

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2019



**INFORME  
DE POLÍTICA MONETARIA  
Marzo 2019**





# CONTENIDO\*/

---

|  |           |
|--|-----------|
| <b>PREFACIO</b>  | <b>5</b>  |
| <b>RESUMEN</b>   | <b>7</b>  |
| <b>DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES</b> | <b>13</b> |
| <b>I. ESCENARIO INTERNACIONAL</b>                            | <b>15</b> |
| <b>II. CONDICIONES FINANCIERAS</b>                           | <b>23</b> |
| <b>III. ACTIVIDAD Y DEMANDA</b>                              | <b>27</b> |
| <b>IV. PRECIOS Y COSTOS</b>                                  | <b>33</b> |
| <b>V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA</b>          | <b>41</b> |
| <b>GLOSARIO Y ABREVIACIONES</b>                              | <b>51</b> |
| <b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>                            | <b>54</b> |
| <b>RECUADROS</b>   |           |
| Estímulos a la demanda global: impacto, límites y riesgos    | 19        |
| Alcances de la evolución reciente del turismo en comercio    | 31        |
| Nueva canasta del IPC  | 37        |

---

\*/Este informe considera la decisión de política monetaria del 29 de marzo. Para todos los demás efectos, el cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 26 de marzo de 2019.



# PREFACIO

---

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 29 de marzo de 2019 para publicarse el 1 de abril de 2019.

## **El Consejo**



# RESUMEN

En línea con lo previsto, la actividad económica interna recuperó su ritmo de crecimiento tras la pausa del tercer trimestre del 2018, liderada por la inversión. En lo externo, el crecimiento en las principales economías ha mostrado una desaceleración por sobre la anticipada, lo que ha llevado a sus autoridades a implementar mayores estímulos económicos. Por su parte, la principal diferencia respecto del escenario base de diciembre se ha dado en la inflación local. Medida por el IPC de referencia calculado por el INE<sup>1/</sup>, esta se ubica significativamente por debajo de lo previsto. En un contexto en que la actividad y la demanda han estado en línea con lo anticipado, el menor registro de inflación es coherente con un traspaso de la depreciación del peso menor a lo esperado, así como con la presencia de factores de oferta que sugieren que las holguras son mayores que lo estimado. Entre estos, destaca el efecto de la inmigración en la fuerza laboral. En este contexto, la convergencia de la inflación a la meta se dará más tarde que lo proyectado en diciembre, con lo que el retiro del estímulo monetario será más pausado que lo anteriormente comunicado por el Consejo.

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

Más allá de los aspectos metodológicos del cambio en la medición del IPC, es importante entender los fundamentos macroeconómicos de la menor inflación efectiva. A este respecto, se observan, en primer lugar diferencias en el componente de bienes del IPCSAE, que responderían a un traspaso de la depreciación del peso a precios locales menor a lo estimado. Ello se explicaría porque en el último tiempo la variación de la paridad peso/dólar respondió a un movimiento del valor global del dólar, que contrasta con variaciones previas de la paridad —como en el 2017— surgidas en respuesta a *shocks* idiosincráticos a Chile, los que comúnmente tienen un traspaso mayor<sup>2/</sup>.

<sup>1/</sup> Para efectos del análisis económico, se utilizan las series referenciales de IPC publicadas por el INE para el año 2018. Según lo señalado por el INE, para fines de reajustabilidad de todos los contratos, obligaciones o valores indexados a la variación del IPC, se debe utilizar la serie empalmada publicada en [www.ine.cl](http://www.ine.cl).

<sup>2/</sup> Para más detalles, ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2018.



**INFLACIÓN (1)**

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

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

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En segundo lugar, también se aprecian diferencias que podrían estar más ligadas a factores de oferta. Un ejemplo es la mayor competencia en la industria automotriz, así como la irrupción de las alternativas *low cost* en el transporte aéreo de pasajeros, lo que se ha reflejado en el comportamiento del IPCSAE de servicios. Lo mismo ocurre con la mayor competencia en la oferta de paquetes de telecomunicaciones y servicios de telefonía móvil, la que se recoge más adecuadamente tras los ajustes metodológicos que realizó el INE en su medición.

