de estímulos a la inversión y la discusión sobre posibles estímulos fiscales. Esto ha hecho resurgir los temores respecto de los desequilibrios en su economía. Se añade que en algunas economías del resto de Asia los datos han resultado inferiores a lo esperado y que el conflicto comercial podría afectarlas en mayor medida dada su participación en la cadena de valor de las exportaciones chinas. En EE.UU. el conflicto comercial impone riesgos contrapuestos. Por un lado, podría aumentar las presiones inflacionarias ante los mayores aranceles y, por otro, podría reducir la actividad por la incertidumbre que impone en las decisiones de inversión y consumo. Estos temores se ven reflejados en las opiniones del sector empresarial recogidas por la Reserva Federal en su libro *Beige*.

Los precios de las materias primas también se han resentido (gráfico I.6), con una caída que ha sido más marcada para los metales, en particular el cobre cuyo precio retrocedió cerca de 15% comparando el promedio de los diez días hábiles al cierre del IPoM anterior y este. Hacia adelante, se proyectan precios de US\$2,95, 2,85 y 2,80 dólares la libra para el 2018, el 2019 y el 2020 en ese orden (US\$3,1, 2,95 y 2,85 en el IPoM de junio). El precio promedio del petróleo Brent y WTI cayó cerca de 1% al considerar el promedio de los diez días hábiles al cierre del IPoM anterior y este. En todo caso, hay disparidad en los movimientos del Brent y el WTI: mientras el primero cae, el segundo sube desde el IPoM previo. En esto se han combinado las tendencias ya mencionadas, que han ejercido una presión a la baja sobre el precio, y factores de oferta que lo han impulsado al alza. Entre estos últimos se incluye la preocupación sobre cómo reaccionará la producción de crudo iraní ante las sanciones que aplique EE.UU. e inventarios que han sorprendido a la baja al mercado. Con todo, la elasticidad precio de la oferta sigue adelantando una trayectoria descendente para su precio, en línea con lo que indican los futuros de precios de mercado.

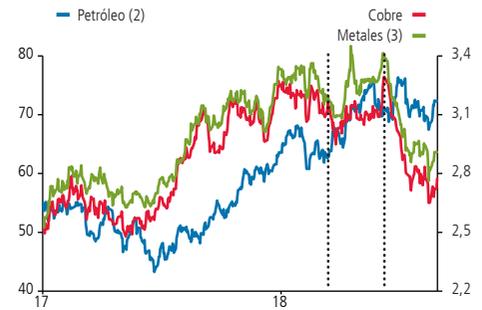
En este contexto, con una moderación en el margen, durante el año el dólar se ha apreciado de manera relevante respecto de la mayoría de las monedas. En ese lapso, en el mundo emergente los premios por riesgo han aumentado, a la vez que los flujos de capital han seguido saliendo (gráficos I.7 y I.8). Las tasas de interés a dos años plazo, en general, han aumentado en el mundo desarrollado, mientras que las de más largo plazo registran caídas en el agregado. Las bolsas, aunque con vaivenes, cayeron en el bloque emergente y subieron en el desarrollado.

La mayor percepción de riesgo se ha traducido en una revisión acotada de las perspectivas de crecimiento mundial. Más allá de eso, siguen apuntando a un bienio 2019-2020 con tasas de expansión menores que el bienio 2017-2018: 3,5 versus 3,7%, respectivamente (tabla I.1). Por bloques, la proyección para los países desarrollados no presenta variaciones respecto del IPoM de junio. En cambio, en los emergentes se ajustaron a la baja, por el menor crecimiento estimado para China en el 2019 y por ajustes significativos en América Latina para el 2018 y 2019, en particular en Brasil y Argentina (gráfico I.9). En Argentina, la fuerte depreciación cambiaria, una política monetaria claramente contractiva y medidas de ajuste fiscal se han sumado a la sequía que ha afectado al sector agrícola. Así, los datos coyunturales muestran una importante contracción de la actividad en junio (-6,7% anual) y una caída en términos anuales de la producción industrial de julio. Hacia el cierre estadístico de este IPoM, el peso argentino tuvo una fuerte depreciación motivada por los temores del mercado sobre la debilidad de su economía. En Brasil, el ajuste proviene en gran medida de factores idiosincráticos, como los efectos del paro de camioneros, la incertidumbre política, la caída de la confianza empresarial y el efecto sobre el consumo del menor crecimiento de los salarios reales.

En suma, como se ha ido delineando, los riesgos del escenario externo siguen sesgados a la baja en cuanto a su impacto en la actividad local. El mayor riesgo sigue siendo un deterioro abrupto de las condiciones financieras para las economías emergentes, el que podría originarse por un alza abrupta de la tasa de los fondos federales en EE.UU., con consecuencias negativas para

GRÁFICO I.6

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

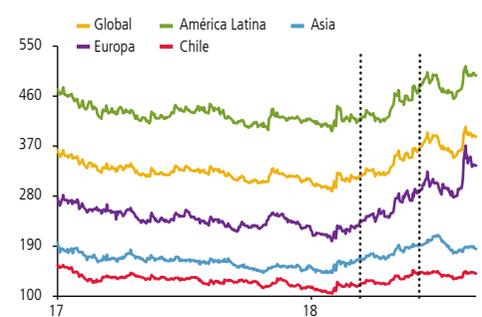


- (1) Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico del IPoM de marzo y junio del 2018.
- (2) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI.
- (3) Corresponde al índice elaborado por Standard & Poor's y Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7

Premios por riesgo soberano (*)
(puntos base)

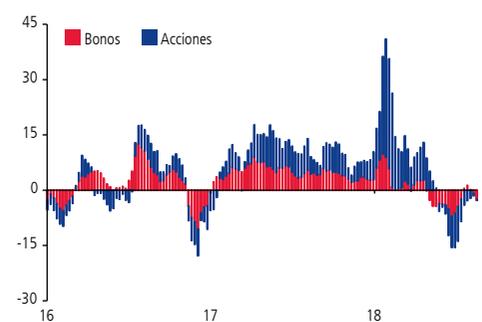


- (*) Medidos por los EMBIs. Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico del IPoM de marzo y junio del 2018.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.8

Flujos de capital a países emergentes
(miles de millones de dólares, mes móvil)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

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

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

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

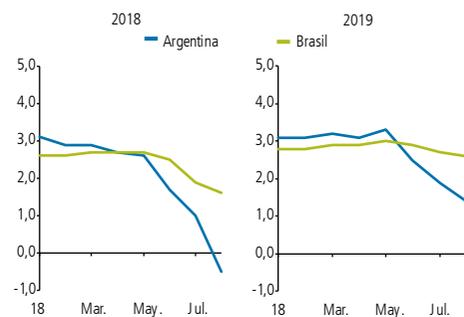
(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

el crecimiento global. En los últimos meses ha escalado la tensión comercial entre EE.UU. y China, lo que supone un riesgo sobre las condiciones financieras, el precio de las materias primas, el comercio global y la tasa de crecimiento tendencial del mundo. Se agrega que las medidas de impulso a la demanda que ha tomado China hacen resurgir los temores por los desequilibrios presentes en sus mercados. En este contexto, los países emergentes en general, y en particular aquellos que se perciben con fundamentos macroeconómicos débiles y poco espacio para aplicar medidas contracíclicas, podrían ceder aún más en sus perspectivas de actividad y ver depreciaciones adicionales de sus monedas. En un contexto de menor apetito por riesgo, no se puede descartar que en un escenario de mayor estrés, las economías emergentes con fundamentos más sólidos también se puedan ver afectadas. En las materias primas, el precio del cobre podría caer sostenidamente por debajo de su nivel de largo plazo, con consecuencias negativas para los términos de intercambio locales. En Europa, entre otros temas, destaca la incertidumbre en torno a la salida de Reino Unido de la Unión Europea.

GRÁFICO I.9
Evolución de las proyecciones de crecimiento del mercado
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecast.

RECUADRO I.1

CONFLICTO COMERCIAL: EVOLUCIÓN, EFECTOS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL Y EN CHILE

En los últimos meses se ha instalado con creciente fuerza el riesgo de una guerra comercial, caracterizada por el deterioro en las relaciones comerciales de EE.UU. con sus principales socios, en particular China. La situación ha ido escalando rápidamente y forma parte de los factores de preocupación que se recogen en encuestas a diversos grupos de interés, incluyendo empresas, hogares y participantes del mercado financiero. Pese a esta sensación de un riesgo más presente, hasta ahora, las acciones adoptadas son limitadas y su impacto macroeconómico sería acotado. Sin embargo, se han mantenido e intensificado las amenazas, que, de concretarse, acentuarían los eventuales efectos negativos de una guerra comercial. Estos temores ya han motivado reacciones de política en las economías directamente involucradas. Por ejemplo, China flexibilizó, en el margen, su política monetaria y estaría ampliando la dosis de estímulo fiscal. Si bien estas medidas lograrían amortiguar los efectos de corto plazo, lo harían a expensas de potenciar importantes riesgos que se han identificado en esa economía. Este Recuadro, que complementa al publicado en el último IEF, aborda los desarrollos recientes en la materia, describiendo los mecanismos por los cuales la economía chilena podría verse afectada.

Antecedentes

Durante la segunda mitad del siglo XX el comercio global se duplicó como porcentaje del PIB, apuntalado por el desarrollo de una institucionalidad que mejoró la resolución de controversias. Su impacto sobre el crecimiento y el bienestar fue relevante a nivel global, por su efecto directo en la asignación eficiente de recursos^{1/}. EE.UU. fue una de las economías pioneras en la apertura comercial, principalmente a través de medidas unilaterales. De hecho, a comienzos de los noventa su arancel promedio ya era aproximadamente 3%, muy por debajo del arancel promedio global, que en ese entonces estaba en torno a 12%. Sin embargo, la actual administración de ese país ha evaluado que parte del deterioro en ciertos sectores de su economía —como la industria automotriz o metálica— se relaciona con un esquema de comercio global que sería desventajoso para ellos. Bajo esa evaluación, ha decidido tomar acciones para revertirlo. Así, en enero elevó los aranceles a la importación de lavadoras y paneles solares; en marzo anunció tarifas al acero y aluminio —que fueron totalmente aplicadas en junio—, citando razones de seguridad nacional para eludir

restricciones de la Organización Mundial de Comercio (OMC). Luego anunció e implementó tarifas específicas contra China, por lo que consideró faltas a la propiedad intelectual. Posteriormente pidió investigar si las represalias adoptadas por el gobierno chino ameritaban la imposición de sanciones adicionales por un monto de US\$200 mil millones las que podrían entrar en vigencia en lo próximo—mencionando que eventualmente podría aplicarlas a la totalidad de las importaciones desde China, que en el 2017 alcanzaron cerca de US\$500 mil millones. Extender el alcance de las tarifas podría ser cada vez más complejo en la medida que involucre una mayor proporción de bienes de consumo y/o difíciles de reemplazar. Además, aún está pendiente el resultado de la investigación para imponer tarifas a automóviles y partes, que debería salir a la luz durante el primer trimestre del 2019. Hasta el momento las medidas implementadas afectan a una pequeña proporción de las importaciones estadounidenses, algo menos de 5%, no obstante la implementación de todas las medidas anunciadas podría llegar a afectar alrededor del 30% de las internaciones totales a EE.UU.

Si bien, en respuesta a estas medidas, varios socios comerciales han tomado represalias proporcionales, en el caso del gobierno chino, la diferencia en los volúmenes de comercio con EE.UU. limita la capacidad para responder. Sin embargo, existe la duda respecto de si estaría dispuesto a extender el conflicto a otras áreas dado que cerca del 20% de toda la Inversión Extranjera Directa en China proviene de EE.UU. y que actualmente cuenta con la mayor tenencia de bonos del Tesoro estadounidense entre los no residentes. Esto sería muy costoso para la propia economía asiática. El reciente anuncio de un acuerdo con México y las negociaciones entre EE.UU. y la Unión Europea podrían apuntar a un escenario donde el conflicto se focalice en la relación entre EE.UU. y China.

Implicancias

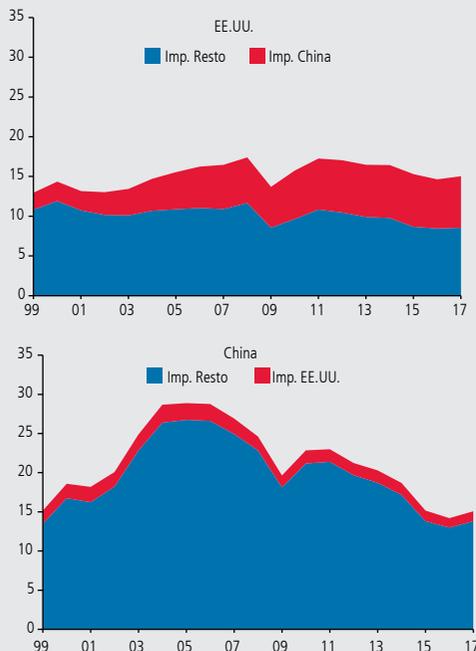
Los efectos que estas medidas tendrían sobre la economía global son difíciles de cuantificar, por cuanto dependen del número de países que se verían directa e indirectamente involucrados, los montos gravados, los sectores afectados y el plazo durante el cual las mayores tarifas serían aplicadas^{2/}.

^{1/} Ver por ejemplo Ahmed (2016), Ahn et al. (2016) y Cerdeiro y Komaroni (2017).

^{2/} El Fondo Monetario Internacional (FMI) cifró el impacto de las medidas actuales sobre el crecimiento global en medio punto porcentual acumulado al 2020. Ver Recuadro I.1, Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre del 2018.

Sin perjuicio de lo anterior, hay algunas dimensiones cualitativas y ciertos canales de transmisión comunes a los distintos escenarios posibles. Para las economías directamente involucradas, habría un impacto negativo por la menor demanda externa y la mayor incertidumbre, que afectaría decisiones de consumo e inversión locales. El tamaño del impacto se relaciona con la relevancia del comercio entre los directamente involucrados y la capacidad de desviarlos hacia otras economías. En el caso de China, por ejemplo, desde el 2005 la relevancia de sus exportaciones hacia EE.UU. en términos del crecimiento global de su economía ha caído a la mitad (gráfico I.10). Además, se debe considerar que operan ciertos estabilizadores automáticos. Por ejemplo, la menor demanda externa induce una depreciación de la moneda de la economía que enfrenta los mayores aranceles, haciendo que su producción sea relativamente más accesible. Por el contrario, en la economía que impone los aranceles debería observarse una apreciación de la moneda. Excepto que esta apreciación compense el alza de aranceles, los mayores precios de los bienes importados presionarían transitoriamente al alza la inflación. En el caso de EE.UU., esta mayor presión de costos importados se sumaría a las escasas holguras que ya presenta la economía, pudiendo derivar en mayores desequilibrios de cuenta corriente y presiones adicionales para adelantar el ritmo de normalización monetaria. Ambos resultados que el gobierno estadounidense busca evitar.

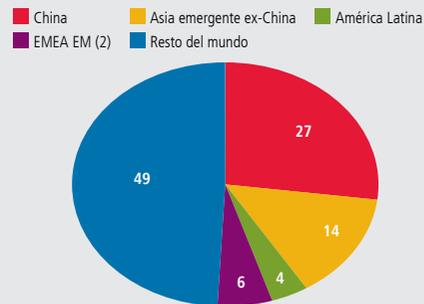
GRÁFICO I.10
Comercio entre EE.UU. y China
(porcentaje del PIB de cada país)



Fuente: Bloomberg.

Para aquellas economías que no están involucradas directamente, es importante diferenciar si su sector exportador produce bienes complementarios o sustitutos de los bienes gravados. Los primeros se verían negativamente afectados, mientras los segundos podrían verse beneficiados, reemplazando producción de otras economías. Desde el punto de vista macroeconómico, el impacto directo estaría asociado a qué tan integrada está cada economía a los procesos productivos globales. Estimaciones de JP Morgan^{3/} sugieren que un tercio de las exportaciones de China hacia EE.UU. corresponden a valor agregado fuera de esta economía. Las economías del este asiático podrían verse particularmente afectadas, tanto por su volumen de comercio con las economías directamente involucradas como por su ubicación en eslabones finales dentro de las cadenas de valor (gráfico I.11).

GRÁFICO I.11
EE.UU.: Balanza comercial por valor agregado (1)
(porcentaje del total)



(1) Datos publicados en el reporte "China trade in value added terms", el 18 de marzo del 2018.

(2) Europa, Medio Oriente y África.

Fuente: J.P. Morgan.

Una atención especial merecen los efectos sobre los mercados financieros y los precios de los activos, especialmente en circunstancias donde la Reserva Federal continúa avanzando en la normalización de su política monetaria. La incertidumbre asociada a las tensiones comerciales reduciría el apetito por riesgo, generando salidas de capitales desde las economías emergentes. Hasta ahora este ajuste ha sido selectivo y solo se han concretado efectos significativos en algunas economías vulnerables, como Argentina y Turquía. Para una economía con buenos fundamentos, como Chile, un posible riesgo se relaciona con un ajuste sincronizado de los precios de los activos de economías emergentes, como lo sucedido a fines de los noventa o durante la crisis financiera global. En este sentido, un escenario de mayor incertidumbre, condiciones financieras estrechas y un dólar apreciado, es particularmente negativo para los precios de las materias primas, y en especial para el cobre.

^{3/} Datos publicados en el reporte "China trade in value added terms", el 18 de marzo 2018.

Respuesta de China y riesgos latentes

En lo más reciente, las autoridades económicas en China han estado bajo presión por dos frentes: las amenazas de una guerra comercial con EE.UU. y una desaceleración mayor que la prevista del crecimiento económico. En este contexto, han vuelto a ampliar los estímulos, revirtiendo algunas de las medidas adoptadas durante el 2017 que intentaban limitar los riesgos asociados a un sobre endeudamiento y promover un crecimiento más balanceado y menos contaminante. En el plano monetario, su Banco Central ha guiado a la baja las tasas de interés y otorgado liquidez al mercado bancario mediante recortes en los requerimientos de reservas en dos oportunidades durante el 2018. A su vez, ha permitido la depreciación de la moneda —cercana a 10% desde marzo— sin mayores intervenciones, compensando parcialmente los mayores aranceles a los bienes chinos (gráfico I.12). En el plano fiscal, han flexibilizado los límites de endeudamiento de los gobiernos locales, permitiéndoles emitir deuda a menores tasas de interés y levantando restricciones para asociaciones público-privadas con el objetivo de estimular la inversión en infraestructura. Se suman reducciones tributarias a empresas y hogares por un monto aproximado de 1,3% del PIB y la flexibilización de restricciones medioambientales, lo cual ya se vio reflejado en un repunte transitorio de la producción industrial.

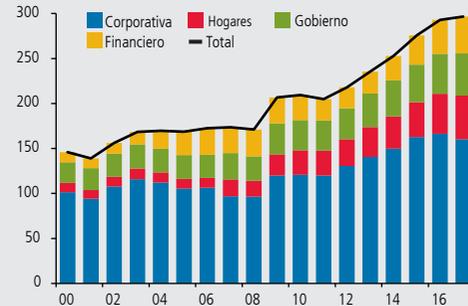
GRÁFICO I.12
China: Tipo de cambio nominal (*)
(serie original; índice, 31/12/2014=100)



(*) Aumento indica depreciación.
Fuente: Bloomberg.

¿Cuánto espacio tienen las autoridades chinas para ampliar los estímulos a la demanda? La mayor duda surge por el nivel que presentan algunos desbalances. Primero, el endeudamiento global de la economía se aproxima a 3 veces su PIB, lo que resulta muy elevado, especialmente para una economía emergente (gráfico I.13). Si bien esta deuda está denominada mayoritariamente en moneda local, una proporción elevada ha sido concedida por una industria informal o escasamente regulada. Segundo, si bien en el 2017 la cifra oficial de déficit fiscal se ubicó en torno a 4% del PIB, si se incluyen los balances de gobiernos locales podría superar 10% del PIB según estimaciones del FMI. Tercero, las expectativas de una mayor depreciación de la moneda podrían gatillar salidas de capitales, las que en el pasado han ocasionado pérdidas importantes de reservas internacionales. Como porcentaje del PIB, estas cayeron desde 37% en el 2014 a 25% en el 2017, un punto de partida menos holgado. Si bien algunos de estos riesgos lucen menos apremiantes que hace un par de años, dosis adicionales de estímulo aplicado sobre una economía que ha ido acumulando desbalances, en un contexto más incierto y con condiciones financieras menos holgadas para los emergentes, amplifican los riesgos en horizontes de mediano plazo.

GRÁFICO I.13
China: Deuda total
(porcentaje del PIB)



Fuente: Institute of International Finance.



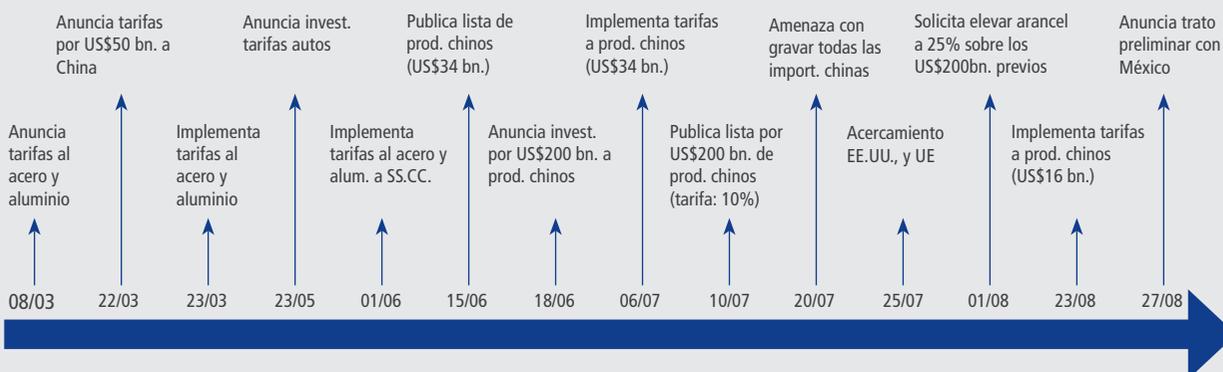
Consideraciones para Chile

El conflicto comercial podría afectar a Chile a través de varios canales. Un escalamiento del conflicto ciertamente llevaría a la reducción del crecimiento de los socios comerciales de Chile, en particular de China, y/o a un incremento de los riesgos de mediano plazo, más allá de los efectos particulares que pueda tener en sectores exportadores específicos de nuestra economía —dependiendo de si produce bienes complementarios o sustitutos de los productos gravados. También podría generar un deterioro significativo de las condiciones financieras para el mundo emergente. Además podría llevar a una reducción sostenida del precio del cobre por debajo su nivel de largo plazo. Este encuadre externo generaría peores términos de intercambio, una depreciación del peso (que opera como

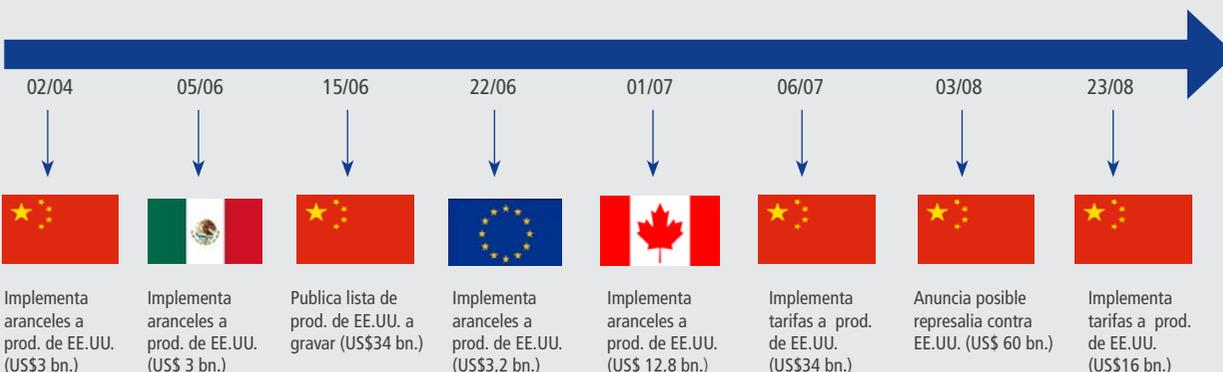
estabilizador automático) y menores perspectivas de crecimiento, especialmente por un ajuste a la baja en la inversión. Los efectos sobre la inflación no son del todo evidentes. La depreciación generaría presiones alcistas de corto plazo, mientras que el menor crecimiento ampliaría la brecha, generando presiones desinflatatorias de mediano plazo. La respuesta apropiada de política monetaria frente a este escenario depende en buena medida de la magnitud y persistencia relativa de estos *shocks* y su impacto en las expectativas de inflación. La economía chilena cuenta con un marco de política económica que le permite absorber los *shocks* externos y reducir sus efectos negativos, en particular un tipo de cambio flexible y una política monetaria basada en una meta de inflación a dos años plazo.



EE.UU.: Anuncios relevantes (*)



SS.CC.: Anuncios relevantes



(*) Los billones (bn.) corresponden a miles de millones.

Fuentes: Peterson Institute for International Economics (PIIE) y BCCh.

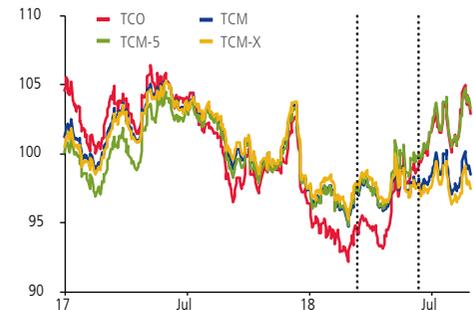
II. CONDICIONES FINANCIERAS

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

Las condiciones financieras externas continúan favorables en perspectiva histórica, pero se han estrechado para las economías emergentes, en especial para aquellas que se perciben con fundamentos macroeconómicos más débiles. Esto ha sido provocado por la conjunción de diversos sucesos: la intensificación del conflicto comercial entre EE.UU. y China, la divergencia en materia de política monetaria en el mundo desarrollado y conflictos geopolíticos, entre otros. Las tasas de interés y los premios por riesgo chilenos se han mantenido al margen de estos efectos, gracias al rol amortiguador que ejerce el tipo de cambio flotante, a que su ciclo de actividad se percibe más fuerte que el de otras economías emergentes y a que mantiene fundamentos macroeconómicos sólidos. Así, las condiciones financieras locales siguen favorables y continúan caracterizadas por bajas tasas de interés de colocación y un crecimiento moderado del crédito, en medio de indicadores cualitativos que reportan una mayor demanda y una oferta algo más laxa.

Como se indicó, las condiciones financieras externas permanecen favorables en perspectiva histórica, pero se han estrechado para las economías emergentes, en particular para las que se perciben con fundamentos macroeconómicos más débiles. Diversos factores han explicado este ajuste en los últimos seis meses. Entre los principales se encuentran las decisiones y anuncios de las autoridades monetarias en el mundo desarrollado, motivadas por las cifras conocidas de actividad e inflación que indicaban mayores presiones inflacionarias en EE.UU. y menores o similares en gran parte del resto de estos países. En este contexto, las expectativas de mercado apuntan a una mayor divergencia entre la política monetaria en EE.UU. y el resto del mundo desarrollado. Se suma la intensificación del conflicto comercial entre EE.UU. y China. También se agrega el surgimiento de nuevas tensiones geopolíticas. La combinación de estos factores ha aumentado la percepción de riesgo en los mercados financieros, se ha traducido en un fortalecimiento del dólar estadounidense y ha reducido las tasas de interés de largo plazo en varios países. Asimismo, se produjeron ajustes en los precios de las materias primas, así como en las plazas bursátiles, paridades y flujos de capitales en economías emergentes. En este contexto, los premios por riesgo han presentado leves alzas, pero permanecen bajos en perspectiva histórica (gráfico I.1).

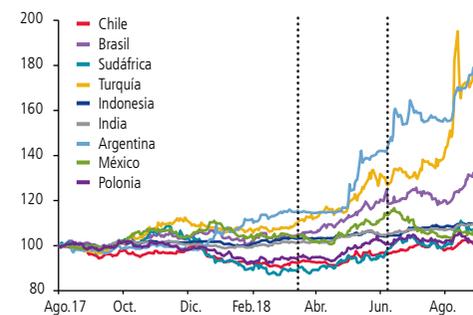
GRÁFICO II.1
Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (*)
(índice 2017-2018=100)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo y junio del 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2
Paridades (*)
(índice 01/08/2017=100)



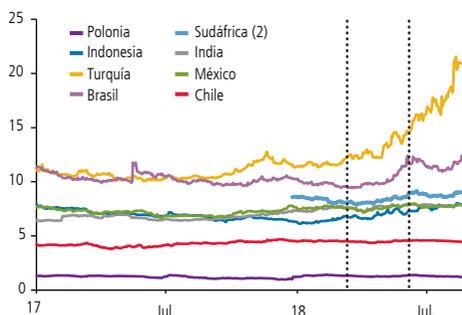
(*) Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico del IPoM de marzo y junio del 2018.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.3**Tipo de cambio real (*)**
(índice 1986=100)

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

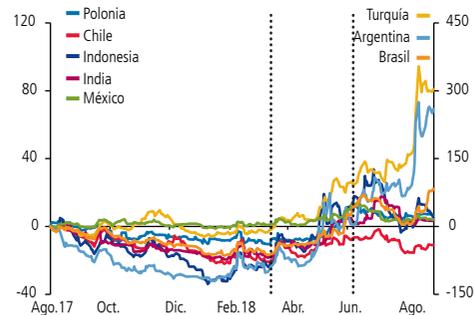
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.4**Tasas de interés de largo plazo (1)**
(porcentaje)

(1) Corresponden a tasas de interés de bonos de gobierno a diez años plazo. Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico del IPoM de marzo y junio del 2018.

(2) Se utiliza como proxy la tasa a nueve años.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.5**Premios por riesgo (*)**
(puntos base)

(*) Desvíos respecto del 01/08/2017. Medidos como CDS a 5 años plazo. Líneas verticales punteadas corresponden al cierre estadístico del IPoM de marzo y junio del 2018.

Fuente: Bloomberg.

Las consecuencias del ajuste en las condiciones financieras globales han sido más notorias en aquellas economías emergentes que se perciben con fundamentos macroeconómicos más débiles; o que se encuentran más expuestas comercial o financieramente a las tensiones comerciales; y/o que se han visto perjudicadas por factores idiosincráticos. Destacan los casos de Argentina y Turquía. Chile enfrenta la coyuntura actual con mejores condiciones macroeconómicas en términos de crecimiento e inflación, y en el balance de sus cuentas fiscales y externas.

En materia financiera, un tema que recibe atención en este tipo de situaciones es la deuda externa. Un examen acucioso al respecto requiere considerar no solo el nivel de pasivos externos, sino su naturaleza, los activos de contrapartes y la exposición a variaciones en tasas de interés y tipo de cambio. Así, si bien la deuda externa de Chile pareciera elevada en comparación con sus pares, un análisis detallado de sus características muestra que no refleja una vulnerabilidad ante un escenario de depreciación cambiaria más pronunciada. Además, la economía cuenta con una posición de inversión internacional neta favorable respecto de otras economías, emergentes y desarrolladas (Recuadro II.1). En todo caso, una economía pequeña y abierta como la chilena no está libre de nuevos episodios de estrés financiero en que, a diferencia de los ocurridos en los últimos meses, el mercado deje de diferenciar a las economías emergentes con fundamentos más sólidos de aquellas que no los tienen y los ajustes terminen permeando su economía. Los riesgos del escenario externo reafirman nuevamente la necesidad de que el país mantenga fundamentos macroeconómicos sólidos, en particular una senda de consolidación fiscal, niveles de endeudamiento sostenibles y una adecuada capitalización del sistema bancario.

La acotada reacción del mercado chileno a estos episodios de *shocks* financieros globales responde en gran medida al rol estabilizador que cumple el tipo de cambio flotante en el marco de política^{1/}. Así, el mayor cambio en el mercado interno ante las recientes turbulencias se reflejó en la depreciación del peso respecto del dólar de EE.UU., coherente con el fortalecimiento de la divisa estadounidense a nivel global y la baja del precio del cobre. En términos multilaterales la depreciación del peso fue menor, incluso con una apreciación respecto de otras emergentes y exportadoras de materias primas, dando cuenta de la mayor fortaleza relativa de la economía chilena. Así, al cierre de este IPoM, el tipo de cambio nominal se ubicó algo por sobre los \$660 por dólar (+5,4% en el período), mientras el TCM, el TCM-X y el TCM-5 aumentaron 1,6%, 0,7 y 4,5%, respectivamente (gráficos II.1, II.2 y tabla II.1). La depreciación real del peso también fue menor (cerca de 1% respecto del cierre del IPoM anterior) y continúa por debajo de sus niveles de largo plazo (gráfico II.3). Como supuesto de trabajo, se considera que, en el transcurso del horizonte de política, el TCR volverá a cifras en torno a su promedio de los últimos quince a veinte años.

En cuanto a las tasas de interés de largo plazo, durante el 2018 las a diez años (BCP-10) se han mantenido cercanas a los niveles alcanzados durante el último trimestre del año pasado, al contrario de los ajustes registrados en otras economías (gráfico II.4). Situación similar ocurre con varias de las medidas de riesgo local que, a diferencia de sus pares externos, se han mantenido

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

relativamente contenidas o han presentado ajustes más acotados y pausados (gráfico II.5). Las colocaciones de bonos —acumuladas en 12 meses— siguieron creciendo, principalmente por la emisión de títulos bancarios, especialmente en el mercado local. La emisión de deuda de las empresas siguió mostrando una tendencia al alza, tanto en el mercado interno como en el sector externo.

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

	Variación TCN IPoM septiembre 2018			
	IPoM Jun.18	IPoM Mar.18	IPoM Dic.17	IPoM Sep.17
América Latina (excl. Chile) (2)	1,4	11,5	10,5	14,9
Brasil	6,7	23,6	23,4	27,3
Chile	5,4	10,4	4,8	3,4
Colombia	4,5	4,8	-0,2	0,9
México	-5,6	1,4	0,5	6,9
Perú	1,0	1,4	1,8	1,9
Exportadores de commodities (2)	4,2	7,0	2,9	6,6
Australia	3,8	6,9	3,8	8,3
Canadá	0,7	1,0	2,3	3,9
Nueva Zelanda	5,2	9,5	3,2	9,3
Sudáfrica	13,3	21,7	2,5	9,6
Economías desarrolladas (2)	7,1	12,1	7,0	7,4
Eurozona	8,9	15,0	10,0	10,1
Japón	1,2	4,2	-1,2	1,2
Reino Unido	13,7	18,3	12,9	9,6
Otras economías emergentes				
China	7,0	8,3	3,6	3,0
Rep. Corea	4,4	4,7	2,2	-1,0
India	4,0	7,7	7,7	9,2
Indonesia	4,9	6,1	8,0	9,4
Polonia	1,3	9,4	4,0	3,1

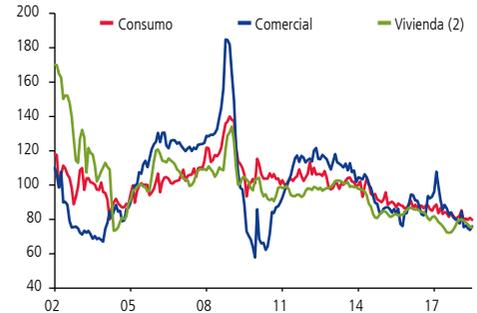
(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense. Para la comparación se consideran los últimos diez días hábiles a los cierres estadísticos de cada IPoM.
(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores WEO abril 2018.

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

Los mercados bursátiles han dado cuenta de mayores retornos en las economías desarrolladas, en particular en EE.UU., y de caídas en varias emergentes respecto de comienzos de año. En este contexto, la bolsa local (IPSA) también ha mostrado retrocesos, aunque algo más marcados en los últimos meses, los que coinciden con la mayor exposición de las empresas chilenas a las economías de Brasil y Argentina. Los movimientos recientes fueron similares a lo ocurrido, en promedio, en América Latina y algo mayores que los de otras economías emergentes.

En cuanto al crédito interno, las condiciones financieras locales permanecen favorables, en línea con el grado de expansividad que ha seguido entregando la política monetaria. Así, las tasas de interés de la mayoría de los segmentos se mantuvieron bajas y no registraron cambios significativos respecto del IPoM anterior (gráfico II.6). En las colocaciones, volvió a destacar el alza en la variación real anual de la cartera comercial, que se ubicó levemente por debajo de su promedio de los últimos diez años, explicada por una mayor incidencia del tipo de cambio. El segmento de consumo no mostró variaciones relevantes, mientras las de vivienda continuaron perdiendo dinamismo, aunque aún mantienen un mayor crecimiento respecto del resto de las carteras (gráfico II.7). Las colocaciones para comercio exterior —denominadas en dólares—

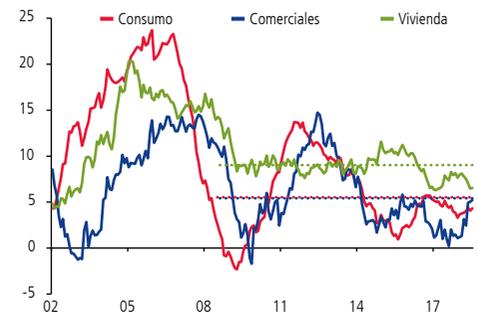
GRÁFICO II.6
Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(índice 2002-2018=100)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.
(2) Corresponden a colocaciones en UF.

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

GRÁFICO II.7
Colocaciones reales (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2013.
(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

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

GRÁFICO II.8
Comercio exterior
(porcentaje)

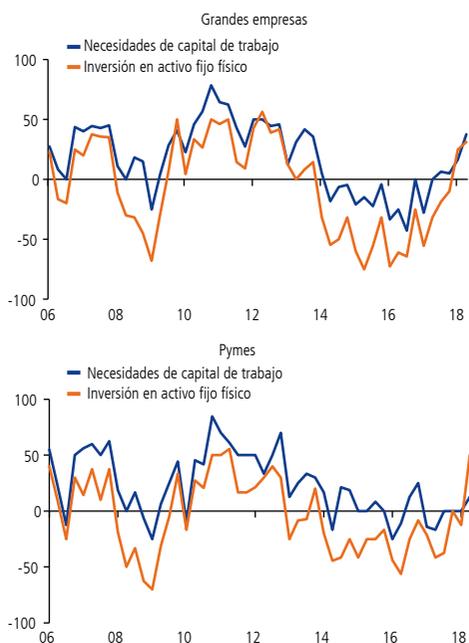


(1) En variaciones anuales.
(2) Tasas anuales en dólares de EE.UU.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.9**Factores que explican cambios en la demanda crediticia (1) (2)**

(balance de respuestas, porcentaje)



(1) Promedio de respuestas por trimestre.

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

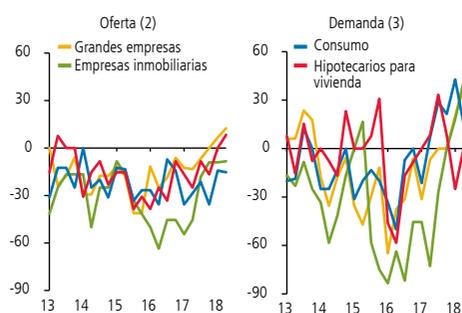
Fuente: Banco Central de Chile.

tuvieron tasas de interés que prosiguieron con la tendencia al alza que han venido mostrando desde mediados del 2016, en línea con la subida de la Libor. El mayor crecimiento anual de las colocaciones de esta cartera se explica principalmente por los créditos contingentes y para importaciones, mientras que los ligados a exportaciones incidieron negativamente (gráfico II.8).

Las medidas cualitativas de las condiciones financieras locales reflejan cierta mejora. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre del 2018 reportó una demanda algo más fortalecida en los segmentos de consumo y en las empresas inmobiliarias, grandes y pymes. En los últimos dos casos, entre los factores que explicaron estos cambios en la demanda crediticia destacaron las necesidades de capital de trabajo y la inversión en activo fijo (gráfico II.9). Por el lado de la oferta, la ECB dio cuenta de condiciones levemente menos restrictivas para los créditos hipotecarios y para las grandes empresas (gráfico II.10). Entre los entrevistados en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto se mantuvo la evaluación de que el nivel de las tasas de interés es bajo y favorable para el endeudamiento. Adicionalmente, los bancos consultados mencionaron mejoras tanto por el lado de la oferta como en la demanda de fondos, pero que aún no se reflejaban en un aumento relevante de las colocaciones efectivas. Por sectores, se sigue destacando el dinamismo del crédito automotriz y donde los bonos asociados se señalan como el principal determinante de los aumentos de las ventas de vehículos.

GRÁFICO II.10**Encuesta de crédito bancario (1)**

(balance de respuestas, porcentaje)



(1) Promedio de respuestas por trimestre.

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO II.1

VOLATILIDAD FINANCIERA Y DEUDA EXTERNA

Desde hace algunos meses, el escenario internacional muestra un deterioro de las condiciones financieras para las economías emergentes. Esto refleja, por una parte, la normalización paulatina de los estímulos monetarios en las economías desarrolladas, en particular EE.UU., y, por otra, un menor apetito por riesgo en un contexto de mayor incertidumbre respecto del alcance del conflicto comercial global. En un escenario de este tipo, las economías emergentes enfrentan un escenario de riesgo en que las condiciones financieras externas se ajusten abruptamente, observándose incrementos de las tasas de interés, salidas de capitales desde sus mercados y fuertes depreciaciones de sus monedas.

La economía chilena enfrenta esta coyuntura con buenos indicadores macroeconómicos. Ha retomado mayores tasas de crecimiento, muestra niveles de inflación levemente por debajo de la meta de 3%, y no presenta desbalances relevantes en sus cuentas fiscales ni externas^{1/}.

En materia financiera, un tema que recibe atención en este tipo de coyuntura es la deuda externa. Un examen acucioso al respecto requiere considerar no solo el nivel de pasivos externos, sino la exposición a variaciones en tasas de interés y tipo de cambio. Así, si bien la deuda externa de Chile pareciera elevada en comparación con sus pares, un análisis detallado de sus características muestra que no refleja una vulnerabilidad ante un escenario de depreciación cambiaria más pronunciada. Además, la economía cuenta con una posición de inversión internacional neta favorable respecto de otras economías emergentes y desarrolladas^{2/} (gráfico II.11).

A fines del 2017, la deuda externa total de la economía chilena llegó a algo más de 60% del PIB. Este es un nivel que se encuentra en la mediana de un grupo amplio de países emergentes y desarrollados. Del total de deuda chilena, una cifra en torno a 7%

del PIB corresponde a obligaciones del Gobierno Central. Sobre estas, es importante destacar su posición acreedora, al mantener activos en dólares que más que duplican sus pasivos y que se encuentran en instrumentos de alta liquidez^{3/} (gráfico II.12). Otra fracción —cerca del 9% del PIB— corresponde a deuda externa bancaria, cifra baja en comparación a otras economías emergentes. A su vez, los hogares cuentan con un importante stock de ahorro en el exterior a través de las inversiones de los fondos de pensiones. A julio del 2018, estos equivalían a cerca de 32% del PIB y una fracción relevante de ellos estaba en activos de alta liquidez. Por último, el 45% restante de la deuda externa chilena corresponde al sector corporativo no bancario^{4/}.

GRÁFICO II.11
Posición de Inversión Internacional Neta (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Datos para el 2017, excepto para Malasia, México, Brasil, Indonesia, Filipinas y China, donde datos corresponden al 2016.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

^{1/} El déficit de cuenta corriente del 2017 fue de 1,7% del PIB, y su proyección para el 2018 es de 2,2%. El déficit fiscal efectivo alcanzó 2,8% del PIB y para el 2018 el Ministerio de Hacienda proyecta que llegará a 1,7% del PIB.

^{2/} Para efectos de comparación internacional, los datos reportados en el gráfico corresponden a los informados por el Fondo Monetario Internacional. Los datos oficiales chilenos, que corresponden a las Cuentas Nacionales, muestran una situación más cercana al equilibrio.

^{3/} Además, se debe considerar que el Banco Central mantiene reservas internacionales del orden de US\$38 mil millones, también invertidas en activos de alta liquidez.

^{4/} La evolución de la deuda corporativa ha sido analizada en diversas instancias del Informe de Estabilidad Financiera. Por un lado, el análisis regular de dicho documento revisa la evolución del endeudamiento total, sectorial, su morosidad y descalce. Además, se han publicado diversos cuadros sobre esta deuda y los riesgos asociados a fluctuaciones cambiarias. Por ejemplo, "Descalce cambiario de firmas en monedas distintas al dólar", IEF 2016.2; "Descalce cambiario del sector corporativo no financiero", IEF 2014.2; "Dinámica reciente de deuda de empresas", IEF 2017.1.

GRÁFICO II.12
Activos y pasivos en dólares del Gobierno Central
(millones de dólares, de fin de cada período)



(1) Incluye Fondo de Estabilización Económica y Social, Fondo de Reserva de Pensiones, Fondo de Estabilización del Petróleo, Fondo de Infraestructura e inversiones en moneda extranjera del gobierno central.