Al mismo tiempo, el mercado laboral presenta un mayor grado de holguras, producto de la importante inmigración de los últimos años. En diciembre pasado, el INE publicó una actualización de sus estimaciones y proyecciones de población que ratificó el significativo aumento de la inmigración a partir del 2015 —del orden de 865 mil personas entre el 2015 y 2019—. Como se reportó en diciembre<sup>3/</sup>, su impacto sobre la fuerza laboral y las holguras de capacidad es importante, lo que se potencia con el hecho que la población inmigrante tiene una tasa de participación en la fuerza laboral mayor que la de la población chilena. Esto se ha dado en un contexto en que los entrevistados del Informe de Percepciones de Negocios perciben que las presiones salariales son acotadas.

Respecto de la actividad, los datos de los últimos meses confirmaron que la economía recuperó su dinamismo tras la pausa del tercer trimestre del 2018<sup>4/</sup>. Así, el año pasado cerró con un crecimiento de 4% para el PIB total y 3,9% para el PIB no minero. Por el lado de la demanda, sigue destacando el mayor dinamismo de la inversión —especialmente de maquinaria y equipos—. El consumo habitual —bienes no durables y servicios— continúa expandiéndose a tasas acordes con el crecimiento del PIB, mientras que el consumo durable redujo de forma importante sus tasas de expansión, fundamentalmente por la normalización del volumen de ventas del sector automotriz. Los datos parciales de actividad del primer trimestre del 2019 muestran variaciones anuales inferiores, afectadas por una base de comparación más elevada y un débil desempeño del sector minero.

Respecto de los determinantes de la demanda, el costo del crédito sigue siendo favorable en perspectiva histórica y sus condiciones de otorgamiento y de demanda han mejorado en los últimos trimestres. En materia de expectativas, se aprecian señales mixtas. Así, mientras las de consumidores —medidas por el IPEC— muestran un retroceso respecto de fines de año, las de empresas —medidas por el IMCE— señalan una mejoría en el mismo lapso, destacando el avance del sector construcción. En el mercado laboral, la tasa de desempleo nacional se ha mantenido en torno a 7%. Por el lado de la inversión, el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) ratificó el importante incremento de los proyectos en ejecución que se verificó a fines del 2018. Incluso, corrigió al alza las perspectivas para este y los próximos dos años, con especial énfasis en el 2020, siendo la inversión en proyectos mineros la que continúa generando el mayor aporte en el catastro. Las existencias tuvieron un aumento importante a lo largo del año, pasando su variación acumulada desde 0,5 a 1,3% del PIB entre el 2017 y 2018, en gran parte asociado al sector exportador y a la importación de maquinarias y equipos.

<sup>3/</sup> Recuadro III.3, IPoM diciembre 2018.

<sup>4/</sup> Recuadro III.1, IPoM diciembre 2018.

En el ámbito externo, en los últimos meses se ha producido una desaceleración más marcada del crecimiento en las principales economías, lo que, junto con menores presiones inflacionarias y volatilidad financiera, llevó a un incremento de los estímulos monetarios y/o fiscales en varios países. La Reserva Federal tuvo un giro considerable en la orientación de su política monetaria, mostrándose abierta a mantener su expansividad por más tiempo. Ello dio paso a un descenso significativo de las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. En todo caso, los mercados financieros globales siguen susceptibles a noticias potencialmente negativas, como lo reflejan las tensiones de fines del 2018 y las ocurridas al cierre estadístico de este IPoM. Así, se han observado vaivenes en el apetito por riesgo, los flujos de capitales y las monedas emergentes. Considerando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico, el tipo de cambio real (TCR) de Chile está por debajo de sus promedios de los últimos quince y veinte años. Como supuesto de trabajo, en el escenario base se prevé que el TCR volverá a esos niveles durante el horizonte de proyección.