(2) Incluye deuda emitida en dólares americanos y en euros.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

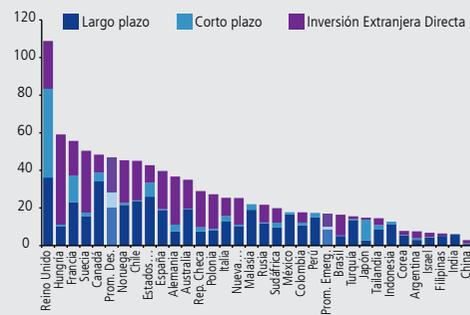
En comparación internacional, el nivel de deuda externa corporativa chilena es relativamente elevado si se le contrasta con el promedio de los países emergentes incluidos en el gráfico II.13 —17% del PIB—. De hecho, el nivel de deuda externa de Chile está más cerca del promedio de las economías desarrolladas del mismo gráfico —46% del PIB. Para juzgar de manera adecuada las potenciales vulnerabilidades detrás estas cifras, se debe dar una mirada más detallada a la composición de la deuda externa corporativa^{5/}. En primer lugar, casi la mitad de ella —21% del PIB— corresponde a obligaciones relacionadas con inversión extranjera directa —préstamos entre empresas relacionadas (matriz-filial). Por su carácter de relacionadas, el riesgo de refinanciamiento es menor que el asociado a deuda bancaria o a instrumentos de deuda pública (bonos). El resto de la deuda externa corporativa es, en su gran mayoría, de largo plazo —24% del PIB— y está mayoritariamente en manos de empresas que reportan sus estados financieros a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Considerando toda la deuda externa de las empresas que reportan a la CMF, es posible hacer un análisis detallado de sus características al separarlas por tipo de emisor (gráfico II.14). Primero, bajo esta separación, la deuda emitida por empresas públicas corresponde a poco más del 6% del PIB. Segundo, una fracción similar corresponde a empresas que llevan contabilidad en dólares, lo que refleja que esta es la moneda relevante para su actividad. En este caso, la emisión de deuda en moneda extranjera es la cobertura apropiada para aislar el efecto cambiario en su estado de resultados. Tercero, un porcentaje de

^{5/} Para mayor detalle del análisis, ver Fernández J. y F. Vasquez (2018).

la deuda que equivale a cerca de 4 puntos del PIB pertenece a deudores que poseen contabilidad en pesos. Sobre esto, es importante recordar que, como se menciona en los Informes de Estabilidad Financiera, estas empresas registran un descalce cambiario acotado, tanto en el promedio como en los extremos de la distribución. Así, la deuda externa de empresas con un descalce superior a 10% de sus activos solo corresponde a 0,3% del PIB. Esto se explica, porque las empresas que eligen financiarse parcialmente en moneda extranjera han implementado políticas de mitigación de riesgo cambiario a través del uso de contratos de derivados.

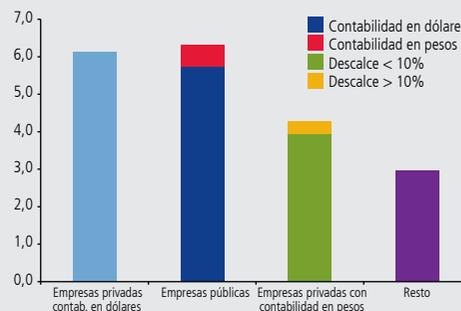
GRÁFICO II.13
Deuda externa corporativa (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Datos al 2017. Excluye deuda gubernamental y de empresas bancarias. Promedios simples para grupos de países desarrollados y emergentes.

Fuentes: Banco Central de Chile y Banco Mundial.

GRÁFICO II.14
Características de deuda emitida por empresas que reportan a la CMF (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Información al 2017.

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

Conclusiones

La deuda externa corporativa chilena es mayor al promedio de una muestra de economías emergentes, lo que se explica, en parte, por el mayor nivel de desarrollo del mercado financiero local. Una revisión más detallada a la situación de los principales agentes emisores de deuda externa corporativa revela que los riesgos de refinanciamiento y de volatilidad cambiaria son acotados, ya sea por el tipo de acreedor o por la ausencia de descalces cambiarios relevantes. Adicionalmente, se debe tener presente que parte importante del grupo de empresas que reporta a la CMF tiene inversiones en el exterior que se financian con deuda tomada en Chile. Por ello, analizar la deuda externa chilena como proporción del PIB puede distorsionar el riesgo de su refinanciamiento, pues parte del valor agregado se produce fuera del país. La utilización de indicadores financieros como activos y patrimonio aparece más recomendable.

Esto facilita el rol del esquema cambiario flexible como amortiguador de los *shocks* externos, a diferencia de otros países emergentes, precisamente porque tanto el sector corporativo como financiero tiene una cobertura adecuada —y monitoreada en forma permanente por los reguladores respectivos. De hecho, parte de los efectos de la exposición cambiaria se reportan en los estados financieros de estos emisores, tanto el realizado como el prospectivo.

Esto ayuda a explicar cómo desde la adopción de la flexibilidad cambiaria en 1999, la economía chilena ha experimentado varios períodos de depreciación relevante del peso, como en el 2008, 2013 y 2015, sin que se hayan producido problemas relevantes en el sector corporativo con deuda denominada en dólares. De este modo, junto con un marco de política monetaria basado en metas de inflación flexible, el tipo de cambio libre en un contexto de mercados financieros profundos son pilares fundamentales del diseño macroeconómico del país.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

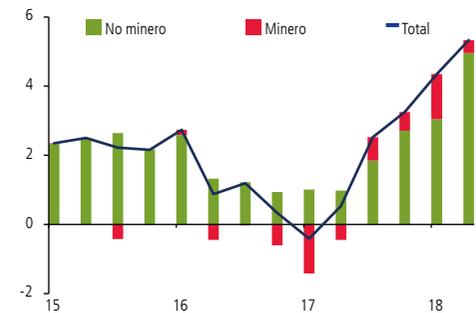
Este capítulo revisa la evolución reciente y las perspectivas de corto plazo para la actividad y la demanda, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

En el segundo trimestre del año, el crecimiento de la economía fue mayor que lo previsto en el IPoM de junio, con una sorpresa que se observó en varias líneas, como las ligadas al consumo, a la producción y comercialización de bienes transables, y a servicios relacionados con la inversión. Por sectores, el comercio, en especial el segmento mayorista, y los servicios empresariales lideraron el avance del PIB en el período. Por el lado del gasto, que también sorprendió al alza, ello se reflejó en gran parte en un mejor desempeño del consumo privado, de la inversión en maquinaria y equipos y en una importante acumulación de inventarios.

El Consejo estima que la brecha de actividad se ha cerrado a una velocidad mayor que la prevista en junio y su nivel absoluto —sobre el cual existe una incertidumbre elevada (Recuadro V.1)— se ubica cercano a cero. Otros elementos que contribuyen a evaluar las presiones inflacionarias indican que la economía aún conserva holguras de capacidad. Mediciones del uso de la capacidad instalada siguen dando cuenta de espacios y la inflación subyacente continúa acotada. El mercado laboral recién comienza recuperarse, y aunque se espera que lo siga haciendo en lo venidero, puede contener grados adicionales de holgura debido al importante flujo inmigratorio así como a la mayor participación de mujeres y trabajadores de mayor edad.

El comportamiento de la actividad en el primer semestre del año y una economía que crecerá en torno a un potencial más alto (Recuadro V.1), llevan a ajustar al alza el PIB estimado para el 2018. En el escenario base de este IPoM, este se expandirá entre 4 y 4,5% (3,25-4% en junio). Las expectativas privadas también han aumentado en los últimos meses. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) pasó de un crecimiento esperado de 3,8% en junio a 4% en agosto, cifra con la que concuerda buena parte de los analistas considerados en el pronóstico de Bloomberg. Para el 2019 y el 2020, los rangos de proyección son similares a los contemplados en junio: 3,25-4,25 y 2,75-3,75%, respectivamente.

GRÁFICO III.1
Crecimiento anual del PIB
(incidencias, puntos porcentuales)



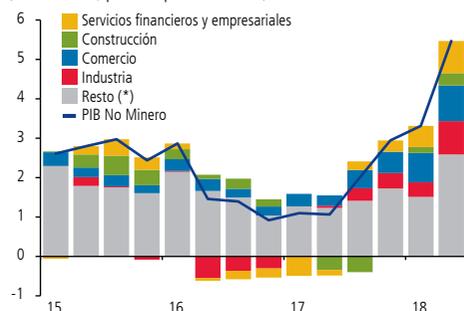
Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.1
Producto interno bruto
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2017				2018		
		2017	2016	I	II	III	IV	I
Agropecuario-silvícola	3,1	3,7	-3,9	-1,5	-2,7	-0,7	1,2	7,8
Pesca	0,7	-12,3	43,6	11,5	23,9	4,6	-6,5	10,5
Minería	10,1	-2,8	-17,4	-5,5	8,3	6,8	19,1	4,8
Industria	10,2	-2,4	0,1	0,5	2,6	3,5	3,2	7,3
EGA y gestión de desechos	3,1	2,0	1,0	2,5	3,8	5,4	5,6	5,0
Construcción	6,5	2,8	0,1	-4,7	-5,3	-0,1	2,5	4,6
Comercio	9,2	2,5	2,9	2,3	4,6	4,7	6,0	8,1
Restaurantes y hoteles	2,1	0,3	-0,2	1,3	1,5	2,1	4,6	3,7
Transportes	5,1	3,3	1,0	1,4	3,3	3,8	5,0	4,8
Comunicaciones y servicios de información	2,6	2,6	2,3	3,8	4,6	4,9	4,7	4,0
Servicios financieros	4,5	3,9	2,6	3,8	5,1	3,3	4,2	4,4
Servicios empresariales	9,7	-2,6	-5,7	-3,0	-0,4	1,2	3,3	5,4
Servicios de vivienda e inmobiliarios	7,8	3,0	3,5	2,7	2,9	2,3	2,3	3,2
Servicios personales (*)	11,9	4,9	3,3	2,8	2,8	4,1	4,7	4,5
Administración pública	4,7	3,1	1,4	2,4	1,9	1,9	1,2	0,9
PIB Total	100,0	1,3	-0,4	0,5	2,5	3,3	4,3	5,3
PIB no minero	89,9	1,6	1,1	1,1	2,0	2,9	3,3	5,5
PIB minero	10,1	-2,8	-17,4	-5,5	8,3	6,8	19,1	4,8

(*) Incluye educación, salud y otros servicios.

Fuentes: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Crecimiento anual del PIB no minero
 (incidencias, puntos porcentuales)


(*) Incluye agricultura, pesca, EGA, transporte y comunicaciones, servicios de vivienda, servicios personales, administración pública, IVA y derechos de importación.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.2
Demanda interna

(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

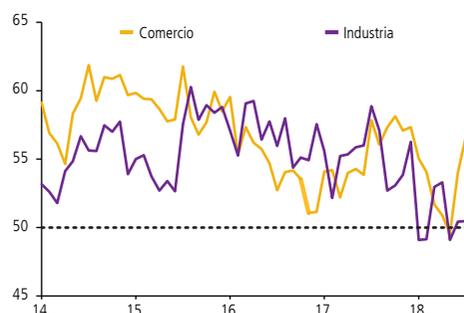
	Pond.	2017						2018	
		2017	2016	I	II	III	IV	I	II
Demanda interna	98,3	1,3	2,5	3,6	2,2	4,0	4,0	6,0	
Demanda interna (s/ivar.existencias)	97,8	2,1	1,3	1,1	1,8	3,0	3,3	4,8	
Formación Bruta Capital Fijo	21,6	-0,7	-2,3	-4,6	-0,9	2,7	3,1	7,1	
Construcción y otras obras	13,7	-0,7	-4,7	-6,7	-5,9	-1,7	1,9	4,0	
Maquinaria y equipo	7,9	-0,8	1,8	-0,8	8,1	10,8	5,2	12,5	
Consumo total	76,2	2,9	2,4	2,8	2,5	3,1	3,4	4,2	
Consumo privado	62,3	2,2	2,0	2,5	2,2	3,0	3,8	4,5	
Bienes durables	5,7	4,8	11,5	10,9	12,2	7,8	8,8	13,3	
Bienes no durables	26,3	1,8	2,0	2,3	2,1	2,7	1,6	2,6	
Servicios	30,3	2,1	0,4	1,1	0,7	2,4	4,8	4,5	
Consumo Gobierno	14,0	6,3	5,0	4,3	3,7	3,4	1,5	2,8	
Variación de existencias (*)	0,5	-0,7	-0,4	0,2	0,3	0,5	0,7	1,0	
Exportación bienes y servicios	28,7	-0,1	-4,4	-4,4	2,7	2,5	7,1	7,5	
Importación bienes y servicios	27,0	0,2	5,6	6,3	2,0	5,2	6,1	10,0	
PIB Total	100,0	1,3	-0,4	0,5	2,5	3,3	4,3	5,3	

(*) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulada en los últimos 12 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
IMCE: percepción de la situación actual de inventarios (*)

(serie original)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica una percepción del nivel de inventarios mayor (menor) al adecuado.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

ACTIVIDAD Y DEMANDA INTERNA

En el segundo trimestre del 2018 la actividad se expandió 5,3% anual. Con esto, acumuló un crecimiento de 4,8% en el primer semestre, que se compara con el 2,9% que promedió en la segunda mitad del 2017. Como se indicó en Informes previos, la baja base de comparación del primer semestre del 2017 daba pie para esperar un crecimiento elevado en el primero del 2018. El PIB minero —muy afectado por el paro en Escondida del año pasado— creció alrededor de 11,5% en el semestre. No obstante, el PIB no minero también mostró un crecimiento por sobre lo previsto, con sorpresas en varios de estos sectores (tabla y gráfico III.1). En lo principal, se apreció un mejor resultado de los rubros ligados a la inversión en maquinaria y equipos y al consumo, así como de ciertos servicios (gráfico III.2). Esto llevó a un mayor crecimiento de algunas líneas del comercio mayorista orientadas a la venta de maquinarias y equipos, sobre todo importados. También se reflejó en el buen desempeño del comercio automotriz. En los servicios empresariales, se observó un mayor dinamismo del componente de consultoría en arquitectura e ingeniería así como de los arriendos de maquinarias. Un impulso más acotado mantienen otras actividades relacionadas con la inversión en construcción, sector que tuvo un mayor incremento anual en el segundo trimestre, pero cuya velocidad de expansión se redujo a valores negativos.

En la industria, las ramas destinadas a la inversión también exhiben un desempeño más favorable, y recientemente se ha sumado un repunte relevante en ciertas líneas ligadas a la exportación. En particular, resalta el comportamiento de los segmentos alimenticio y vitivinícola, donde la vendimia mejoró respecto de años anteriores, lo que a su vez contribuyó al mayor avance del sector agropecuario. La pesca creció más, respaldada en especial en la actividad acuícola.

Por el lado del gasto, la demanda interna total creció 6% anual en el segundo trimestre del año (4% en el trimestre anterior), superando lo previsto en junio (tabla III.2). En esto incidió el ya mencionado incremento del gasto en transables y un aumento importante de las existencias, cuya variación alcanzó a 1% del PIB acumulada en un año (0,7% al trimestre previo). Este mayor stock obedeció, en gran parte, al fuerte impulso de las importaciones de bienes de capital e intermedios en los últimos meses. También resaltó la acumulación de ítems exportables, aunque asociada mayormente al antes señalado *shock* de oferta del sector vitivinícola. La percepción de la situación actual de inventarios por parte de los empresarios (IMCE) es de un nivel excesivo en el comercio y adecuado en la industria (gráfico III.3).

Descontada la variación de existencias, el gasto interno creció 4,8% anual en el segundo trimestre (3,3% en el previo). Por componentes, la formación bruta de capital fijo (FBCF) en maquinaria y equipos creció por sobre lo previsto, en línea con el comportamiento más dinámico de las importaciones de bienes de capital. De hecho, la mayor acumulación de inventarios de estos productos debería dar un impulso adicional a esta parte de la inversión en lo próximo. Por su lado, la FBCF en construcción y obras tuvo un crecimiento anual mayor que en el trimestre anterior, aunque en velocidades ha ido decayendo en el curso del año. Distintos indicadores de edificación se han visto más estables en

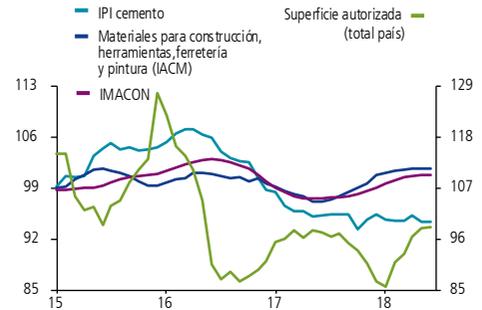
el último tiempo (gráfico III.4). El comportamiento del segmento habitacional siguió normalizándose, tras el auge gatillado por la entrada en vigencia del IVA en la construcción. Por el lado de los grandes proyectos, el Catastro de la CBC del segundo trimestre no contiene correcciones relevantes de la inversión prevista en construcción y obras de ingeniería para este año. Este revisa al alza los montos contemplados para el trienio siguiente, sobre todo para el 2021. En cuanto a las expectativas empresariales (IMCE) en la construcción, al contrario de otros rubros, se mantienen en terreno pesimista. De todos modos, resalta el reciente repunte del empleo en la construcción.

La revisión sectorial muestra que el crecimiento de la FBCF se habría concentrado en la minería. Al primer trimestre, se observa un alza del orden de 40% anual en la inversión en planta y equipo de compañías mineras. Incremento similar promediaron las importaciones de maquinaria destinadas a la minería y la construcción entre mayo y julio, por sobre el de las internaciones de bienes de capital totales —excluyendo transporte no regular— (gráficos III.5 y III.6). En términos cualitativos, el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto indica que quienes proveen bienes y servicios para la inversión minera reportan un desempeño que ha ido al alza durante este año, a diferencia del resto de los sectores. No obstante, algunos entrevistados agregan que las compras de maquinaria en curso corresponden a una reposición de capital necesaria para mantener las actuales operaciones y no para ampliar capacidad.

En cuanto al consumo privado de bienes, el componente habitual estuvo impulsado, principalmente, por el gasto en productos textiles y alimentos. El segmento durable retomó tasas de crecimiento de dos dígitos, con ventas de autos y otros ítems que han sido más dinámicas que lo previsto, e importaciones de este tipo de bienes que han tendido a estabilizarse en valores altos en los últimos meses. El crecimiento del consumo privado de servicios siguió en torno a 4,5% anual en el segundo cuarto (gráfico III.7).

Respecto de los determinantes del consumo, mientras la confianza de los consumidores (IPEC) al cierre estadístico continuaba cercana al umbral neutral, la dinámica del mercado laboral comenzaba a mostrar algo de mayor dinamismo. Los datos del INE dan cuenta de un mayor crecimiento del empleo asalariado en lo más reciente, principalmente en el componente privado. Pese a esto, el desempleo aumentó, determinado por el mayor aumento de la fuerza laboral. El crecimiento anual de los salarios nominales sigue bajo en perspectiva histórica, pero sus velocidades mensuales han tendido a normalizarse tras los inusualmente bajos registros de fines del 2017 y comienzos del 2018. Otras fuentes cuantitativas de información muestran cifras algo más positivas que las del INE, con un impulso mayor del empleo y salarios que se desaceleran menos (gráfico III.8). En todo caso, las opiniones recogidas en el último IPN señalan bajas presiones de costos laborales, argumentando entre las posibles causas la optimización de procesos por parte de las empresas, la menor rotación laboral y el aumento de la oferta de mano de obra en algunos sectores. De cualquier manera, diversos eventos que han ocurrido en los últimos trimestres hacen difícil evaluar el real grado de holguras del mercado del trabajo, en particular el efecto que tiene la inmigración en los últimos años tanto en la fuerza laboral como en las presiones salariales. Esto constituye un fenómeno económico relevante en un horizonte de tiempo relativamente corto. Entre enero del 2015

GRÁFICO III.4
Indicadores de edificación (*)
(índice 2015-2018=100)



(*) Promedios de seis meses móviles de las series desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.5
Minería: inversión en planta y equipo (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) La información proviene de los estados financieros reportados por las empresas, a la Superintendencia de Valores y Seguros, en virtud de la Ley de Impuesto Específico a la Actividad Minera (Ley 20.026). En particular, el gasto de inversión se detalla en la nota de "Propiedades, planta y equipos" desde donde se registra las "adiciones de activos fijos" en forma de "planta y equipo" y "obras en curso", principalmente.

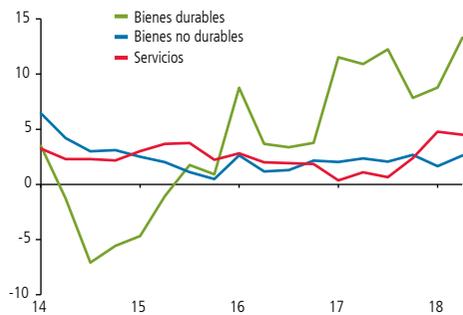
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.6
Importaciones de bienes de capital nominales
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



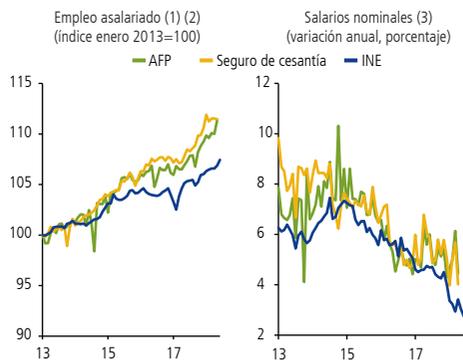
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.7
Consumo privado
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.8
Mercado laboral



(1) Series desestacionalizadas. (2) Para las AFP corresponde al número total de cotizaciones obligatorias por remuneraciones devengadas el mes anterior al informado y para el seguro de cesantía al número de cotizantes del mismo. (3) Para las AFP corresponde al ingreso imponible promedio, para el seguro de cesantía a la remuneración imponible promedio de los cotizantes del mismo y para el INE el promedio simple entre ICMO y el IR.

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

GRÁFICO III.9
Volúmenes de comercio exterior (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedios de dos trimestres móviles.

Fuente: Banco Central de Chile.

y diciembre del 2017, entraron al país cerca 700 mil migrantes, con lo que la población residente nacida en el extranjero pasó de 2,3% a 5,9% en tres años. En varias dimensiones, los inmigrantes no son en promedio demasiado diferentes a los trabajadores chilenos de edad comparable (Recuadro III.1).

Respecto de las condiciones crediticias locales, en la Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre, resaltó principalmente la mayor laxitud de las condiciones de otorgamiento crediticio en algunas carteras, sobre todo la hipotecaria, así como el fortalecimiento de la demanda en varios segmentos. Ello, en medio de tasas de interés y crecimiento de las colocaciones que continúan acotados en perspectiva histórica para los distintos usuarios de crédito.

El comercio exterior tuvo un alto dinamismo en el segundo trimestre, en especial por el lado de las importaciones. Estas aumentaron su expansión anual en ese lapso (10%; 6,1% en el primer trimestre), impulsadas por las compras de bienes intermedios y de capital. En particular, resaltan las internaciones de productos metálicos, maquinarias y equipos, combustibles y químicos, que contrastaron con la caída de las de vestuario y calzado. El incremento anual de las exportaciones se aceleró marginalmente (7,5%; 7,1% en el primer cuarto), liderado por los sectores minero —cobre esencialmente— y manufacturero, con avances del orden de 9% anual de sus volúmenes en ambos casos. Para las exportaciones industriales esto significó su mayor expansión en dos años, destacándose la incidencia de las de alimentos como salmón fresco y congelado (gráfico III.9). La combinación de estos resultados derivó en un saldo algo menos positivo de la balanza comercial en el segundo trimestre, con un déficit de la cuenta corriente sin grandes cambios (1,2% del PIB en el último año móvil; 1,1% al primer trimestre).

RECUADRO III.1

CARACTERIZACIÓN DE LA INMIGRACIÓN EN CHILE

En los últimos años, la economía chilena ha experimentado un fenómeno migratorio muy significativo. Estimaciones recientes del Departamento de Extranjería y Migración (DEM)^{1/} indican que entre enero del 2015 y diciembre del 2017 entraron al país cerca 700 mil inmigrantes, con lo que la población residente nacida en el extranjero pasó de 2,3 a 5,9% en tres años^{2/}. Los procesos migratorios pueden tener impactos económicos relevantes. El informe sobre crecimiento tendencial del Banco Central de septiembre del 2017^{3/} señaló que la inmigración podía ser un motor importante para el crecimiento de la economía chilena, compensando parcialmente el proceso de envejecimiento poblacional producto de la transición demográfica. Las cifras recientes revelan que este proceso se ha dado mucho más rápido de lo previsto.

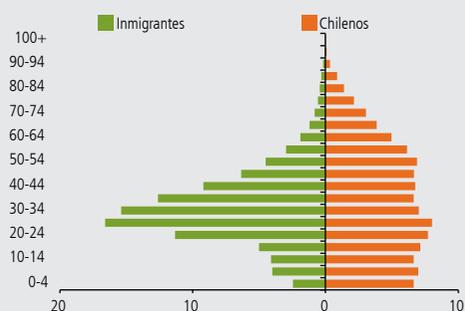
El análisis de los microdatos del Censo de abril del 2017 y las encuestas de empleo e ingresos del INE^{4/} arroja tres resultados principales respecto del perfil y la inserción económica de los migrantes en Chile^{5/}. Primero, en promedio, son más jóvenes que la población local y participan más en la fuerza de trabajo —coherente con las motivaciones económicas detrás de la decisión de migrar. Segundo, el nivel educacional de los inmigrantes es, en promedio, algo mayor que el de la población local comparable, e incluye personas con prácticamente todos los niveles educacionales. Tercero, aunque los inmigrantes parecen experimentar un período de ajuste tras su llegada, tienen en promedio una tasa de desempleo similar a la de los chilenos y su distribución en los distintos sectores económicos es similar a la de los trabajadores nacionales. Algunas de estas características contrastan, por ejemplo, con las experiencias de otros países que han recibido flujos importantes de inmigración, los que muchas veces tienden a concentrarse en niveles más bajos de

la distribución de educación y salarios, y en algunos sectores acotados de la actividad (Dustmann *et al.*, 2016).

Datos censales

De acuerdo con el Censo, los inmigrantes corresponden al 6,3% de la fuerza de trabajo. Los principales países de origen son Perú (25% del total de inmigrantes), Colombia (14%), Venezuela (11%), Bolivia (10%) y Haití (8%). A diferencia de los nacionales, cuya población está distribuida de manera relativamente homogénea entre los distintos grupos etarios, los inmigrantes son principalmente adultos jóvenes (gráfico III.10). Así, 60% de los extranjeros se concentra en el segmento entre 25 y 50 años de edad, mientras que los chilenos en este tramo son el 35%. Además, solo un 4% de los inmigrantes es mayor de 65 años, comparado con un 12% en los chilenos.

GRÁFICO III.10
Pirámide de población de chilenos e inmigrantes
(porcentaje de la población)



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

El nivel educacional de los inmigrantes es algo superior al de la población local. Comparando la población entre 25 y 50 años^{6/}, el 36% de los inmigrantes posee educación técnica superior y universitaria, cifra de 31% en los chilenos (gráfico III.11). Por nacionalidad hay importantes diferencias. Más de 60% de

^{1/} Como se documenta en Aldunate, Contreras, de la Huerta y Tapia (2018), el DEM estima que a diciembre del 2017 habían 1.119.267 inmigrantes en Chile.

^{2/} Para mayores detalles, ver Aldunate *et al.* (2018). Como referencia, la llegada de nuevos residentes en los últimos tres años hizo que Chile pasara de ser un país con inmigración baja para estándares internacionales a uno en que el porcentaje de extranjeros residentes supera el promedio mundial —en promedio, los extranjeros son el 3,3% en cada país— aunque todavía menor que el promedio de inmigrantes residentes en países de la OCDE (13,1%).

^{3/} Banco Central (2017).

^{4/} Un análisis más detallado, incluyendo otras dimensiones demográficas, se presenta en Aldunate *et al.* (2018).

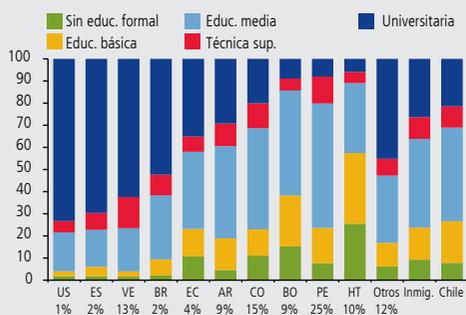
^{5/} Aldunate *et al.* (2018) también muestran como, en promedio, los migrantes más recientes no son significativamente distintos en calificación y participación laboral a los migrantes previos.

^{6/} Para aislar el efecto de las diferencias en la composición demográfica, las comparaciones de nivel educacional se hacen respecto de este grupo etario, y no de la población total.

los inmigrantes de EE.UU., España y Venezuela cuentan con educación universitaria, mientras que menos del 10% de los de Bolivia, Perú y Haití alcanzan este nivel educativo.

GRÁFICO III.11

Nivel educacional de los inmigrantes según su nacionalidad (*) (porcentaje de la población entre 25 y 50 años)



(*) Bajo los países se indica el porcentaje de cada nacionalidad dentro de los inmigrantes residentes entre 25 y 50 años, donde las siglas presentan Estados Unidos (US), España (ES), Venezuela (VE), Brasil (BR), Ecuador (EC), Argentina (AR), Colombia (CO), Bolivia (BO), Perú (PE) y Haití (HT).

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

Sobre la situación ocupacional, los inmigrantes tienen una tasa de participación laboral (80,2%) mucho mayor que la de chilenos (61,2%)^{7/} (tabla III.3). A pesar de que puede existir un período de ajuste en la llegada de un inmigrante al país, la tasa de desempleo es similar entre ambos grupos^{9/}. Tampoco hay grandes diferencias respecto del trabajo por cuenta propia (en torno a 20% del total para ambos grupos), mientras que la frecuencia del trabajo asalariado informal también es similar —29,4% de los ocupados chilenos comparado con el 25,3% de los inmigrantes^{10/}.

TABLA III.3

Participación en el mercado laboral de chilenos e inmigrantes (porcentaje)

	Inmigrantes		Chilenos	
	Censo	NENE (*)	Censo	NENE (*)
Tasa de participación	80,2	76,8	61,2	59,4
Tasa de desempleo	7,5	6,6	7,0	7,0

(*) Corresponde a la encuesta del período marzo-mayo del 2017.

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

^{7/} Información obtenida del Censo 2017. Esta es coherente con la información de la Encuesta de Empleo del INE (NENE), aunque como se discute en Aldunate *et al.* (2018), las encuestas del INE deben ser analizadas con cautela pues no están diseñadas para ser representativas de la población migrante.

^{8/} Aldunate *et al.* (2018) muestran que la mayor participación de los migrantes no solo se debe al hecho de que en promedio son más jóvenes, sino que también se observa cuando la comparación se hace para una categoría demográfica específica.

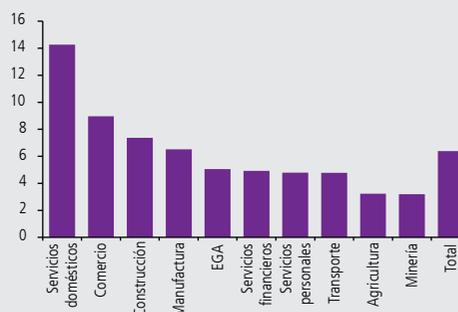
^{9/} Aldunate *et al.* (2018).

^{10/} Entre noviembre del 2017 y abril del 2018.

Respecto de su distribución por sectores económicos, se observa una participación diversificada que es comparable a la de la población local. De todos modos, se aprecia una mayor preponderancia en Servicios domésticos (14% del empleo total de ese sector) y Comercio (9%), y relativamente más baja en Agricultura y Minería (en torno a 3%) (gráfico III.12). La Encuesta Suplementaria de Ingreso (NESI) tampoco sugiere grandes diferencias, con medianas en promedio iguales entre el 2015 y 2017.

GRÁFICO III.12

Inmigrantes por sector económico (porcentaje de ocupados por sector)



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

Esta evidencia plantea áreas a investigar, en dimensiones que pueden ser relevantes para la trayectoria de la economía chilena. Por ejemplo, la literatura internacional (Lubotsky, 2007) sugiere que es posible que los inmigrantes inicialmente se empleen en puestos de trabajo por debajo de su calificación, convergiendo luego a empleos más acordes con sus habilidades. Esta transición puede contribuir a aumentar la productividad. Así, cuantificar este fenómeno puede ser un paso importante para entender de mejor manera la dinámica del crecimiento tendencial.

Conclusiones

La inmigración reciente a Chile es un fenómeno económico relevante en un horizonte de tiempo relativamente corto. Este Recuadro documenta que, en varias dimensiones, los inmigrantes no son en promedio demasiado diferentes a los trabajadores chilenos de edad comparable, y que se han integrado de manera fluida al mercado laboral.

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 RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En julio, la inflación anual del IPC aumentó a 2,7% (2,0% en mayo), en línea con lo previsto en el IPoM de junio. La mayor parte de este incremento respondió a la recuperación del crecimiento anual de los precios más volátiles. De hecho, el IPCSAE tuvo un aumento menor al de la inflación total, pasando de 1,6 a 1,9% anual entre mayo y julio, también acorde con lo previsto. Por grupos, el IPCSAE de bienes siguió mostrando tasas de variación anual levemente negativas (-0,2% a julio) y el IPCSAE de servicios creció algo por sobre 3% (3,1% a julio) (gráficos IV.1, IV.2 y tabla IV.1). En el escenario base, la trayectoria de la inflación anual se corrige al alza en el corto plazo respecto de lo considerado en junio, principalmente por la depreciación del peso y su impacto en los bienes transables. Así, la variación anual tanto del IPC como del IPCSAE llegará a 3% algo antes de lo previsto.

TABLA IV.1

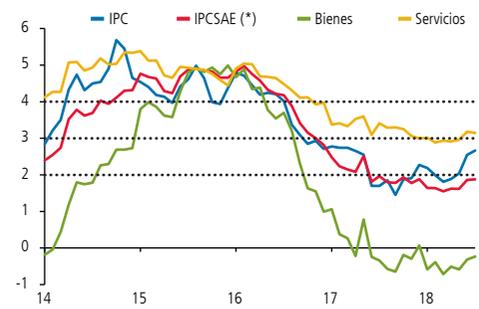
Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)

	IPC	IPCSAE (*)	Bienes	Servicios	Alimentos	Energía
2014 Prom.	4,4	3,6	1,6	4,9	6,9	5,5
2015 Prom.	4,3	4,7	4,4	4,9	7,2	-4,5
2016 Prom.	3,8	4,0	3,2	4,5	3,8	1,8
2017 Ene.	2,8	2,5	1,1	3,4	2,5	6,4
Feb.	2,7	2,2	0,4	3,4	3,5	5,6
Mar.	2,7	2,2	0,3	3,3	3,7	5,7
Abr.	2,7	2,1	-0,2	3,5	4,2	4,1
May.	2,6	2,5	0,8	3,6	2,6	2,8
Jun.	1,7	1,8	-0,2	3,1	1,3	1,6
Jul.	1,7	2,0	-0,3	3,4	1,0	1,1
Ago.	1,9	1,8	-0,6	3,3	1,2	4,1
Sep.	1,5	1,8	-0,6	3,3	-0,4	3,4
Oct.	1,9	1,9	-0,2	3,3	0,8	4,1
Nov.	1,9	1,8	-0,3	3,1	1,6	3,9
Dic.	2,3	1,9	0,1	3,0	2,5	5,3
2018 Ene.	2,2	1,6	-0,6	3,0	3,9	3,0
Feb.	2,0	1,6	-0,4	2,9	2,8	3,2
Mar.	1,8	1,6	-0,7	2,9	2,4	2,6
Abr.	1,9	1,6	-0,5	2,9	2,3	3,2
May.	2,0	1,6	-0,6	3,0	2,6	4,6
Jun.	2,5	1,9	-0,3	3,2	3,6	6,1
Jul.	2,7	1,9	-0,2	3,1	3,2	8,4

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

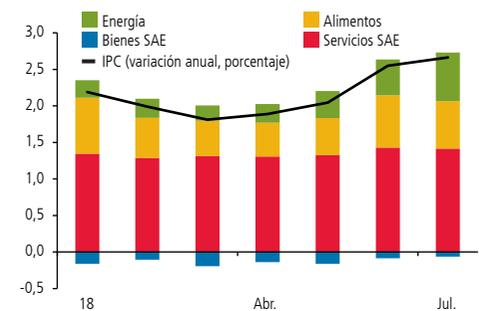
GRÁFICO IV.1
Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)



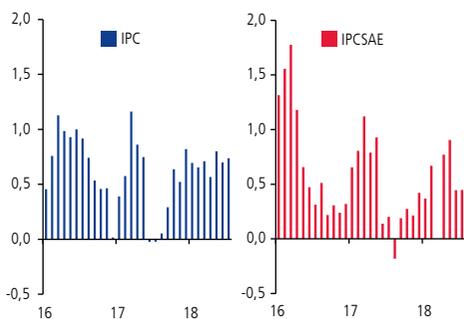
(*) Para su definición, ver Glosario.

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

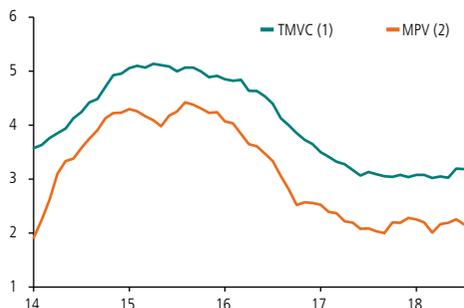
GRÁFICO IV.2
Incidencias en la inflación anual
(puntos porcentuales)



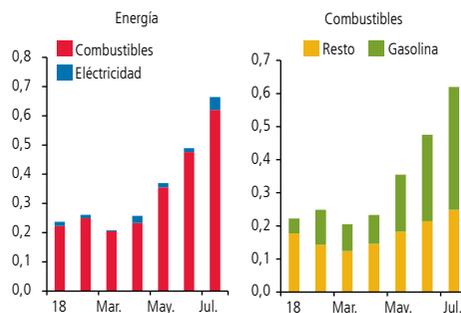
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.3
Inflación mensual
 (acumulada en tres meses móviles, porcentaje)


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.4
Medidas de tendencia inflacionaria
 (variación anual, porcentaje)

 (1) Medida podada de IPC que excluye las subclases más volátiles.
 (2) Medida podada de IPC que excluye las subclases con menores y mayores variaciones mensuales.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas

GRÁFICO IV.5
Incidencia anual de los precios de la energía en la inflación total
 (puntos porcentuales)


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Más allá del aumento en la variación anual del IPC total, distintas medidas de tendencia inflacionaria se observan estables en los últimos meses. Esto se aprecia al considerar la evolución de la inflación mensual acumulada en tres meses —tanto para el IPC como para el IPCSAE— y de medidas de tendencia inflacionaria que excluyen ítems con bajas o altas variaciones mensuales o los ítems más volátiles (gráficos IV.3 y IV.4).

Como se preveía, los elementos más volátiles de la canasta del IPC explicaron gran parte del aumento de la inflación anual. En el caso de los combustibles se debió al alza de su nivel internacional y en el de frutas y verduras frescas por una baja base de comparación ante el comportamiento distinto de lo habitual en igual período del 2017. Por un lado, la mayor incidencia del componente de energía obedeció, principalmente, al incremento del precio de los combustibles en pesos (gráfico IV.5). En ello se combina, el alza de sus valores a nivel internacional —en particular de la gasolina, cuyo valor es algo por sobre 25% superior al de un año atrás— y la depreciación del peso respecto de los valores de hace un año (en torno a 3% anual al cierre estadístico de este IPoM). Hacia adelante, se prevé que la inflación de combustibles seguirá aportando positivamente al IPC total, considerando que sus precios externos permanecerán en niveles superiores a los del año pasado y el TCR tendrá una trayectoria depreciatoria durante el horizonte de proyección, volviendo a cifras en torno a su promedio de los últimos quince a veinte años. Las tarifas eléctricas también aumentaron su contribución a la inflación total, sobre todo en julio. De acuerdo con el INE, ello respondió a cambios en las fórmulas tarifarias por parte de las empresas de electricidad y otras modificaciones legales de los cargos aplicados.

Los alimentos también aumentaron su incidencia en la inflación total anual, principalmente por un mayor aporte de las frutas y verduras. Ello, tal como se mencionó, por las bajas bases de comparación que dejó el inusual comportamiento de varios de estos precios a lo largo del 2017, situación que también se ha visto en algunos meses del 2018. En los próximos meses, este factor seguirá teniendo efectos significativos en el crecimiento de la inflación anual. Ello es particularmente relevante para septiembre, pues en el mismo mes del 2017 este componente registró una disminución mensual que no estuvo acorde a su patrón estacional habitual (gráfico IV.6). El resto de los alimentos mantuvo un aporte anual en la inflación similar al registrado hasta el IPoM anterior (en torno a 0,4 puntos porcentuales).

La variación anual del IPCSAE tuvo un incremento menor que la del IPC total, en línea con lo anticipado en el IPoM anterior. Ello, coherente con una economía que aún mantiene holguras de capacidad. El incremento del IPCSAE total se explica principalmente por una menor caída anual de su componente de bienes (-0,2% en julio; -0,6% en mayo), que coincide con la depreciación del peso. Como ya se mencionó en junio, algunos de estos precios han tenido descensos más allá de lo que explicaría la evolución del tipo de cambio. Entre ellos, sigue destacando la disminución del precio de los automóviles nuevos —4% de la canasta del IPC, en torno a -5% anual en julio—. Respecto del componente de servicios del IPCSAE, aumentó levemente su variación anual y se ubicó en 3,1% en julio.

Por su parte, el cálculo del crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU) nominales, utilizando información de salarios tanto del INE como de las AFP, muestra un descenso en los últimos años, en línea con el aumento de la productividad media (gráfico IV.7). Los entrevistados en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) coinciden, desde hace varios trimestres, en una mejora de la eficiencia. Entre los factores que determinan esta evaluación, los consultados señalan inversiones conducentes a la mejora y/o automatización de procesos y la búsqueda de polifuncionalidad en sus trabajadores. En cuanto a la evolución reciente de los costos, los entrevistados en el IPN de agosto del 2018 concuerdan en que existen bajas presiones salariales ya sea por la menor rotación laboral o por el aumento de la oferta de mano de obra que ha reducido los salarios en algunos sectores. En cuanto a otros costos, los consultados siguen sin informar mayores cambios. Respecto de la depreciación del peso, la mayoría de los entrevistados indica que, si bien se observa mayor actividad en algunos sectores, la fuerte competencia en los mercados hace complejo el traspaso de estos aumentos del tipo de cambio a precios.

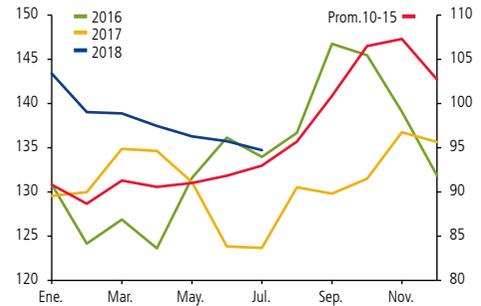
Las presiones inflacionarias provenientes de los precios externos son algo menores que la registradas hasta el IPoM anterior. Ello, principalmente, por la disminución tanto en niveles como en crecimiento anual del índice de precios externos (IPE) en dólares (6,7% en abril del 2018 versus 3,1% en junio). Por su parte, el precio de los bienes de consumo importados (IVUM), se ha mantenido relativamente estable en niveles, con un crecimiento promedio en torno a 1,5% anual los dos primeros trimestres de este año.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En el escenario base, la proyección de inflación se revisa al alza en el corto plazo, principalmente por la mencionada depreciación del peso. A diciembre de este año, se estima que el IPC se ubicará en 3,1% anual, tres décimas más que lo anticipado. De todos modos, es posible que en septiembre la variación anual del IPC tenga un salto de nivel relevante impulsada principalmente por factores puntuales. En particular, por las bajas bases de comparación que dejó el inusual comportamiento de algunos alimentos en el 2017. Respecto del IPCSAE, se estima alcanzará 2,7% anual en diciembre de este año (2,3% en junio), luego irá aumentando hasta llegar a 3% la primera mitad del 2019 (a fines del 2019 en el IPoM de junio). Una vez que ambos indicadores de inflación lleguen a 3%, se prevé que seguirán fluctuando en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección.

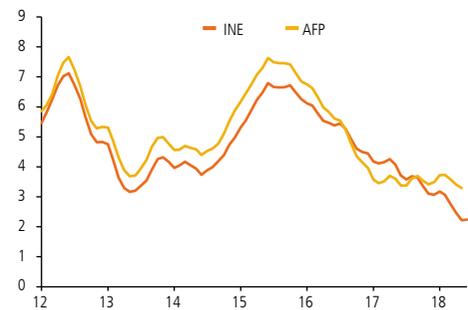
Las expectativas privadas de inflación aumentaron levemente en el corto plazo. A diciembre de este año, anticipan que la variación anual del IPC se situará entre 2,9 y 3,0% (entre 2,8 y 2,9% en el IPoM de junio). A un año plazo, las distintas medidas de expectativas se ubican entre 3,0 y 3,1% al cierre de estadístico de este IPoM (2,9% en junio). A dos años plazo, se mantuvieron en torno a 3% (gráfico IV.8).

GRÁFICO IV.6
IPC frutas y verduras
(Índice 2013=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

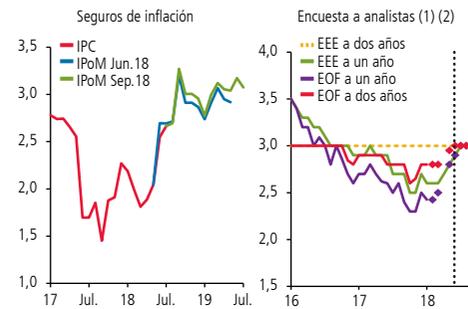
GRÁFICO IV.7
Costos laborales unitarios nominales (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio de doce meses móviles.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

GRÁFICO IV.8
Expectativas de inflación
(variación anual, porcentaje)



(1) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero, representada con rombos, considera la encuesta publicada después de cada RPM, excepto para el último dato que corresponde a la publicada antes de la RPM de septiembre 2018. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.

V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

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

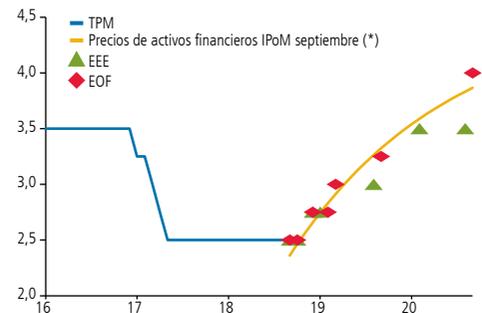
ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

El Consejo considera que la evolución de las condiciones macroeconómicas hace menos necesario mantener el actual estímulo monetario. En particular, el crecimiento mayor al previsto, junto con un mercado laboral que comienza a recuperarse, sugieren que la fortaleza de la economía es mayor a la estimada, lo que es congruente con una brecha de actividad que se ha cerrado más rápido y una inflación que tendrá una convergencia más pronta a 3%. Esto se da en un contexto en que el escenario base internacional tiene revisiones a la baja acotadas, más allá de que los riesgos que de él emanan se han incrementado.