Por el lado del crecimiento global, el escenario base contempla que durante el 2019 y el 2020 la economía mundial crecerá 3,3 y 3,2%, respectivamente, cifras inferiores al promedio de 3,7% de los dos años previos y a la proyección incluida en el escenario base del IPoM de diciembre (3,5 y 3,3%, respectivamente). Los socios comerciales de Chile también se expandirán 3,3 y 3,2% en el 2019 y el 2020, respectivamente (3,6% el 2017-2018). Estas proyecciones consideran que EE.UU. crecerá a tasas más cercanas a 2%, con lo que se aproximará gradualmente al crecimiento de tendencia. En el caso de China, se proyecta que crecerá 6,1% este año y 6% el 2020, cifras inferiores a las de años previos y coherentes con el proceso de convergencia a tasas de expansión menores una vez que la economía va adquiriendo mayor tamaño. Estas proyecciones son inferiores a las que se observan en las contrapartes habituales. En particular, en marzo la OCDE señaló que prevé expansiones del crecimiento mundial de 3,3 y 3,4% para el 2019 y 2020, cifras idénticas a la última publicación de Consensus Forecasts.

Respecto de los términos de intercambio, la mayoría de las materias primas tuvo un aumento de sus precios desde el IPoM de diciembre. En el escenario base, se suponen precios para el cobre y el petróleo algo superiores a los previstos en diciembre. Para el primero, se proyecta un precio de US\$2,9 para el período 2019-2021 (US\$2,85 y 2,80 para el 2019 y 2020 en diciembre). En el caso del petróleo se prevén precios promedio entre el Brent y el WTI de US\$62 el barril para el 2019 y el 2020 (US\$59 para ambos años, en diciembre) y de US\$60 para el 2021. Con esto, y las revisiones a la baja de las cifras históricas, los términos de intercambio tendrán este año un incremento superior al esperado en diciembre, pero serán similares en niveles.

Considerados todos estos factores, el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años continuará siendo positivo, pero menor al de los dos años previos, combinando la corrección a la baja del crecimiento mundial y condiciones financieras algo más favorables que las previstas en diciembre. Internamente, la evolución reciente de la demanda y las perspectivas para el consumo y la inversión siguen indicando que la economía continuará reduciendo las holguras de capacidad en los trimestres venideros. No obstante, es importante notar que el menor nivel efectivo de la inflación apunta a que el tamaño actual de las holguras de capacidad es mayor al estimado previamente, lo que es coherente

**SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL**

|   | Prom. 00-07                   | Prom. 10-17 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|-------------------------------|-------------|------|------|------|------|
|   |                               |             | (f)  | (f)  | (f)  | (f)  |
|   | (variación anual, porcentaje) |             |      |      |      |      |
| Términos de intercambio                     | 8,2                           | 2,0         | -2,1 | 2,2  | -0,3 | -0,9 |
| PIB socios comerciales (*)                  | 3,6                           | 3,9         | 3,5  | 3,3  | 3,2  | 3,3  |
| PIB mundial PPC (*)                         | 4,5                           | 3,9         | 3,7  | 3,3  | 3,2  | 3,3  |
| PIB mundial a TC de mercado (*)             | 3,2                           | 3,1         | 3,0  | 2,6  | 2,6  | 2,7  |
| PIB desarrolladas PPC (*)                   | 2,4                           | 1,8         | 2,2  | 1,6  | 1,5  | 1,6  |
| PIB emergentes PPC (*)                      | 6,5                           | 5,2         | 4,9  | 4,6  | 4,5  | 4,7  |
| Precios externos (en US\$)                  | 4,6                           | 0,8         | 2,3  | -1,3 | 3,7  | 3,7  |
|   | (niveles)                     |             |      |      |      |      |
| Precio del cobre BML (US\$cent/lb)          | 154                           | 312         | 296  | 290  | 290  | 290  |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril)       | 44                            | 75          | 65   | 58   | 59   | 57   |
| Precio del petróleo Brent (US\$/barril)     | 42                            | 83          | 71   | 66   | 65   | 63   |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*) | 366                           | 633         | 544  | 483  | 480  | 481  |
| Libor US\$ (nominal, 90 días)               | 3,6                           | 0,5         | 2,3  | 2,9  | 2,9  | 2,9  |