El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que la Tasa de Política Monetaria (TPM) comenzará a aumentar en los próximos meses. Para el mediano plazo, el Consejo sigue estimando que en el 2020 la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral —entre 4 y 4,5%. En coherencia con esto, en su Reunión de Política Monetaria de septiembre el Consejo decidió mantener la TPM en 2,5% y comunicar que debería comenzar a retirar el estímulo monetario en los próximos meses. Como siempre, esta trayectoria no es un compromiso, sino que es contingente al cumplimiento del escenario base que aquí se delinea. Nueva información que modifique la trayectoria proyectada para la inflación implicarán cambios en la implementación de la política monetaria.

Las distintas medidas de expectativas de mercado respecto de la trayectoria que seguirá la TPM —encuestas a especialistas y precios de activos financieros— apuntan a que el estímulo monetario comenzaría retirarse a fines de este año. A un año plazo, la ubican entre 3,0 y 3,25%, mientras que a veinticuatro meses la sitúan entre 3,5 y 4%, lo que en el caso de la EOF significa un aumento de 50pb en relación al IPoM previo (gráfico V.1 y tabla V.1).

GRÁFICO V.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.1
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre
EEE (1)	3,00	3,00	3,50	3,50
EOF (2)	3,00	3,25	3,50	4,00
Precios de activos financieros (3)	3,19	3,32	3,80	3,87

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

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

(3) Para el IPoM de junio y septiembre del 2018 considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 08/06/18 y al 28/08/2018, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.2**

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

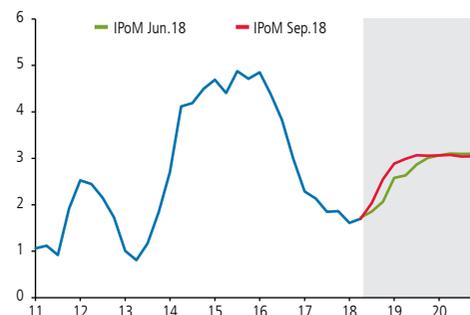


(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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

GRÁFICO V.3

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

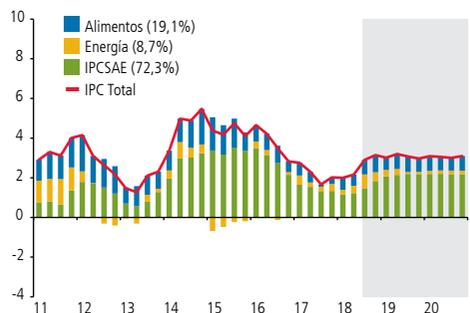


(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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

GRÁFICO V.4

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



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

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

CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN

La inflación ha consolidado perspectivas de convergencia más temprana a la meta, de la mano de un crecimiento económico que ha sido mayor al previsto y que ha reducido más rápido la brecha de actividad. En el corto plazo, el escenario base de este IPoM contempla una inflación más alta que en junio, principalmente por la depreciación del peso. El tipo de cambio nominal mostró un aumento cercano a 5,5% desde el cierre del IPoM de junio^{1/}. La depreciación real del peso ha sido menor (cerca de 1% respecto del cierre del IPoM anterior) y continúa por debajo de sus niveles de largo plazo. Como supuesto de trabajo, se considera que, en el transcurso del horizonte de política, el TCR volverá a cifras en torno a su promedio de los últimos quince a veinte años.

En el escenario base, la inflación anual del IPC e IPCSAE se revisan al alza para fines del 2018, y se adelanta su llegada a 3%. Esto considera que en septiembre el registro de inflación anual del IPC tendrá un salto de nivel transitorio, ubicándose por sobre 3%, dada la baja base de comparación que dejó el inusual comportamiento de algunos alimentos en el 2017. Hacia el 2019, el escenario base prevé que una vez alcanzado el 3%, ambos indicadores seguirán fluctuando en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección (gráficos V.2, V.3 y V.4).

EVALUACIÓN DE LAS HOLGURAS DE CAPACIDAD

La trayectoria prevista para la inflación es coherente con un escenario de brecha de actividad cercana a cero y holguras de capacidad que terminarán de cerrarse en el horizonte de proyección. Las sorpresas de los últimos trimestres han acelerado el proceso de cierre de la brecha de actividad, por lo que el Consejo estima que al segundo trimestre del 2018 la brecha se encuentra en niveles cercanos a cero (gráfico V.5). Se debe recalcar la importante incertidumbre que rodea a la medición del nivel de la brecha, ya sea por su propio carácter de variable inobservable, como porque los datos que alimentan su estimación y los mismos métodos de estimación van sufriendo modificaciones en el tiempo. Por ejemplo, utilizando el desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha como medida de incertidumbre, el rango que incluye el 50% de confianza de la estimación abarca ± 1 punto porcentual (pp) (gráfico V.6).

El grado de incertidumbre en torno a la estimación actual del nivel de la brecha refuerza la importancia de considerar otros indicadores que complementen este diagnóstico. Estos, apuntan a que, si bien se han reducido, la economía aún mantiene ciertas holguras. Por ejemplo, más allá de una recuperación reciente del empleo, el mercado laboral mantiene algún grado de rezago respecto del ciclo de la actividad, especialmente considerando el cierre más rápido de la brecha (gráfico V.7). No obstante, en los últimos años ha sido capaz de absorber un *shock* inmigratorio importante, cuyas implicancias para las holguras de la economía en el mediano plazo continuarán siendo monitoreadas (Recuadro III.1).

^{1/} Cifra calculada con la paridad promedio de los diez días previos al cierre estadístico (28 de agosto).

En general, mediciones alternativas apuntan a un cierre gradual de las holguras aún presentes en la economía. El IMCE muestra que en el uso de la capacidad instalada en la industria manufacturera se ubica levemente bajo 69%, inferior a su promedio histórico —cercano a 72%— (gráfico V.8). Información cualitativa recopilada en el marco del IPN también señala la existencia de capacidad ociosa, especialmente en el norte de país y en algunos sectores específicos.

El bajo nivel que ha mantenido la inflación subyacente también es reflejo de la persistencia de holguras en la economía. Medida por el IPCSAE, lleva un año bajo 2% anual (gráfico IV.1). En la misma línea, el IPCSAE de servicios, que habitualmente se estima está más ligado al estado de la brecha de capacidad, ha permanecido en torno a 3% desde fines del 2017. En términos de velocidades, este último componente ha mostrado valores más elevados en lo más reciente, aunque aún por debajo de sus promedios históricos cercanos a 4%. Ello responde a alzas puntuales en algunos ítems de servicios de transportes e indexados, que el escenario base asume se moderarán en lo venidero.

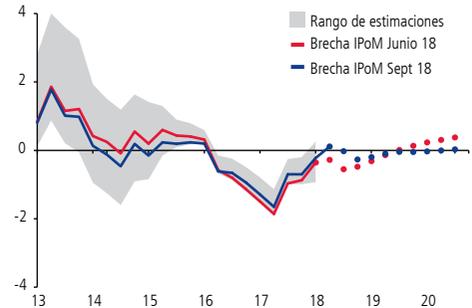
PIB POTENCIAL

Como es habitual en el IPoM de septiembre, el Consejo ha actualizado sus estimaciones del PIB potencial no minero. El PIB potencial se refiere al nivel actual de la capacidad productiva, incluyendo los diversos *shocks* de productividad transitorios y problemas de asignación de recursos que describen a la economía en un momento dado. Este concepto es el relevante para medir las presiones inflacionarias que podrían desviar a la inflación de su meta de 3%. El Consejo también evalúa el crecimiento tendencial, que es el que se da en ausencia de *shocks* transitorios de productividad y cuando los insumos se usan a su capacidad normal. Este es un concepto cuya aplicación es relevante a plazos largos, cuando la acumulación de *shocks* transitorios positivos y negativos tienden a cancelarse, lo que permite obviarlos del análisis. Dadas sus características, resulta natural que el PIB potencial deba modificarse con regularidad, mientras que el PIB tendencial sea revisado más esporádicamente. En esta ocasión, el Consejo sigue estimando que el crecimiento tendencial de la economía se ubica entre 3 y 3,5% para los próximos diez años^{2/}.

Respecto del PIB potencial, la revisión de la información histórica de Cuentas Nacionales, los datos del 2018 y la restimación de los modelos respectivos, hacen que el crecimiento potencial del PIB no minero se revise al alza para el 2018 y 2019. Para este año, el crecimiento potencial del PIB no minero se ubica en 3,1%, que se compara con un valor de 2,7% estimado hace un año. Para el próximo, el crecimiento potencial del PIB no minero es 3,2% (2,9% hace un año) (Recuadro V.1). Así, se proyecta que la convergencia entre el crecimiento potencial y el tendencial se dará antes que lo previsto.

^{2/} Una revisión de esta cifra se realizará una vez que se disponga de la actualización de las proyecciones de población basadas en el Censo 2017.

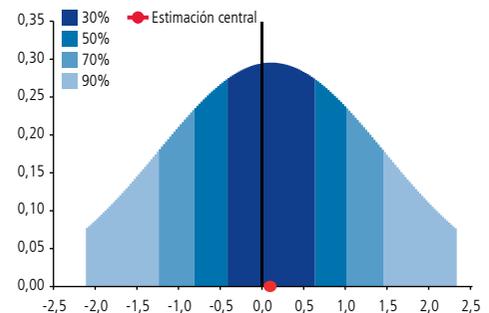
GRÁFICO V.5
Brecha de actividad (1) (2)
(puntos porcentuales)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.6
Rangos de incertidumbre de la estimación de la brecha para el segundo trimestre del 2018 (*)
(densidad de probabilidad)



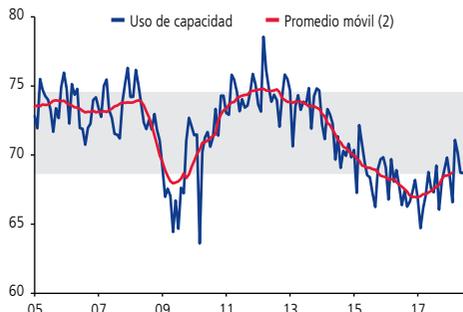
(*) Eje X contiene el nivel de brecha en porcentaje. Bandas de color indican intervalos de confianza de 30, 50, 70 y 90%.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.7
Creación de empleo asalariado privado
(variación anual, porcentaje)



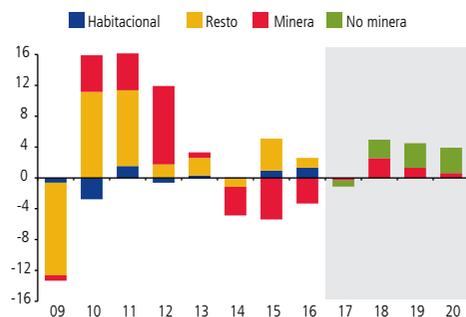
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO V.8**IMCE Industria: Uso de capacidad (1)**
(porcentaje de uso de capacidad instalada)

(1) Área gris corresponde a la media (71,6) +/- dos desviaciones estándar.

(2) Promedio móvil centrado +/- 6 meses.

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

GRÁFICO V.9**Incidenias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)**
(puntos porcentuales)

(*) Para el 2017 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para informar las proyecciones del 2018, 2019 y 2020 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

BRECHA Y ACTIVIDAD EN EL ESCENARIO BASE

En el escenario base, el Consejo estima que durante los próximos dos años la actividad no minera tendrá un crecimiento acorde con su potencial, con lo que la brecha de actividad fluctuará en torno a valores neutrales (gráfico V.5). Para el 2020, se dará la convergencia entre el crecimiento potencial y tendencial. Coherente con esto, proyecta un rango de crecimiento de 4 a 4,5% este año, 3,25 a 4,25% el 2019 y 2,75 a 3,75% el 2020.

Estos rangos consideran la información ya conocida del 2018, sus sorpresas al alza y las bases de comparación más exigentes en el segundo semestre del año. Además, suponen un escenario externo algo menos favorable que en el IPoM previo, una TPM que se mantendrá por debajo de su nivel neutral por varios trimestres más, una inversión que crecerá por sobre el aumento del PIB y la ausencia de desbalances macroeconómicos importantes. Respecto del mercado laboral, como ya se anticipó, se prevé una recuperación gradual. Como supuesto de trabajo, se sigue considerando que en el 2018 la economía recibirá un impulso fiscal coherente con el presupuesto vigente. Desde ahí en adelante, se supone que déficit estructural seguirá la senda de descenso definida por la autoridad.

Por el lado del gasto, comparado con el IPoM de junio, el escenario base ajusta al alza la formación bruta de capital fijo del 2018, pero mantiene la misma reducción gradual de sus tasas de expansión en lo que sigue del horizonte de proyección. Por sectores, destaca el mayor aporte que se proyecta para la inversión minera (gráfico V.9), en concordancia con el crecimiento cercano a 40% que mostró la inversión de este tipo de empresas al primer trimestre de este año. Un antecedente relevante a este respecto es el nuevo plan quinquenal anunciado por Codelco. En términos de componentes, los datos recientes mostraron un dinamismo mayor al esperado de maquinarias y equipos. Sin embargo, se estima que ello se moderará en atención a la depreciación cambiaria observada y proyectada en el escenario base. A esto se agrega que, de acuerdo con información cualitativa recopilada en el marco del Informe de Percepciones de Negocios, parte importante de la mayor inversión en maquinaria y equipos corresponde a una reposición de stocks y no forma parte de proyectos de inversión de gran envergadura. Por el lado de la construcción, la actividad del sector muestra un dinamismo acotado, pero con un empleo que ha ganado algo de empuje en el margen. De esta forma, la FBCF como porcentaje del PIB —tanto en términos nominales como reales— alcanzará a 21,7% este año y bordeará 22% el siguiente.

Por el lado del consumo, el escenario base prevé que su componente privado crecerá a tasas similares a las del PIB durante el 2018, 2019 y 2020. Esto considera que el consumo de bienes durables —en gran medida importados— tendrá tasas de expansión inferiores a las de la primera mitad del año afectada por la depreciación del peso. Ayudará a compensar este efecto el apoyo que el gasto de los hogares recibirá por la recuperación del mercado laboral prevista en el escenario base.

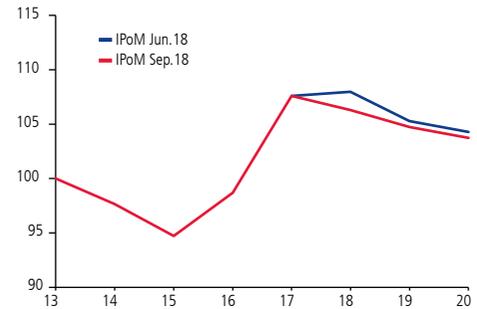
De este modo, en el escenario base, la demanda interna final crecerá 4,1% este año y 3,7% tanto el 2019 como el 2020. La cifra de este año considera que la importante acumulación de existencias que se observó en el segundo trimestre se normalizará a través de un mayor gasto —y no de un mayor PIB. Esto, dada la evaluación de los inventarios por parte de las firmas (IMCE) y el tipo de bienes acumulados.

El impulso externo que recibirá la economía chilena en el escenario base será algo menor al contemplado en el IPoM de junio. Ello, por la caída de los términos de intercambio, consecuencia directa de los menores precios del cobre implícitos en el escenario base. Por el lado de la actividad de los socios comerciales, los ajustes —si bien acotados— también son a la baja. Sobre las condiciones financieras estas seguirán estrechándose.

El precio del cobre ha tenido un ajuste mucho más rápido que lo previsto hacia niveles en torno a su valor de largo plazo. Esto ha provocado que los términos de intercambio (TDI) también hayan reducido su nivel con mayor celeridad que lo esperado. Así, si hasta junio se esperaba que la baja de los TDI se diera gradualmente entre el 2019 y 2020, en el escenario base actual ella se concentra en el 2018 y se prolonga —aunque con menor intensidad— en el 2019 y 2020 (gráfico V.10). El descenso del precio del cobre se explica en lo principal por temores sobre la fortaleza de la economía china y por el escalamiento del conflicto comercial que mantiene con EE.UU. Así, el escenario base considera que alcanzará un precio promedio de US\$2,95 la libra el 2018 y que tendrá precios promedio descendentes en los años siguientes, por debajo de lo previsto en junio. El precio del petróleo ha tenido movimientos dispares, y se mantiene en niveles por sobre los de principios de año. Hacia adelante el escenario base sigue considerando una trayectoria descendente, incorporando la respuesta que la oferta tendrá a los actuales niveles de precios y en línea con lo implícito en los contratos futuros de crudo.

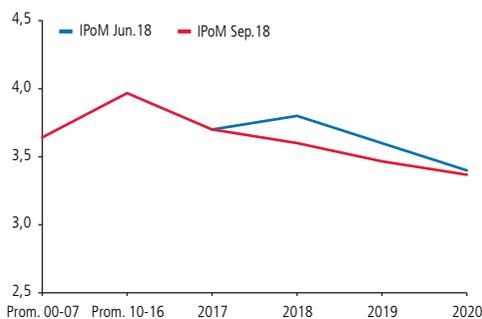
Por el lado de la actividad, las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales de Chile tienen bajas acotadas y siguen apuntando a tasas de expansión que se irán reduciendo en el 2019 y 2020. Con todo, el escenario base realiza ajustes en direcciones opuestas en algunas economías. Para el 2018 destaca el menor crecimiento previsto para América Latina, en particular Argentina y Brasil. La primera ha mostrado evidencias de una contracción económica relevante en lo más reciente, con una fuerte depreciación de su moneda—con efectos particularmente notorios en la actividad industrial—, la consecuente contracción de la política monetaria y mermas importantes en la actividad agrícola causada por la sequía que la ha afectado. La economía de Brasil, perjudicada por un extenso paro de camioneros y una situación política compleja, ha mostrado indicadores de actividad inferiores a lo previsto. El escenario base prevé que las dificultades que han presentado estas dos economías tendrán eco en las cifras de este año y el próximo, con lo que las proyecciones para el crecimiento de América Latina se ajustan a la baja en 8

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



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.11
Crecimiento socios comerciales
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

y 4 décimas en el 2018 y el 2019^{3/}, respectivamente. Las proyecciones para China también tienen correcciones, aunque más marginales, en el horizonte de proyección —de una décima tanto en el 2019 como el 2020—, con los consecuentes efectos en otras economías asiáticas que tienen fuertes vínculos comerciales con ella. En el mundo desarrollado, por el contrario, destaca el mejor desempeño de EE.UU., de la mano, entre otros, de un importante impulso fiscal, expectativas de consumidores que persisten optimistas y un mercado laboral estrecho. Así, las proyecciones para EE.UU. se ajustan al alza este año en 2 décimas, a 2,9%, mientras que en la Eurozona se realiza un ajuste a la baja, dando cuenta de las cifras conocidas hasta el momento. Con ello, los socios comerciales de Chile tendrán tasas de crecimiento de 3,6, 3,5 y 3,4% en el 2018, 2019 y el 2020, respectivamente (gráfico V.11).

Las condiciones financieras globales siguen favorables en perspectiva histórica, pero se han estrechado para las economías emergentes, en particular para aquellas que se perciben con fundamentos macroeconómicos más débiles. El dólar se ha apreciado en los mercados internacionales, en respuesta a la diferencia cíclica que se observa entre EE.UU. y otras economías desarrolladas y a la creciente preocupación por el escalamiento del conflicto comercial entre EE.UU. y China. El escenario base de este IPoM contempla que las condiciones financieras seguirán estrechándose gradualmente, pero que los inversionistas seguirán diferenciando a las economías emergentes con fundamentos más sólidos de aquellas que se perciben más vulnerables. En particular, la economía chilena enfrenta la coyuntura actual con buenos indicadores macroeconómicos en términos de crecimiento, inflación y del balance de sus cuentas fiscales y externas. La deuda externa corporativa chilena, algo mayor al promedio de las economías emergentes, es fruto de un sector empresarial más internacionalizado, y no representa una vulnerabilidad frente a escenarios de depreciación más pronunciada. Además, la economía cuenta con una posición de inversión internacional neta favorable respecto de otras economías emergentes y desarrolladas (Recuadro II.1).

Considerando los cambios en el escenario interno y externo, se proyecta que la cuenta corriente será similar a lo previsto en junio, observándose una ampliación moderada de su déficit: -2,2% el 2018 y -2,6 y -2,7% el 2019 y el 2020, respectivamente. Ello, reflejo principalmente del mencionado deterioro de los términos de intercambio. A precios de tendencia^{4/} el déficit de la cuenta corriente se ubicará en valores en torno a 3% del PIB.

^{3/} Argentina y Brasil representan el 45% del PIB de América Latina —10% Argentina, 35% Brasil—, de ahí la relevancia del cambio en sus proyecciones sobre el agregado de crecimiento de la región.

^{4/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras u las importaciones de combustibles considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valoriza utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio del cobre de largo plazo de US\$2,7 la libra y del petróleo de US\$70 el barril (Recuadros V.2 IPoM septiembre 2012 y V.1 diciembre 2015).

ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD

La estrategia de política monetaria coherente con la convergencia de la inflación a la meta es contingente al cumplimiento del escenario base que aquí se delinea. Como siempre, hay elementos internos y externos que podrían modificar estas proyecciones. Por un lado, desde el punto de vista de su incidencia en la actividad local, el balance de riesgos del escenario externo se mantiene sesgado a la baja. Al mismo tiempo, el Consejo considera que tanto el balance de riesgos internos para la actividad como para la inflación está equilibrado. La materialización de los riesgos —detallados en el Resumen de este IPoM— modificarían el escenario base y por tanto la trayectoria de la TPM (gráficos V.12, V.13 y V.14).

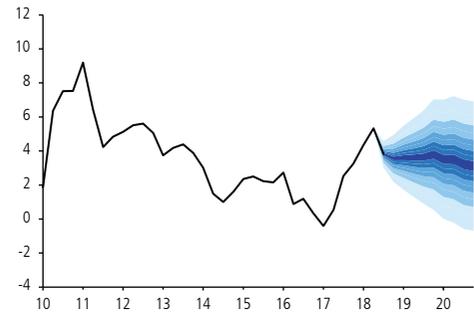
Si bien cualquier cambio en el escenario base debe evaluarse en su completitud, es posible cuantificar algunos posibles desvíos del escenario base y su efecto en las principales variables macroeconómicas.

Uno de los principales riesgos del escenario externo es un deterioro abrupto de las condiciones financieras para el mundo emergente. Un evento que puede gatillar este escenario es un incremento de las presiones inflacionarias en EE.UU. que lleve a la Reserva Federal a apurar el aumento de su tasa de referencia, ubicándola en 4% durante el 2019. En ese escenario, se podría observar alzas de los premios soberanos y una depreciación generalizada de las monedas emergentes, incluido el peso. Los efectos sobre la política monetaria no son evidentes. Por un lado, el aumento del tipo de cambio provoca una mayor inflación en el corto plazo, la que afecta parcialmente la inflación de mediano plazo a través de los mecanismos de indexación. Por otro lado, el menor impulso externo tiende a ampliar la brecha de actividad y provoca menores presiones inflacionarias. La respuesta adecuada de la política monetaria dependerá de cuál de estos efectos domine la dinámica inflacionaria hacia fines del horizonte de política.

Otra fuente de riesgo externo es un escalamiento del conflicto comercial. Sobre este hay distintos escenarios posibles. Primero, si los efectos de este evento se concentran en el comercio entre EE.UU. y China, no tendría mayor impacto para la política monetaria local. Segundo, distinto es el caso si se provocan efectos significativos en el crecimiento de China, los precios de las materias primas y la percepción de riesgo para los emergentes. Por ejemplo, si el crecimiento de los socios comerciales se redujera del orden de 1 pp en el 2019 y 2020 y el precio del cobre se ubicara en niveles más cercanos a US\$2,5 por un tiempo, esto, junto a un aumento del riesgo externo, daría paso a una importante depreciación del peso y una desaceleración del crecimiento interno. La respuesta de la política monetaria dependerá de cómo la combinación de estos *shocks* impacte la inflación hacia fines del horizonte de política. Tercero, puede darse un caso en el que a los efectos ampliados del conflicto comercial se suma un deterioro de las expectativas internas, adicionando un impacto negativo sobre la inversión en Chile. En este escenario, la depreciación inicial del peso es superior a la de

GRÁFICO V.12

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

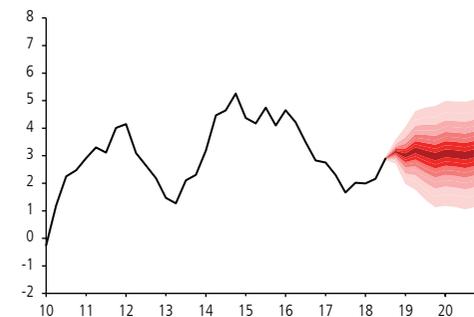


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009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

Fuente: Banco Central de Chile.

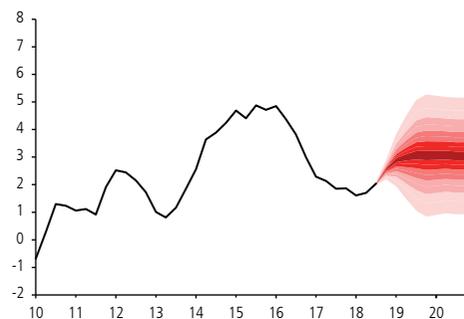
GRÁFICO V.13

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 base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que la TPM comenzará a aumentar en los próximos meses y que hacia el 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral (entre 4 y 4,5%).

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.14**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 base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que la TPM comenzará a aumentar en los próximos meses y que hacia el 2020 se ubicará en torno a su nivel neutral (entre 4 y 4,5%).

Fuente: Banco Central de Chile.

los eventos antes descritos, pero el deterioro de la actividad también lo es y sus efectos de mediano plazo sobre la inflación dominan en el horizonte de política. Por lo anterior, la política monetaria debería permanecer en una posición expansiva durante más tiempo que lo considerado en el escenario base.

En lo interno, la inversión ha sorprendido al alza y es posible que lo siga haciendo en adelante. Una fuente para ello es que se observe un dinamismo mayor y más próximo de la inversión en grandes proyectos y/o que las medidas de estímulo a la inversión promovidas por el gobierno rindan efecto. En un escenario en que la FBCF del 2018 y 2019 creciera del orden de un punto porcentual más que lo previsto, se podría observar en el 2019 un crecimiento de la actividad superior al 4% anual. Un evento de este tipo provocaría un aumento de las presiones inflacionarias —por su efecto en la brecha, al menos en el corto plazo— y haría necesario un retiro más acelerado del estímulo monetario actual.

Cada uno de los eventos descritos es una aproximación gruesa de un evento específico. Para su análisis más completo deben considerarse los efectos en más variables que las aquí descritas, sin dejar de lado que podrían darse escenarios en que estos eventos se combinaran. Como siempre, el Consejo reitera que revisará eventuales desviaciones del escenario base que puedan poner en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección y que requieran por tanto ajustar la trayectoria para la TPM. Así, 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 V.1

ESTIMACIÓN DEL CRECIMIENTO POTENCIAL Y LA BRECHA

El Consejo revisa sus estimaciones de crecimiento potencial en el IPoM de septiembre^{1/}. El PIB potencial se refiere al nivel de PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo. El Consejo también realiza regularmente estimaciones respecto del crecimiento tendencial, concepto que se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano plazo de la economía. En esta ocasión, no se ha revisado la estimación de crecimiento tendencial y sigue considerándose que se ubica entre 3,0 y 3,5% para los próximos diez años^{2/}. Es importante considerar que, en plazos largos, el crecimiento potencial converge al tendencial. Sin embargo, elementos transitorios que alteran la capacidad productiva, tales como *shocks* temporales a la productividad y limitaciones al uso de factores, generan diferencias en el corto plazo entre ambas.

Los principales resultados de esta actualización son los siguientes. Primero, el conjunto de evidencia disponible lleva a una revisión del crecimiento potencial del PIB no minero para los años 2018 y 2019, hasta cifras de 3,1 y 3,2%, respectivamente. Esto significa un alza tanto respecto de la estimación de crecimiento potencial del año 2017 (2,5%), como de las estimaciones hechas para el 2018 y 2019 en el IPoM de septiembre 2017 (2,7 y 2,9%, respectivamente; Tabla V.2)^{3/}. Segundo, no obstante el alza del crecimiento potencial, el importante ritmo de expansión de la primera parte del año ha ido cerrando la brecha de actividad a una velocidad mayor a la prevista. Así, al segundo trimestre del 2018 la brecha de actividad se encuentra en niveles cercanos a cero (gráfico V.5).

Crecimiento potencial y brechas de actividad

El cálculo del PIB potencial y de la brecha de actividad se realiza usando una serie de modelos estadísticos. En su mayoría, estos se anclan a la llamada Curva de Phillips, que describe la relación entre la inflación y la brecha de actividad^{4/}. En el último año, la

inflación subyacente se ha ubicado sistemáticamente por debajo de 2%, sin alejarse mayormente de lo proyectado^{5/}. Dado que la brecha es la diferencia entre el nivel efectivo del PIB no minero y su nivel potencial, una inflación contenida en un contexto de mayor expansión económica sugiere que parte de esta mayor expansión se corresponde con un aumento del PIB potencial. Esto es efectivamente lo que muestran diversas metodologías de estimación de esta variable inobservable, lo que además sugiere que la convergencia del crecimiento potencial hacia el tendencial está ocurriendo antes de lo previsto.

Finalmente, respecto de la brecha de actividad, luego de estimar que al segundo trimestre del 2018 se encuentra en niveles cercanos a cero, hacia el 2019 y 2020, se proyecta que la actividad no minera tendrá un crecimiento acorde con su potencial, con lo que la brecha de actividad fluctuará en torno a valores neutrales (gráfico V.5).

TABLA V.2
Estimaciones de crecimiento potencial y brechas de actividad para el PIB no minero

	PIB no minero (1)(2)		Potencial (2)		Brecha de actividad (2)(3)	
	Sept. 2017	Sept. 2018	Sept. 2017	Sept. 2018	Sept. 2017	Sept. 2018
2016	2,1	1,6	2,4	2,2	-0,3	-0,5
2017	1,3	1,9	2,5	2,5	-1,2	-1,1
2018	2,6	4,1	2,7	3,1	-1,5	-0,1
2019	3,6	3,2	2,9	3,2	-0,9	-0,1

(1) Proyecciones contenidas en el IPoM de cada año. Se considera el punto medio del rango de proyección cuando el sesgo es neutral y el primer cuarto si el sesgo es a la baja. Para el año 2017, corresponden a estimaciones para el PIB resto. (2) Promedio del año. (3) Corresponde a la diferencia en puntos porcentuales entre el nivel del PIB efectivo y el potencial.

Fuente: Banco Central de Chile.

Incertidumbre en la medición de la brecha

Al igual que el PIB potencial, la brecha de actividad es una variable no observable, por lo que su cálculo puede sufrir variaciones en el tiempo. En ocasiones, su reestimación puede señalar diferencias importantes con valores previos, incluyendo lecturas distintas de su nivel y dirección^{6/}. Las fuentes de revisión de la brecha pueden agruparse en tres categorías. Primero, por revisión de datos efectivos. El PIB no minero está sujeto a un

^{1/} Hasta el 2017, la estimación de crecimiento potencial se realizaba para el PIB resto —que excluía minería, pesca y electricidad, gas y agua. En diciembre del 2017, el Consejo decidió cambiar esta referencia por el PIB no minero (Recuadro III.1. IPoM diciembre 2017). Por esta razón, las estimaciones aquí presentadas corresponden a esa nomenclatura. En todo caso, esta modificación no tiene efectos relevantes ni sobre los resultados ni sobre el análisis aquí realizado.

^{2/} Para una explicación detallada de la metodología de cálculo de ambas variables ver Recuadros V.1 y V.2 del IPoM de septiembre 2015, sus minutas asociadas y el documento sobre la proyección de mediano plazo y los determinantes del crecimiento tendencial, Banco Central de Chile (2017).

^{3/} Ver Recuadro V.1, IPoM septiembre 2017.

^{4/} Se reestiman los modelos de crecimiento potencial detallados en el IPoM de septiembre 2015 y en Albagli et al. (2015).

^{5/} Esto es aún más evidente en la inflación IPCSAE de servicios, la que está menos afectada por las fluctuaciones del tipo de cambio.

^{6/} Orphanides y Van Norden (2002), Chumacero y Gallego (2002).

proceso de revisión que alcanza a varios años —de hecho, la metodología de las Cuentas Nacionales chilenas puede implicar revisiones en el PIB hasta tres años más tarde de su publicación original, coherente con las prácticas internacionales en la materia. Esto implica que el PIB del año 2018 solo será un número definitivo en el 2021, y por ende la estimación de la brecha podría revisarse si cambian los datos observados. Segundo, el paso del tiempo permite ir incorporando nuevos datos en las series de tiempo utilizadas en los modelos de estimación, lo que provoca un cambio en la lectura respecto del crecimiento potencial y la brecha que arrojan estos métodos —el llamado error de estimación de tiempo real. Dichas revisiones se originan en el hecho que extender el número de observaciones entrega una mejor perspectiva de la tendencia de crecimiento de la economía, y por tanto, de sus niveles de crecimiento potencial en distintos momentos del tiempo. La literatura al respecto indica que este segundo elemento es incluso más relevante que el primero en las revisiones^{7/}. Tercero, los métodos mismos de estimación están sujetos a continuas revisiones en busca de incorporar mejores prácticas. Todo lo anterior lleva a que la estimación de la brecha en tiempo real está sujeto a revisión en el futuro y, más allá de su relevancia en el entendimiento de las presiones inflacionarias, se debe ser cuidadoso en la lectura de sus cambios de nivel y dirección.

Bullano, Fornero y Zúñiga (2018) realizan una estimación de la brecha para Chile considerando la incertidumbre histórica en su medición —el segundo factor de revisiones explicado anteriormente. Para obtener una cuantificación del tamaño esperado de la revisión de la brecha se realiza un ejercicio de estimación recursiva, incorporando progresivamente la información disponible y comparando estimaciones de brecha realizadas para una misma fecha —por ejemplo, para el año 2015 — en distintos momentos del tiempo — en el IPoM de septiembre 2015, 2016, etc. —. El uso de esta metodología da como resultado un rango que, con un 50% de confianza, incluye una amplitud cercana a ± 1 punto porcentual. Esto es, que la brecha al segundo trimestre del 2018, que según los datos hoy conocidos ya estaría cerrada, con un 50% de probabilidad podría ser un punto porcentual superior o inferior en las siguientes revisiones en un espacio temporal de tres años (gráfico V.6). Cabe destacar que la incertidumbre en la estimación más reciente es mayor a la de la estimación que se realiza hoy respecto de valores de la brecha en tiempos pasados. Este aspecto no dice relación con que la coyuntura actual sea especialmente incierta, sino más bien refleja que el error de estimación en tiempo real anteriormente referido se aminora a medida que nueva información es incorporada en la estimación (gráfico V.15).

^{7/} Orphanides y Van Norden (2002).

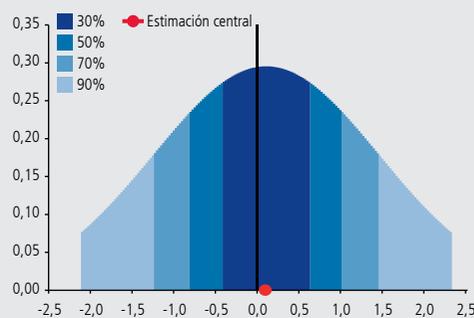
Por esta misma incertidumbre del análisis en tiempo real, al momento de analizar la evolución de las presiones inflacionarias, el Consejo considera un conjunto más amplio de antecedentes que den cuenta de la evolución de las holguras de capacidad^{8/}. En particular, si bien el mercado laboral ha mostrado una recuperación en el margen, este aún presentaría holguras comparado con el crecimiento más dinámico que ha mostrado la economía en los últimos trimestres^{9/}. Por otra parte, indicadores de uso de capacidad instalada continúan mostrando la presencia de holguras, y la inflación subyacente que se ha mantenido por debajo de 2% por más de un año (gráficos IV.1; V.6 y V.7).

Conclusiones

La economía ha mostrado un mayor crecimiento en los trimestres recientes, lo que es una buena noticia. Esta recuperación más rápida ha llevado a revisar el rango de crecimiento del PIB a una cifra entre 4 y 4,5% para el año en curso, y ha contribuido a un proceso de cierre de la brecha más rápido que el anticipado en IPoM anteriores. Para el mediano plazo, las perspectivas son coherentes con tasas de expansión en torno a su tendencia de largo plazo, reflejando el hecho que el mayor crecimiento también ha adelantado la convergencia entre el crecimiento potencial y dichos valores. Si bien existe incertidumbre respecto del nivel absoluto de la brecha en tiempo real —resaltando la importancia de informar el juicio respecto de las holguras remanentes en la economía con indicadores complementarios—, las buenas noticias de actividad sugieren que las holguras se han ido reduciendo, reafirmando que es menos necesario mantener el actual estímulo monetario.

GRÁFICO V.15

Rangos de incertidumbre de la estimación de la brecha (*) (densidad de probabilidad)



(*) Eje X contiene el nivel de brecha en porcentaje. Bandas de color indican intervalos de confianza de 30, 50, 70 y 90%.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{8/} Recuadro V.3. IPoM septiembre 2015.

^{9/} De hecho, la tasa de desempleo se encuentra en niveles muy cercanos a los de hace un año, y ha incluso aumentado para el segmento de la población de hombres entre 25-54 años. Al tener una oferta laboral más inelástica que otros segmentos de la fuerza de trabajo, el desempleo de este grupo tiende a reflejar mejor las variaciones en la demanda por trabajo.

RECUADRO V.2 CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

A lo largo del último año, la política monetaria se ha mantenido expansiva, con una TPM que se ubica en 2,5% desde mayo del 2017. El buen desempeño mostrado por la economía chilena durante los últimos trimestres ha llevado al Consejo a reevaluar su visión respecto de su fortaleza. En particular, el Consejo considera que la probabilidad de una recuperación persistente, coherente con el cierre de holguras, es alta. Consecuentemente, considera necesario que la política monetaria se vaya tornando gradualmente menos expansiva. En la revisión anterior incidieron de manera importante una reevaluación del estado de las holguras en el mercado laboral y una reestimación al alza del crecimiento potencial. Con esto, para este año se proyecta un crecimiento entre 4 y 4,5% y una inflación que convergerá a 3% antes que lo previsto en junio (gráfico V.16).

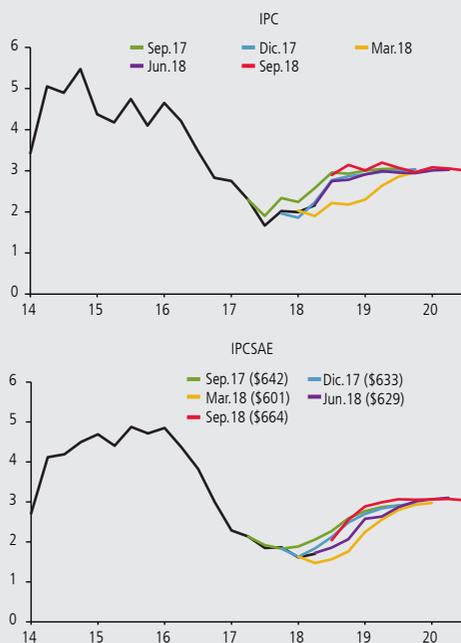
Adicionalmente, se debe agregar que los mejores datos de actividad, en conjunto con algunos *shocks* positivos sobre la inflación, han disminuido sustancialmente los riesgos para la convergencia de la inflación identificados en el pasado y que fueron la razón para una particular cautela en la normalización monetaria.

Entre el cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2017 y el del 2018, la inflación total pasó desde valores algo por debajo de 2% a cifras más próximas a 3%. Casi la totalidad del cambio se generó en una mayor variación anual de los precios más volátiles —los excluidos del IPCSAE. Esto fue determinado por dos grandes fuerzas. Por un lado, el mayor precio de los combustibles, dado lo que ocurrió con su valor en los mercados internacionales y por la depreciación del peso. Por otro lado, por la desaparición de las bajas bases de comparación que provocó el inusual comportamiento de los precios de algunas frutas y verduras frescas en el 2017. Así, la variación anual de los precios de la energía —aprox. 8,7% del IPC— pasó de 1,1% en julio del 2017 a 8,4% en julio del 2018, mientras que la de los precios de las frutas y verduras frescas —aprox. 3,6% del IPC— lo hizo desde -7,7 a 8,9% en el mismo lapso.

Por su parte, la inflación subyacente —IPCSAE— se mantuvo durante todo el último año por debajo de 2%, con una proyección que en los escenarios base de cada IPoM señalaba que su convergencia a 3% sería lenta y más bien hacia el final del horizonte de política monetaria de dos años. La posibilidad que algún nuevo *shock*, por ejemplo una apreciación cambiaria o un crecimiento más débil de la economía, retrasara aún más su convergencia y la de la inflación total, era el principal riesgo que mantenía como una opción válida un aumento del impulso monetario. De cualquier modo, ese aumento era de carácter acotado.

La visión sobre los riesgos sobre la inflación fue cambiando en la medida que los datos de los últimos meses han consolidado un mayor crecimiento de la economía, provocando un cierre más acelerado de la brecha. En particular para el 2018, el rango de crecimiento proyectado en los escenarios base de cada IPoM fue corrigiéndose al alza. Si en septiembre del 2017 se proyectaba

GRAFICO V.16
Evolución de la inflación proyectada (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) 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.
Fuente: Banco Central de Chile.



que este año la economía crecería entre 2,5 y 3,5%, el escenario base de este IPoM considera que lo hará entre 4 y 4,5%. Por componentes del gasto, el mayor cambio en la proyección se ha verificado en la formación bruta de capital fijo. Hace un año, se preveía un crecimiento de 3,2% para este año, el mismo que ahora se estima en 5%. Detrás de esta corrección ha sido relevante un mayor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos, y una recuperación algo más pronta de la inversión en construcción y obras. El consumo ha tenido una revisión menos marcada, pero de incidencia importante, pasando de una estimación de aumento de 2,8% a una de 3,8%. El fuerte dinamismo del consumo durable ha sido determinante en este cambio (tabla V.3).

TABLA V.3
Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2018

	Sep. 17	Dic. 17	Mar. 18	Jun. 18	Sep. 18
	(variación anual, porcentaje)				
PIB	2,5-3,5	2,5-3,5	3,0-4,0	3,25-4,0	4,0-4,5
Balace de riesgo actividad	equilibrado	equilibrado	sesgado al alza	sesgado al alza	equilibrado
Demanda interna	3,9	3,7	4,0	4,1	4,6
Demanda interna (s/var. existencias)	2,9	3,0	3,5	3,7	4,1
- Consumo total	2,8	3,0	3,5	3,6	3,8
- Formación bruta de capital fijo	3,2	3,1	3,6	4,5	5,0
Cuenta corriente	-1,8	-1,2	-1,4	-2,1	-2,2
	(porcentaje del PIB)				

Fuente: Banco Central de Chile.

Otro elemento que se ha observado ha sido una depreciación nominal del peso. A partir de comienzos de año, se comenzó a observar una normalización más rápida de las condiciones financieras internacionales, mayormente motivada porque persiste la divergencia de las políticas monetarias en el mundo desarrollado, por la diferente evaluación de las holguras de capacidad y las presiones inflacionarias que cada una enfrenta. En este ambiente, a lo largo del 2018 se ha ido incubando una mayor percepción de riesgo para las economías emergentes —con algunos períodos de alta volatilidad—, que ha afectado con más fuerza a las economías cuyos fundamentos aparecen más débiles. Se ha sumado la escalada en el conflicto comercial que mantiene EE.UU. con China, que en un contexto de crecimiento menor en esta última, también ha afectado el precio de las materias primas, en particular el cobre. En lo inmediato, el principal efecto de estos eventos ha sido una reversión más rápida de los términos de intercambio. El crecimiento de los socios comerciales chilenos ha tenido revisiones acotadas (tabla V.4).

TABLA V.4
Escenario internacional para el 2018

	Sep. 17	Dic. 17	Mar. 18	Jun. 18	Sep. 18
	(variación anual, porcentaje)				
PIB socios comerciales (*)	3,5	3,6	3,8	3,8	3,6
PIB mundial PPC (*)	3,6	3,7	3,9	3,9	3,8
Términos de intercambio	0,0	1,7	2,5	0,4	-1,2
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	275	295	305	310	295
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	49	56	61	66	66
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	52	61	64	73	72

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Chile, con un régimen de flotación cambiaria, ha absorbido estos *shocks* con movimientos de la paridad y escasos cambios en las tasas de interés e indicadores de riesgo. Así, entre fines del 2017 y el cierre estadístico de este IPoM, el peso se ha depreciado del orden de 10% en términos nominales. La mayor fortaleza relativa de Chile ha hecho que la depreciación real del peso haya sido mucho menor.

La depreciación nominal del peso tiene efectos en la proyección de inflación de corto plazo. Por un lado, la afecta directamente a través de los canales habituales de los precios de los combustibles y algunos bienes transables incluidos en el IPCSAE. Por otro, la mayor inflación de corto plazo, vía los mecanismos de indexación habituales, va traspasándose al resto de la inflación, en particular la de servicios.

Así, en la medida que la evolución del escenario macroeconómico fue disminuyendo los riesgos para la convergencia de la inflación, el Consejo dejó de considerar como opción una ampliación del estímulo monetario. Para el IPoM de junio del 2018, este era un escenario que ya había perdido bastante terreno y para la Reunión de Política Monetaria de julio las opciones de política monetaria ya no contemplaban una baja de la TPM. En el escenario base de este IPoM, se considera como supuesto de trabajo que la TPM comenzará a aumentar en los próximos meses.

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 la evolución del balance en el primer semestre del 2018, para luego presentar las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2018 y del 2019.