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE**

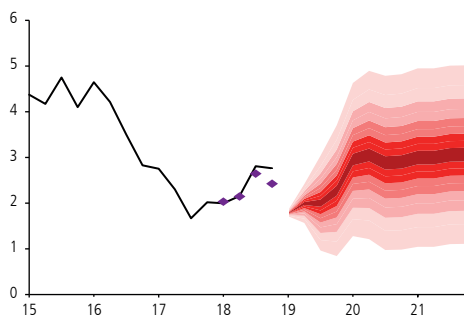
|  | 2018                          | 2019 (f) | 2020 (f) | 2021 (f)  |
|--|-------------------------------|----------|----------|-----------|
|  | (variación anual, porcentaje) |          |          |           |
| PIB  | 4,0                           | 3,0-4,0  | 3,0-4,0  | 2,75-3,75 |
| Ingreso nacional                               | 3,8                           | 4,0      | 3,7      | 3,4       |
| Demanda interna                                | 4,7                           | 3,7      | 3,5      | 3,3       |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 3,9                           | 3,9      | 3,7      | 3,5       |
| Formación bruta de capital fijo                | 4,7                           | 6,2      | 4,3      | 3,9       |
| Consumo total                                  | 3,7                           | 3,3      | 3,5      | 3,4       |
| Exportaciones de bienes y servicios            | 5,0                           | 3,6      | 2,9      | 2,9       |
| Importaciones de bienes y servicios            | 7,6                           | 4,5      | 2,9      | 2,6       |
| Cuenta corriente (% del PIB)                   | -3,1                          | -2,9     | -2,7     | -2,7      |
| Ahorro nacional bruto (% del PIB)              | 19,6                          | 20,1     | 20,3     | 20,4      |
| Inversión nacional bruta (% del PIB)           | 22,7                          | 23,0     | 23,0     | 23,1      |
| FBCF (% del PIB nominal)                       | 21,3                          | 21,8     | 22,0     | 22,2      |
| FBCF (% del PIB real)                          | 21,2                          | 21,8     | 21,9     | 22,1      |
|  | (millones de dólares)         |          |          |           |
| Cuenta corriente                               | -9.157                        | -8.900   | -8.700   | -9.100    |
| Balanza comercial                              | 4.669                         | 5.500    | 5.000    | 4.100     |
| Exportaciones                                  | 75.452                        | 78.000   | 82.000   | 85.100    |
| Importaciones                                  | -70.783                       | -72.500  | -77.000  | -81.000   |
| Servicios                                      | -3.996                        | -4.100   | -3.900   | -3.700    |
| Renta  | -12.241                       | -12.000  | -11.600  | -11.500   |
| Transferencias corrientes                      | 2.411                         | 1.700    | 1.800    | 2.000     |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (\*)**

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Los rombos muestran la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Para efectos de las proyecciones, en el corto plazo, se utiliza como supuesto de trabajo la trayectoria de la TPM que muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, la que no contempla cambios en la tasa al menos durante los próximos dos trimestres. En el mediano plazo, las proyecciones se construyen suponiendo que la TPM llegará a su nivel neutral hacia fines del horizonte de política. El Consejo ha venido estimando que la TPM neutral se ubica entre 4 y 4,5%, parámetro que se revisará en el IPoM de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.

con el impacto del fuerte flujo migratorio sobre la fuerza laboral. En junio, el Consejo realizará una revisión exhaustiva de los cambios en el PIB potencial y tendencial.