Los movimientos de cualquier cuenta del balance se pueden explicar por: a) flujos, relacionados con la extinción de ciertos derechos u obligaciones o nuevas transacciones, b) rentabilidad, que corresponde a los intereses ganados y c) reajustes, utilidades o pérdidas asociadas a cuentas indexadas al tipo de cambio o a la inflación. Debido a que alrededor del 97% de los activos corresponden a reservas internacionales, y 52% de los pasivos a pagarés e instrumentos de política (deuda), el Banco es deudor neto en moneda nacional y acreedor neto en moneda extranjera. Así, la rentabilidad del balance está determinada por la evolución del diferencial entre la tasa de interés internacional (rentabilidad de las reservas) y la tasa de interés interna o costo de la deuda. A su vez, las utilidades y pérdidas dependen también de la variación del peso frente a las monedas que constituyen las reservas internacionales. Actualmente, las monedas que constituyen el comparador se conforman principalmente de dólares de Estados Unidos (63,6%) y euros (16,8%), además de otras monedas como la libra esterlina, el yen, franco suizo, renminbí, won coreano, dólar australiano, dólar neozelandés y dólar canadiense.

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2018

En comparación con el cierre del 2017, durante la primera mitad de este año, los activos, pasivos y el déficit del patrimonio como porcentaje del PIB disminuyeron (tabla A.1).

Así, entre el 31 de diciembre de 2017 y el 30 de junio de 2018, el tamaño del balance disminuyó en \$402 mil millones, pasando de 13,9% a 13,2% del PIB entre ambas fechas. En los activos, las reservas internacionales disminuyeron en \$17 mil millones, explicado principalmente por una reducción de las cuentas vista de corresponsales en el exterior por \$699 mil millones, un mayor valor del portafolio de divisas por \$620 mil millones, mayores

reservas FMI por \$43 mil millones y depósitos en Derechos Especiales de Giro (DEG) por \$19 mil millones. Entre otras cuentas del activo, destacan las disminuciones de operaciones de créditos a instituciones financieras por el vencimiento de repos por \$302 mil millones y la deuda subordinada por \$146 mil millones. En los pasivos, aumentó la deuda de PDPC en \$2.179 mil millones, mientras que la deuda de largo plazo se redujo en \$1.513 mil millones. A su vez, disminuyó el uso de la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) en \$93 mil millones y otras obligaciones en \$793 mil millones, principalmente depósitos de los bancos comerciales en moneda extranjera.

TABLA A.1
Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados
(porcentaje del PIB)

	2015	2016	2017	Jun.18	2018 (f)	2019 (f)
ACTIVOS	17,7	16,5	13,9	13,2	13,1	12,5
Reservas internacionales	17,1	16,0	13,3	12,8	12,7	12,2
Pagarés fiscales y otros cré. a gob.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Instrumentos de política monetaria	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Otros Activos	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
PASIVOS	19,0	19,0	17,1	16,0	15,7	15,1
Pagarés con mercado secundario	8,5	8,9	8,3	8,3	7,6	6,7
Instrumento de política con bancos	3,5	2,3	1,8	1,2	1,3	1,3
Otros pasivos con bancos	0,4	0,7	0,2	0,3	0,3	0,3
Otros pasivos excepto base monetaria	0,8	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5
Base monetaria	5,7	6,1	6,2	5,6	6,1	6,3
PATRIMONIO (A+B+C)	-1,2	-2,5	-3,2	-2,8	-2,7	-2,6
A. Patrimonio inicial	-2,2	-1,2	-2,3	-3,1	-3,0	-2,5
B. Resultado Neto	1,0	-1,3	-0,9	0,3	0,3	-0,1
No financieros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Intereses netos	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
Por variación TC y de UF	1,4	-1,0	-0,5	0,5	0,6	0,0
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (*)	14,9	13,3	12,9	13,0	12,8	12,3

(*) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En términos de flujos, y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explicaron una disminución de la base monetaria por \$592 mil millones (tabla A.2).



TABLA A.2

Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)
(miles de millones de pesos)

	2015	2016	2017	Jun.18	2018 (f)	2019 (f)
1. Reservas Internacionales Netas	-120	878	-2.155	-793	-793	0
2. Instrumentos de política en MN	135	1.382	330	-495	658	1.122
3. Pagarés del Banco Central en dólares	0	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	777	-230	433	-97	-42	35
5. Otras operaciones en ME (3)	177	-839	2.155	793	793	0
Base Monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	969	1.191	763	-592	617	1.156
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+3+5) (4)	56	39	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 pagarés 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, este pasó de -\$5.783,3 mil millones al 31 de diciembre de 2017 (equivalente a -3,2% del PIB) a -\$5.171,6 mil millones al 30 de junio de 2018 (-2,8% del PIB). Ello se explica principalmente por ganancias asociadas a la depreciación del peso respecto de las divisas por \$844 mil millones. El resto se debe a pérdidas provenientes del diferencial de tasas de interés entre el interés pagado por la deuda y el interés ganado por las reservas internacionales (\$202 mil millones) y gastos de administración (\$24 mil millones), más costos de emisión y distribución de billetes y monedas (\$5 mil millones).

PROYECCIONES DE LOS BALANCES 2018 Y 2019

La proyección considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) no habrá operaciones de cambio durante el período de proyección; (ii) el saldo de los instrumentos de política monetaria, principalmente repos y depósitos de liquidez se mantendrá sin uso; (iii) la base monetaria evolucionará de forma coherente con el crecimiento de la economía y la inflación; y (iv) de acuerdo con el plan de deuda publicado en enero de 2018, durante este año no se realizarán colocaciones de deuda de largo plazo. Para el 2018 y 2019, se supone la absorción de los vencimientos y cupones pagados en el período, descontado el crecimiento esperado de la base monetaria con colocaciones de PDDB. Las operaciones con FPD se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos.

En el escenario base, en lo que resta de 2018 y durante 2019 la brecha entre las tasas de interés local y externa disminuirá levemente respecto al cierre del primer semestre de este año. Con estos supuestos, por concepto de intereses netos, se proyectan pérdidas patrimoniales de aproximadamente 0,2% del PIB para el 2018 y 0,1% del PIB para el 2019.

Para la proyección del Balance del Banco, se asumen paridades que se moverán de acuerdo con lo que indican sus valores forward al cierre de este IPOM.

Por el lado de la inflación, en el escenario base, a diciembre del 2018 y 2019 esta será 3,0%.

Con estos supuestos, se proyectan ganancias asociadas a cambios de valoración por 0,6% del PIB el 2018 y por 0,03% del PIB el 2019.

Con todos los supuestos descritos, para fines de 2018 se prevé un tamaño del balance de 13,1% del PIB. Para el 2019, se proyecta que el tamaño del balance se reducirá a 12,5% del PIB. A su vez, el patrimonio alcanzará un déficit de 2,7 y 2,6% del PIB para el 2018 y 2019, respectivamente.

Anexo B: Administración de las reservas internacionales

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile para apoyar su política monetaria y de estabilidad financiera. Su gestión busca proveer, en forma eficiente, un acceso seguro a la liquidez internacional, cautelando el patrimonio financiero del Banco, y conforme al marco legal definido en el artículo 38, del Título III, de su Ley Orgánica Constitucional.

Los objetivos de gestión de las reservas internacionales son: (i) mantener las reservas internacionales en instrumentos de alta liquidez, esto es, que puedan hacerse efectivos en el plazo más breve posible sin incurrir en costos de transacción significativos; (ii) que dichos instrumentos presenten riesgos financieros acotados de modo de que se limite la posibilidad de generar pérdidas, preservando el capital; (iii) que la composición de activos permita minimizar la volatilidad que se produce en el valor del patrimonio del Banco producto de los cambios en las paridades de las distintas monedas en que se invierte respecto del peso, y; (iv) reducir, en el margen, el costo de mantener las reservas.

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

En la administración de las reservas internacionales se aplican principios de segregación de funciones. La Gerencia de Mercados Internacionales participa en las propuestas 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 está encargada del perfeccionamiento de las operaciones de inversión, entendiendo por esto su registro, custodia, contabilización y generación de

todas las instrucciones de pago y/o movimientos de fondos que aseguren el cumplimiento de las obligaciones que se contraen.

Para el monitoreo diario del cumplimiento de las pautas y parámetros de inversión definidos por el Consejo, el Banco cuenta con una Gerencia de Gestión y Evaluación de Riesgos Financieros, que es independiente de las dos gerencias anteriores. La Gerencia de División de Mercados Financieros es quien propone al Consejo los cambios a la política de inversiones y supervisa el proceso de inversiones.

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, patrimonio de las instituciones, tamaño de mercado, razones de deuda y garantías explícitas.

TABLA B.1
Estructura referencial del portafolio de inversiones de las reservas internacionales según tipo de riesgo y comparadores

Estructura	Riesgo de crédito	Participación	Comparador referencial
Portafolio de liquidez de corto plazo	Soberano	24%	<i>Índice ICE BofA Merrill Lynch: Treasury Bills Index (unhedge)</i> Tramo de duración 0 - 1 año (100%) (USD)
Portafolio de liquidez de mediano plazo	Soberano	61%	<i>Índice Bloomberg Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge)</i> Tramo de duración 1 - 3 años (90%) Tramo de duración 3 - 5 años (10%) (USD, EUR, CAD, AUD)
Portafolio de diversificación	Soberano y Bancario	15%	<i>Índice Bloomberg Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge)</i> Tramo de duración 5 - 7 años (70,6%) Tramo de duración 7 - 10 años (9,4%) (USD, EUR, JPY, KRW, CHF, NZD, GBP) <i>Índice Bloomberg CGDRC:</i> Customizado para depósitos en CNH (20%)
Cartera total		100%	

Fuente: Banco Central de Chile.

Para alcanzar los objetivos de gestión se cuenta con una estructura referencial de portafolios definida de la siguiente manera: (a) portafolio de liquidez de corto plazo (24%); (b)



portafolio de liquidez de mediano plazo (61%) y; (c) portafolio de diversificación (15%). Estos portafolios constituyen el Portafolio de Inversiones de las Reservas Internacionales (tabla B.1). Dicho portafolio, sumado al portafolio de caja (saldos mantenidos en cuenta corriente por el Fisco, empresas públicas y empresas bancarias) y al portafolio de otros activos (derechos especiales de giro del FMI, oro certificado y otros), conforman el portafolio de reservas internacionales.

La composición referencial del portafolio de inversiones contempla un total de diez monedas: dólar de EE.UU. (63,60%), euro (16,75%), dólar de Canadá (4,575%), dólar de Australia (4,575%), yen (0,45%), franco de Suiza (0,75%), libra esterlina (1,50%), won de la República de Corea del Sur (3,00%), dólar de Nueva Zelanda (1,80%) y renminbi de China (3,00%).

En cuanto a riesgo de crédito, el comparador referencial contempla 97% en riesgo soberano y 3% en riesgo bancario, siendo este último únicamente depósitos denominados en renminbi de China. El riesgo de tasa de interés global del portafolio de inversiones, medido por duración modificada, es de cerca de 23 meses (tabla B.2 al final del Anexo).

Como complemento a la administración interna de las reservas, desde 1995 el Banco Central 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 2018, una porción del portafolio de inversiones (2,99%) 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.

En el primer semestre del 2018, el retorno anualizado obtenido por la gestión interna de las reservas internacionales fue de 1,00% medido en moneda de origen, cifra que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio. Al expresar los retornos en pesos, la rentabilidad anualizada es 11,3%, explicada por la depreciación de la moneda local respecto de la canasta de monedas en las que se invierten las reservas internacionales. Al expresar los retornos en dólares se obtiene una rentabilidad anualizada de -1,41% (tabla B.3), cifra que además de incorporar los rendimientos de los activos en moneda de origen, considera la trayectoria que tuvieron las paridades de los activos en que se invierte. En este caso, al

retorno positivo asociado a tasas de interés se suma el retorno negativo asociado a movimientos en paridades. En particular, se observó una depreciación de la canasta de monedas en las que se invierten las reservas internacionales respecto del dólar de EE.UU., con la excepción del yen de Japón (gráfico B.1). El retorno diferencial anualizado atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue 11 puntos base por sobre el comparador referencial.

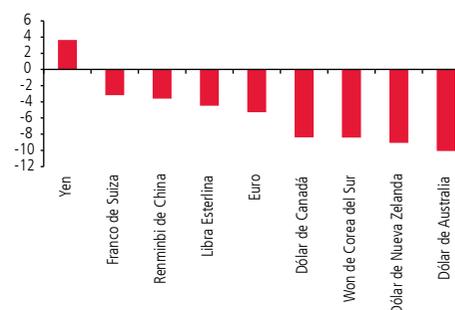
TABLA B.3
Retornos absolutos y diferenciales, gestión interna reservas internacionales (1) (2) (3)
(porcentaje)

Periodo	En moneda de origen		En dólares		Diferencia
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2018	1,00	0,80	-1,41	-1,52	0,11
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 2018 corresponden a retornos anualizados del primer semestre.
(2) Excluye tenencias en oro monetario, derechos especiales de giro, posición de reserva en FMI, acuerdos de créditos recíprocos 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*.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO B.1
Variación de monedas con respecto al dólar de EE.UU. (1) (2)
(porcentaje)



- (1) Variación anualizada de las monedas durante el primer semestre.
(2) Signo negativo (positivo) corresponde a una apreciación (depreciación) del dólar de Estados Unidos respecto de la moneda.

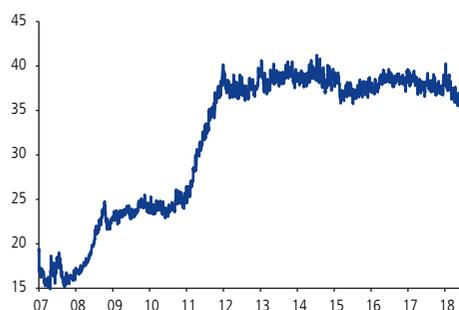
Fuente: Bloomberg.

Al 30 de junio de 2018, las reservas internacionales alcanzaron US\$36.986,9 millones (gráfico B.2). Del total de estas reservas, US\$34.759,6 millones correspondían al portafolio de inversiones, US\$1.152,3 millones al portafolio de caja y US\$1.074,9 millones a otros activos. Del total de reservas internacionales, 62,8% estaban invertidas en dólares de EE.UU., 15,9% en euros y 21,4% en otras divisas.

Al 30 de junio de 2018, las reservas internacionales totalizaron US\$1.995,7 millones menos que al cierre del 2017. Por una parte, se observó una disminución del portafolio de caja (US\$1.724,6 millones), cuya variación refleja cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco Central. Por otro lado, el portafolio de inversiones disminuyó en US\$311,4 millones respecto del cierre del 2017, explicado principalmente por la depreciación de la canasta de monedas en las que se invierte respecto del dólar de EE.UU. y compensado parcialmente 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\$40,3 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.

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

Tipo de Portafolio	Moneda	2017		2018	
		Dic.	%	Jun.	%
Portafolio de Inversiones		35.071,0	90,0	34.759,6	94,0
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	23,3	0,1	15,9	0,0
	Euro	0,3	0,0	4,2	0,0
	Dólar de Canadá	0,2	0,0	0,3	0,0
	Dólar de Australia	1,2	0,0	0,1	0,0
	Otras Divisas	810,7	2,1	772,3	2,1
Valores	Dólar de EE.UU.	22.260,3	57,1	22.055,6	59,6
	Euro	5.832,8	15,0	5.860,1	15,8
	Dólar de Canadá	1.662,1	4,3	1.661,4	4,5
	Dólar de Australia	1.679,9	4,3	1.497,3	4,0
	Otras Divisas	2.800,2	7,2	2.892,5	7,8
Totales	Dólar de EE.UU.	22.283,6	57,2	22.071,5	59,7
	Euro	5.833,2	15,0	5.864,3	15,9
	Dólar de Canadá	1.662,2	4,3	1.661,7	4,5
	Dólar de Australia	1.681,0	4,3	1.497,4	4,0
	Otras Divisas	3.610,9	9,3	3.664,8	9,9
Portafolio Caja		2.877,0	7,4	1.152,3	3,1
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	2.877,0	7,4	1.152,3	3,1
Otros Activos		1.034,6	2,7	1.074,9	2,9
Oro Monetario	Otras Divisas	10,2	0,0	9,9	0,0
DEG FMI	Otras Divisas	770,3	2,0	760,2	2,1
Posición Reservas FMI	Otras Divisas	251,1	0,6	304,8	0,8
Acuerdos de Crédito Recíprocos	Dólar de EE.UU.	2,1	0,0	0,0	0,0
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	0,9	0,0	0,0	0,0
Total Reservas Internacionales		38.982,6	100,0	36.986,9	100,0
	Dólar de EE.UU.	25.163,6	64,6	23.223,8	62,8
	Euro	5.833,2	15,0	5.864,3	15,9
	Dólar de Canadá	1.662,2	4,3	1.661,7	4,5
	Dólar de Australia	1.681,0	4,3	1.497,4	4,0
	Otras Divisas	4.642,6	11,9	4.739,7	12,8

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 2018, las inversiones en riesgo soberano representaban 88,4% del portafolio de inversiones, y se encontraban mayoritariamente en EE.UU. (59,7%) y Alemania (16,5%). Al cierre del periodo, las inversiones en riesgo supranacional representaban 9,1% y el riesgo de agencias 0,3%. El riesgo bancario, que representaba 2,3% del total del portafolio de inversiones, se encontraba en bancos de Alemania, China, Francia, Holanda, Singapur y Suecia (tablas B.5 y B.7^{1/}). Adicionalmente, se mantenía exposición a un *BIS Investment Pool* (BISIP) denominado en renminbi (equivalentes a US\$107,8 millones), gestionado directamente por el Banco de Pagos Internacionales. A través de este instrumento se tiene exposición al mercado de renta fija chino *onshore*.

^{1/} Las tablas B.5 y B.7 muestran el detalle del portafolio de inversiones desagregado por administración interna y externa



TABLA B.5

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

País	Soberano (1)	Bancario	Agencias (2)	Supranacionales (3)	Total
Alemania	4.921	189	60		5.170
Australia	1.243				1.243
Austria	137				137
Canadá	1.629				1.629
China	176	94			270
Corea del Sur	812				812
España	281				281
Estados Unidos	18.078				18.078
Francia	258	188			446
Holanda	0	94			94
Irlanda	182				182
Italia	2				2
Japón	530				530
Malasia	30				30
Noruega	15				15
Nueva Zelanda	424				424
Polonia	558				558
Reino Unido	280				280
Singapur	48	94			142
Suecia	1	94			95
Suiza	220				220
Supranacional	0			3.070	3.070
Varios	0	13			13
TOTAL	29.823	767	60	3.070	33.721

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - US\$462,3 millones), Export Development Canada (EDC / Canadá - US\$87,5 millones), Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - US\$137,3 millones), Japan Bank for International Cooperation (JBIC / Japón - US\$404,8 millones) e Instituto de Crédito Oficial (ICO / España - US\$13,4 millones). La exposición soberana en EE.UU. incluye recursos mantenidos en el FED de Nueva York por US\$1,9 millones (US\$0,4 millones en depósito *overnight* y US\$1,5 millones en cuenta corriente). Se incluye en el riesgo soberano de China US\$107,8 millones del instrumento BISIP-CNY, el que es gestionado directamente por el BIS.

(2) La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (US\$60,3 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: European Bank for Reconstruction & Development (EBRD - US\$9,9 millones), Inter-American Development Bank (IADB - US\$64,8 millones), International Bank for Reconstruction and Development (IBRD - US\$59,6 millones), European Investment Bank (EIB - US\$590,3 millones), Eurofima (US\$11,1 millones), Asian Development Bank (ADB - US\$26,4 millones) y Bank for International Settlements (BIS - US\$2.316,3 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2018, la composición de monedas del portafolio de inversiones era: 63,0% en dólares de EE.UU., 16,8% en euros, 4,7% en dólares de Canadá y 4,3% en dólares de Australia. El restante 11,2% estaba invertido en libras esterlinas, francos de Suiza, dólares de Nueva Zelanda, renminbi de China, won de República de Corea, yen de Japón y un 0,5% diversificado en otras monedas elegibles (tabla B.6).

TABLA B.6

Portafolio de administración interna: inversiones por moneda
(porcentaje)

Moneda	Participación (1)
Dólar de Estados Unidos	63,0
Euro	16,8
Dólar de Canadá	4,7
Dólar de Australia	4,3
Libra esterlina	1,5
Won de Corea del Sur	2,9
Yen japonés	0,5
Renminbi chino	3,3
Dólar de Nueva Zelanda	1,7
Franco de Suiza	0,8
Otras (2)	0,5
TOTAL	100,0

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

(2) Incluye CZK, DKK, NOK, SEK, MYR, SGD y PLN.

Fuente: Banco Central de Chile.

Al cierre de junio, los administradores externos Amundi y BlackRock gestionaban un total de US\$1.038 millones, pertenecientes al portafolio de diversificación (tabla B.7).

TABLA B.7

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

País	Soberano (1)	Bancario	Agencias (2)	Supranacionales (3)	Total
Alemania	141		14		155
Corea del Sur	226				226
España	8				8
Estados Unidos	255		14		269
Francia	9				9
Italia	8				8
Japón	36				36
Nueva Zelanda	123				123
Polonia	7				7
Reino Unido	64				64
Suiza	28				28
Supranacional	0			84	84
Varios	0	21			21
TOTAL	905	21	28	84	1.038

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - US\$24,8 millones) y Japan Bank for International Cooperation (JBIC - US\$31,6 millones).

(2) La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (US\$14,1 millones) y la exposición a Agencia de EE.UU. corresponde a Federal Home Loan Mortgage Corporation (US\$14,5 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: Eurofima (Eurofima - US\$5,3 millones), European Investment Bank (EIB - US\$12,6 millones), Inter-American Development Bank (IADB - US\$15,2 millones), International Bank for Reconstruction and Development (IBRD - US\$6,1 millones), International Finance Corporation (IFC - US\$29,9 millones), Asian Development Bank (ADB - US\$4,5 millones) y Nordic Investment Bank (NIB - US\$11,2 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.2
Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna (al 30 de junio del 2018)

		USD		EUR		AUD		CAD		CHF		GBP	
		Participación	Duración (meses)										
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano 0-1 año												
	Subtotal LCP	24,7%	3,2										
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano Tramos de madurez												
	1-3 años	33,9%	22,8	14,1%	22,0	4,2%	23,7	4,2%	20,8				
	3-5 años	3,8%	45,6	1,6%	46,3	0,5%	43,1	0,5%	44,2				
	Subtotal LMP	37,7%	25,1	15,7%	24,3	4,7%	27,5	4,7%	23,2				
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano Tramos de madurez												
	5-7 años	2,22%	66,9	1,1%	67,7					0,6%	68,6	1,1%	66,7
	7-10 años	0,30%	90,9	0,2%	99,2					0,1%	94,5	0,2%	92,1
	Bancario 0-1 año												
	Subtotal PD	2,51%	69,8	1,3%	71,8					0,6%	73,3	1,3%	68,7
Cartera total	64,9%	18,5	17,0%	27,8	4,7%	27,5	4,7%	23,2	0,6%	73,3	1,3%	66,0	
		JPY		KRW		NZD		CNY		Total			
		Participación	Duración (meses)										
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano 0-1 año												
	Subtotal LCP									24,7%	3,2		
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano Tramos de madurez												
	1-3 años												
	3-5 años												
Subtotal LMP										62,7%	24,5		
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano Tramos de madurez												
	5-7 años	0,3%	69,8	2,2%	63,5	1,3%	74,8						
	7-10 años	0,0%	98,6	0,3%	89,1	0,2%	89,3						
	Bancario 0-1 año							2,5%	1,5				
Subtotal PD	0,4%	72,3	2,5%	65,6	1,5%	76,5	2,5%	1,5	12,6%	54,6			
Cartera total	0,4%	72,3	2,5%	65,6	1,5%	76,5	2,5%	1,5	100,0%	23,0			

Fuente: Banco Central de Chile.



Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2018

ENERO

4. El Banco Central de Chile informó que el Consejo, en su Sesión de fecha 4 de enero de 2018, aprobó el Plan de Deuda del año 2018, que consideró no emitir nuevos bonos durante el citado año.

4. El Banco Central de Chile, a través del Acuerdo N°2119E-01-171228, publicado en el Diario Oficial de fecha 4 de enero de 2018, incorporó al Compendio de Normas Financieras un nuevo Capítulo III.H, referido a los Sistemas de Pago de Alto Valor (SPAV), en relación con la observancia de los Principios para Infraestructuras del Mercado Financiero (PFMI, por su sigla en inglés).

Sin reemplazar las regulaciones específicas que corresponden, este nuevo marco regulatorio hace expresamente exigibles los PFMI tanto para el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), administrado por el Banco Central de Chile, como para las Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional, una de las cuales es administrada actualmente por la Sociedad Operadora de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (Combanc S.A.).

Así, el BCCh refuerza su interés en el seguimiento y vigilancia de un conjunto de estándares internacionalmente aceptados.

Con esta medida se concreta el compromiso público asumido en enero del año 2017, en orden a implementar gradualmente los PFMI.

La nueva normativa fue objeto de consulta pública previo a su adopción. Asimismo contó con informe previo de la SBIF, requerido de acuerdo al artículo 35 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central (LOC), el cual fue emitido en términos favorables, reiterándose el compromiso de dicho supervisor en cuanto a acoger los PFMI y velar por su cumplimiento por parte de las infraestructuras de mercado sujetas a su fiscalización.

La regulación aclara que la normativa solo se aplicará a las entidades bancarias o instituciones financieras fiscalizadas por la SBIF en lo referente a su participación en los SPAV, sin extenderse a otras materias, tales como los contratos, productos y relaciones de los bancos con sus clientes.

4. El Consejo, por Acuerdo N° 2120-03-180104 puso término a la determinación y publicación diaria del tipo de cambio denominado "dólar acuerdo" y de su Canasta Referencial de Monedas, con efecto a contar del 10 de enero. Además, ambos índices fueron excluidos de las estadísticas que compila y publica el Banco de conformidad con el artículo 53 de su LOC.

Lo anterior, considerando que los indicadores no constituyen un sistema de reajuste autorizado por el Banco Central y que, en particular, dicho tipo de cambio indicado ya no se estaba aplicando respecto de las operaciones del BCCh; su balance anual y demás estados financieros.

10. Por Acuerdo N° 2121E-01-180110 se adoptaron medidas referidas a la Ley N° 21.065 que declaró feriado para la Región Metropolitana de Santiago, el día martes 16 de enero de 2018.

11. Por Acuerdo N° 2122-01-180111, se modificó el Reglamento de Funcionamiento del Consejo del Banco Central, a fin de adecuar sus normas especiales relativas a Sesiones de Política Monetaria.

25. El Consejo, por Acuerdo N° 2125-01-180125, acordó la convocatoria y bases de postulación a un concurso público de antecedentes para la designación de dos Ministros Titulares del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC), con motivo de la renovación parcial de sus integrantes.

FEBRERO

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

2. El Consejo, por Acuerdo N° 2128E-01-180202, creó la Gerencia de División Asuntos Institucionales, a contar de esta fecha.

6. El Consejo informó que a partir de febrero de 2018 se introducirán modificaciones en preguntas y frecuencia de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF), para adecuarla al nuevo esquema de reuniones de política monetaria e incorporando a la vez tanto las mejores prácticas internacionales como las sugerencias de los propios encuestados.

En relación con las modificaciones a las preguntas, se incorporaron preguntas sobre perspectivas de inflación para los próximos tres meses, manteniéndose las consultas asociadas a 12 y 24 meses; se comenzó a consultar por las expectativas de TPM para las próximas 5 reuniones de política monetaria, así como las estimaciones para la TPM a 12 y 24 meses; y la estimación de tipo de cambio a 7 y 28 días.

En relación con su frecuencia, la EOF dejará de ser quincenal y a partir de febrero la encuesta se publicará de la siguiente forma: dos días hábiles luego de la publicación de la Minuta de la RPM, y tres días hábiles antes de la RPM.

15. Por Acuerdo de Consejo N° 2130-01-180215, el Consejo tomó conocimiento de la nueva composición estratégica del Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) comunicada al Banco por el Ministerio de Hacienda mediante Oficio Ord. N° 207, de fecha 7 de febrero de 2018, a ser implementada paulatinamente. Además, el BCCh aceptó el encargo, en su carácter de Agente Fiscal, para preparar el proceso de implementación de la nueva política de inversión del FRP.

En este mismo carácter, el BCCh llevará a cabo un proceso de selección para la contratación de una firma consultora internacional que cumplirá la función de apoyar en el proceso de implementación de la nueva política de inversión del FRP.

Lo anterior, no implicó una modificación a la retribución al Agente Fiscal aceptada por Acuerdo N° 2102-01, de fecha 19 de octubre de 2017.

MARZO

15. Por Acuerdo N° 2136-02-180315, se designó a don Nicolás Gonzalo Álvarez Hernández como miembro suplente del Consejo Técnico de Inversiones del Decreto Ley N° 3.500, de 1980, a contar del 15 de marzo de 2018, por el período que concluye con fecha 10 de junio del año 2020.

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

22. El Banco Central de Chile anunció que publicará el próximo 3 de abril las actas de sus Reuniones de Política Monetaria (RPM) efectuadas entre los años 2000 y 2007, según lo anunciado en septiembre del año pasado por el Consejo en el contexto de implementación de las nuevas medidas de transparencia institucional en materia de política monetaria, entre las cuales se incluye divulgar el contenido de las RPM una vez transcurridos 10 años desde su respectiva realización.

Con ello, se fortalece la rendición de cuentas del Consejo, en su carácter de órgano colegiado encargado de la toma de decisiones en materia de política monetaria, y se aumenta la transparencia de las resoluciones adoptadas ante la ciudadanía.

26. El Consejo, por Acuerdo N° 2140E-01-180326, considerando los acuerdos adoptados por las Juntas de Accionistas del Banco de Chile efectuadas con fecha 22 de marzo de 2018, respecto de la distribución de dividendos y aumento de capital por la parte correspondiente al 40% de las utilidades del ejercicio del año 2017, optó por que la totalidad de los excedentes que le corresponden, incluida la parte de la utilidad proporcional a la capitalización acordada, le sean pagados en dinero efectivo (letra b) del artículo 31 Ley N° 19.396).

29. Por Acuerdo N° 2141-01-180329, se designó al señor Joaquín Vial Ruiz-Tagle en el cargo de Vicepresidente del Consejo y del Banco Central de Chile, a contar del 29 de marzo de 2018 y hasta el 28 de diciembre de 2019 inclusive.

ABRIL

5. El Consejo, por Acuerdo N° 2143-02-180405, aprobó la incorporación al Compendio de Normas Financieras de un nuevo Capítulo III.D.2 sobre "Reconocimiento y regulación de convenios marco de contratación de derivados para efectos que indica", de manera de perfeccionar el marco regulatorio, avanzando hacia la mayor convergencia posible con las recomendaciones y prácticas internacionales, sin descuidar los objetivos de estabilidad financiera, especialmente tratándose de aquellos convenios en que una de las partes sea un banco u otro inversionista institucional.

La nueva regulación, que se sometió al proceso previo de consulta pública en 2017, establece que las partes de dichos convenios, que se acojan al nuevo régimen que esta normativa señala, podrán pactar que la exigibilidad anticipada y compensación de los respectivos contratos pueda hacerse efectiva como



consecuencia de situaciones críticas específicas, anteriores a la liquidación forzosa, que afecten a una empresa bancaria u otro inversionista institucional (por ejemplo, el ejercicio de facultades interventoras de las autoridades supervisoras); siempre que dicha aceleración opere sólo por requerimiento expreso de la contraparte no afecta a dichas situaciones (no automáticamente) y habiendo transcurrido un plazo de 2 días hábiles bancarios desde la ocurrencia del evento respectivo.

En estos casos, el pago del saldo neto resultante de la compensación, sólo será exigible una vez que la situación crítica sea regularizada, o bien, cuando se inicie un proceso de liquidación forzosa o concursal.

12. Por Acuerdos N° 2144-01-180412 y N° 2144-03-180412, se designó, respectivamente, a don Ricardo Budinich Díez y a don Ramiro Mendoza Zúñiga, como miembros integrantes del Comité de Auditoría y Cumplimiento del Banco, por el plazo de tres años, a contar del 12 de abril de 2018.

MAYO

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

3. El Consejo, por Acuerdo N° 2147-01-180503, dispuso la publicación para comentarios de la propuesta de modificaciones a las normas sobre la gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias, contenidas en el Capítulo III.B.2.1 del Compendio de Normas Financieras, CNF.

Esta iniciativa incorpora como límite normativo la medición de la razón de cobertura de liquidez (LCR por sus siglas en inglés), en forma gradual.

Esta propuesta tiene como antecedente la regulación adoptada por el Banco el año 2015, sobre gestión del riesgo de liquidez siguiendo orientaciones de Basilea III que incluyen nuevos indicadores cuantitativos de corto y de largo plazo (LCR y NSFR, por sus siglas en inglés, respectivamente), previstos en esa época como un requisito de información.

4. Se dictó el Reglamento Operativo N° 9 del Manual del Compendio de Normas Monetarias y Financieras del Banco Central de Chile (CNMF), para la constitución de la Reserva Técnica exigida a las Empresas Bancarias, mediante depósitos en el Banco Central de Chile, de conformidad con la Sección III del Capítulo 3.1 del citado Compendio.

9. Por Acuerdos N° 2148E-01-180509 y N° 2148E-02-180509 se designó, respectivamente, en el cargo de Ministro Titular Abogado del TDLC a doña Daniela Gorab Sabat, y en el cargo de Ministro Titular Economista de dicho Tribunal a doña María de la Luz Domper Rodríguez; ambos por el plazo de 6 años, una vez concluido el período legal de las designaciones anteriores respectivas.

10. El Consejo, por Acuerdo N° 2149-03-180510, aprobó el texto actualizado y refundido del Reglamento sobre Uso de Documentos Electrónicos y Firma Electrónica Avanzada para custodia de copias autorizadas de las Actas de Sesiones de Consejo; y aprobó el Reglamento aplicable a estos fines para otros documentos emitidos por el Banco.

25. El Banco Central de Chile y el Banco Central de la República Popular China renovaron el Acuerdo Bilateral Swap de Monedas Renminbi/Pesos, el que se encontraba vigente desde el 25 de mayo de 2015. El Acuerdo regirá por otros tres años (hasta el 25 de mayo de 2021).

31. Por Acuerdo N° 2157-02-180621, se designó a don Álvaro Andrés Rojas Olmedo en carácter de miembro titular del CTI contemplado en el D.L. 3.500, de 1980, por el período concluye con fecha 10 de junio del año 2020.

31. Por Acuerdo N° 2152-03-180531, se autorizó, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 76 de la Ley General de Bancos, al Banco de Crédito e Inversiones (BCI) para adquirir hasta el 100% de la propiedad de TotalBank (TB), un banco constituido y vigente bajo las leyes del Estado de Florida, Estados Unidos de América, mediante la fusión por incorporación de TB en City National Bank of Florida, entidad bancaria filial de BCI también establecida en el referido Estado de Florida.

JUNIO

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

14. El Consejo, por Acuerdo N°2156-01-180614, aprobó la supresión de la remuneración del encaje en moneda nacional, por parte del Banco Central de Chile, a contar del año 2019. Esta medida fue anunciada con fecha 21 de julio.

Lo anterior, a través de la derogación del Título II referido al "Pago de Intereses al Encaje en Moneda Nacional" contenido en el Capítulo 3.1 del Compendio de Normas Monetarias y Financieras del Banco, aplicable a empresas bancarias y cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la SBIF, sobre

el encaje exigido a tales entidades por depósitos y otras captaciones a plazo a 30 días o más, en moneda nacional.

El acuerdo adoptado permite adecuar una regulación que no había tenido cambios desde 1992, en términos coherentes con la reducción de la inflación en los últimos 25 años y con las actuales prácticas a nivel internacional, de acuerdo a las cuales la gran mayoría de los bancos centrales no remunera el encaje monetario. La supresión de la remuneración del encaje surtirá efecto a contar del 8 de enero de 2019, con ocasión del primer periodo mensual de encaje del referido año calendario.

El encaje monetario no se utiliza como instrumento activo de política monetaria, sino más bien como una herramienta pasiva de estabilidad financiera. En tal sentido, la eliminación de esta remuneración del encaje no genera cambios en la estrategia ni ejecución de la política monetaria y tendrá solo un efecto marginal sobre el costo de fondos de los bancos.

21. Por Acuerdo N° 2157-03-180621, el Consejo dispuso la publicación para comentarios de la propuesta normativa sobre "Protocolo de Contingencia para Sistemas de Pago de Alto Valor", la que reemplazará al actual Capítulo III.H.2 del Compendio de Normas Financieras.

Este protocolo tiene por objetivo robustecer el marco integral de gestión de riesgos de los Sistemas de Pago de Alto Valor (SPAV), perfeccionando y complementando los sistemas de continuidad operacional actualmente disponibles, siendo así una herramienta adicional para preservar el funcionamiento de las infraestructuras que permiten canalizar pagos de alta cuantía entre empresas bancarias, frente a eventos operacionales críticos tales como errores humanos, ciberataques, problemas de seguridad física de las personas, fallas de hardware y software, entre otros.

JULIO

5. El Consejo, por Acuerdo N° 2161-01-180705, designó nuevos Sujetos Pasivos de la Ley N° 20.730, que Regula el Lobby y actualizó Reglamento respectivo.

5. Por Acuerdo de Consejo N° 2161-02-180705, el Banco Central de Chile aceptó, en su carácter de Agente Fiscal, las Directrices de Transición para converger a la nueva composición estratégica de activos del Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), comunicada al Banco por el Ministerio de Hacienda mediante Oficio Ord. N° 1032, de fecha 19 de junio de 2018. Lo anterior, no implicó una modificación en la retribución al Agente Fiscal, aceptada por Acuerdo N° 2102-01, de fecha 19 de octubre de 2017.

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

26. Por Acuerdo N° 2164-01-180726, se designó al señor Gonzalo Acuña Leiva en carácter de miembro integrante del Comité Asesor de Tecnología de la Información del Banco Central de Chile, por el plazo de 3 años; y se nombró Presidente del referido Comité, entre sus integrantes.

AGOSTO

2. Por Acuerdo N° 2166-01-180802, el Consejo modificó el Capítulo III.B.2.1 del CNF, sobre "Normas sobre la gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias", que implementa como límite normativo la razón de cobertura de liquidez (LCR), lo que forma parte de las recomendaciones internacionales de Basilea III, para la dimensión de riesgos de liquidez de corto plazo.

Las exigencias de LCR aumentarán gradualmente desde el 2019 hasta el 2023, siguiendo un cronograma con incrementos de 10% anual, partiendo en el 2019 con un 60%.

16. El Consejo, por Acuerdo N° 2169-01-180816, en el contexto del Proceso de Modernización Institucional, introdujo modificaciones a la estructura gerencial y administrativa del Banco. La medida se adoptó en ejercicio de las facultades conferidas al Consejo para determinar la estructura administrativa del Banco Central, en el contexto del proceso de la planificación estratégica 2018-2022, orientada a agilizar la toma de decisiones, optimizar procesos y contribuir a la sostenibilidad institucional.

En base a lo anterior, los principales ajustes consideran que su administración estará encabezada por el Gerente General, con una segunda línea de responsabilidad conformada por siete Gerencias de División -Política Monetaria, Política Financiera, Mercados Financieros, Estadísticas, Administración y Tecnología, Operaciones y Asuntos Institucionales. Cabe notar que la División de Política Monetaria corresponde a la nueva denominación de la División de Estudios.

La nueva División de Administración y Tecnología (GDAT) estará compuesta por las áreas de gestión contable y planificación y de tecnología; y la División de Operaciones (GDO), por las áreas de Tesorería, Seguridad e Ingeniería. Estas unidades operarán a contar del 8 de octubre de 2018.

Para fortalecer la gestión de riesgos estratégicos, se crean las siguientes posiciones: Gerente de Riesgo Corporativo, a cargo de identificar los riesgos de mayor relevancia estratégica,



internos y externos, y reportar directamente al Gerente General; y Jefe de Ciberseguridad, encargado de monitorear los riesgos informáticos, quien ejercerá su función desde la propia estructura de la GDAT.

23. Por Acuerdo N° 2170-03-180823, el Consejo publicó para comentarios propuesta que adecuaba la regulación contenida en el Capítulo III.J.2 del Compendio de Normas Financieras sobre Operación de Tarjetas de Pago.

Las modificaciones puestas en consultan recogen aspectos planteados por diversos actores de mercado y potenciales interesados. Específicamente, comprenden:

(i) Flexibilizar los requisitos asociados a las marcas de tarjetas de pago con las que los Operadores podrán celebrar un contrato;

(ii) Ajustar las normas para los Proveedores de Servicios de Procesamiento de Pagos ("PSP") que realizan liquidaciones y/o pagos a entidades afiliadas, flexibilizándolas en los siguientes aspectos: a) aumento del límite de operaciones que pueden efectuar a entidades afiliadas sin necesidad de constituirse como Operador, y la modificación de la forma en que se calcula; y b) Incorporación de una nueva modalidad para el funcionamiento de un Operador, consistente en la actuación en virtud de un contrato con otro Operador.

23. Por Acuerdo N° 2170-04-180823, el Consejo sustituyó el Capítulo III.H.2 "Cámara de Compensación de Operaciones Interfinancieras" del Compendio de Normas Financieras, por el nuevo Capítulo III.H.2. "Protocolo de Contingencia para Sistemas de Pago de Alto Valor", dejando constancia que el contenido del antiguo Capítulo III.H.2 fue actualizado e integrado en el Anexo N°3 del Capítulo que se aprueba.

Este Acuerdo contiene la versión definitiva del nuevo Protocolo de Contingencia para los Sistemas de Pago de Alto Valor (PCSPAV), con el objetivo de robustecer el marco integral de gestión de riesgos y resguardar la continuidad operacional de los pagos de alta cuantía efectuados entre empresas bancarias, incluso frente a la ocurrencia de Eventos Operacionales Críticos (EOC).

La nueva regulación había sido previamente puesta en consulta pública, recibiendo comentarios que fueron considerados en el texto definitivo aprobado por el Consejo. Además, contó con el informe previo de la SBIF, quien se manifestó en términos favorables respecto de esta iniciativa.

GLOSARIO

América Latina: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

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 no mineros.

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, abril 2018). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2018-2020 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera el crecimiento promedio entre economías emergentes y avanzadas para cada año.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, abril 2018). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera el crecimiento promedio entre economías emergentes y avanzadas para cada año.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino, aproximadamente, del 94% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2017.

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

U.S. Dollar Index (DXY): Es un índice del valor del dólar estadounidense relativo a una canasta de monedas que considera los siguientes países: Canadá, Eurozona, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza.

Emerging Markets Bonds Index (EMBI): Es un indicador de riesgo soberano, 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.

Exportadores de productos básicos: Australia, Canadá y Nueva Zelanda.



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

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

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

IVUM: Índices de precios de importaciones.

Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU): Es un concepto que hace referencia a la tasa de desempleo que no acelera la tasa de inflación.

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: Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán.

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2017: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Países Bajos, India, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, y Tailandia.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

ABREVIACIONES

- BCP:** Bonos del BCCh en pesos
- BCU:** Bonos de BCCh reajustables en UF
- BIS:** Bank for International Settlements
- CCNN:** Cuentas Nacionales
- DEG:** Derechos Especiales de Giros
- ECB:** Encuesta de crédito bancario
- EEE:** Encuesta de expectativas económicas
- EOF:** Encuesta de operadores financieros
- FPD:** Facilidad Permanente de Depósitos
- ICMO:** Índice de Costo de la Mano de Obra
- IIF:** The Institute of International Finance
- IMCE:** Indicador mensual de confianza empresarial
- IPCSAE:** Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía
- IPN:** Informe de Percepciones de Negocios
- IPEC:** Índice de Percepción Económica
- IPSA:** Índice de Precio Selectivo de Acciones
- IR:** Índice de Remuneraciones
- MSCI:** Morgan Stanley Capital Internacional
- PDBC:** Pagares Descontable del Banco Central
- SBIF:** Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras
- TPM:** Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahmed, S. 2016. The Impact of Trade Agreements: New Approach, New Insights. IMF WP 16/117, Junio.
- Ahn, J, E. Dabla Norris, R. Duval, B. Hu y L. Njie. 2016. Reassessing the Productivity Gains from Trade Liberalization. IMF WP 16/77, Marzo.
- Aldunate, R., G. Contreras, C. de la Huerta y M. Tapia. 2018. Caracterización de la Migración Reciente en Chile. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. 2017. Crecimiento Tendencial: Proyección de Mediano Plazo y Análisis de sus Determinantes.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Percepciones de Negocios. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Banco Mundial. 2018. Proyecciones Precios de Commodities.
- Barclays Capital. 2018. Global Economics Weekly. Varios números.
- Bullano F., J. Fornero y R. Zúñiga. 2018. Estimación de Crecimiento Potencial y la Brecha. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Cerdeiro, D. y A. Komaromi. 2017. Trade and Income in the Long Run: Are There Really Gains, and Are They Widely Shared? IMF WP 17/231. Octubre.
- Chumacero, R. y F. Gallego. 2002. Trends and Cycles in Real-time. Estudios de Economía, 29(2), páginas 211-229.
- Cochilco. 2018. Anuario de Estadísticas del Cobre y Otros Minerales 1997-2017.
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2018. Copper Market Outlook. Varios números.
- Deutsche Bank. 2018. Macro Forecast Weekly Update.
- Dustmann, C., U. Schonberg, y J. Stuhler. 2016. The Impact of Immigration: Why Do Studies Reach Such Different Results?. Journal of Economic Perspective, 30(4), 31-56.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2018. Global Fund Allocations.
- Fernández, J y F. Vásquez. 2018. Deuda externa de empresas chilenas. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Fondo Monetario Internacional. 2018. World Economic Outlook. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2018. World Economic Outlook. Update Julio.
- Fornero, J y R. Zúñiga. 2017. PIB Potencial y Brechas de Capacidad. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Informe Finanzas Públicas, Proyecto de Ley de Presupuestos 2018.
- International Energy Agency. 2018. Oil Market Report.
- JP Morgan Chase. 2018. Global Data Watch. Varios números.
- Lubotsky, D. 2007. Chutes or Ladders? A Longitudinal Analysis of Immigrant Earnings. Journal of Political Economy, 115(5), 820-67.
- Orphanides, A. y S. Van Norden. 2002. The Unreliability of Output-gap Estimates in Real Time. Review of Economics and Statistics, 84(4), páginas 569-583.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

División de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

SEPTIEMBRE 2018

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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