En este contexto, el escenario base prevé que este año la economía chilena crecerá entre 3 y 4%. Este rango es algo inferior al proyectado en diciembre (3,25 y 4,25%), lo que se explica por un desempeño del sector minero menor al esperado entonces. Para el 2020, se proyecta que la economía crecerá entre 3 y 4%, algo por sobre lo previsto en diciembre. Por último, en este IPoM se presenta la primera proyección para 2021: entre 2,75 y 3,75%. En el gasto, sigue anticipándose que la inversión será su componente más dinámico, con un crecimiento anual algo superior a 6% en el 2019. Para el 2020 y el 2021, su expansión se reducirá a valores en torno a 4%. El consumo continuará creciendo a tasas acordes con el PIB. En el ámbito fiscal, como supuesto de trabajo, se asume que en el 2019 la economía recibirá un impulso coherente con el presupuesto aprobado. Desde ahí en adelante, se supone que el déficit estructural seguirá la senda de descenso gradual definida por la autoridad.

En cuanto a la inflación, dado su menor nivel actual y la estimación de mayores holguras de capacidad, su convergencia a 3% se retrasa respecto de lo previsto en diciembre pasado. De este modo, el IPC terminará el 2019 con un incremento anual de 2,6%, volviendo a 3% en la primera mitad del próximo año. Desde ahí en adelante, fluctuará alrededor de ese valor hasta el fin del horizonte de política, el primer trimestre del 2021. En el caso del IPCSAE, se proyecta que finalizará el 2019 en 2,4% y se ubicará en torno a 3% en la segunda mitad del próximo año.

Respecto de la política monetaria, el Consejo sigue considerando que la evolución de las condiciones macroeconómicas hace necesario reducir el estímulo monetario en el horizonte de política. No obstante, el cambio en las condiciones iniciales del escenario base, en particular la menor inflación observada, lleva a que su convergencia a la meta requiera que el ritmo de normalización de la TPM sea más pausado que lo anticipado en diciembre.

Para efectos de las proyecciones, en el corto plazo, se utiliza como supuesto de trabajo la trayectoria de la TPM que muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, la que no contempla cambios en la tasa al menos durante los próximos dos trimestres. En el mediano plazo, las proyecciones son coherentes con que la TPM alcance su nivel neutral hacia fines del horizonte de política. El Consejo ha venido estimando que la TPM neutral se ubica entre 4 y 4,5%, parámetro que también se revisará en el IPoM de junio.

El escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y el curso de la política monetaria.

En lo externo, el balance de riesgo continúa sesgado a la baja. El principal riesgo sigue siendo una reversión abrupta de las condiciones financieras para las economías emergentes, lo que podría gatillarse por diversos motivos, incluyendo una desaceleración más abrupta y generalizada del crecimiento mundial o una evolución negativa en los diversos focos de tensión geopolíticas que han

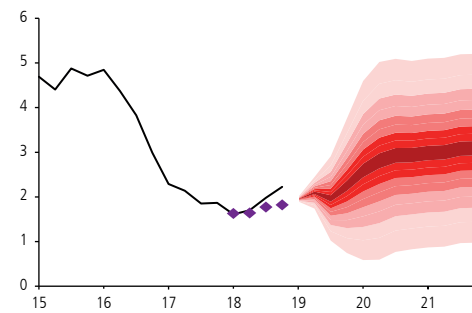
persistido en el último tiempo. Si bien en un escenario de este tipo los principales bancos centrales probablemente aumentarían la expansividad de sus políticas monetarias, también podría observarse un menor apetito por riesgo y descensos en los precios de las materias primas que más que compensen esas menores tasas de interés.

En lo interno, se estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación se encuentra equilibrado. Primero, es posible que la fuerte inmigración de los últimos años tenga un efecto mayor sobre el crecimiento y la inflación. Por un lado, puede generar un aumento de la demanda interna dado el mayor consumo de los inmigrantes y el incremento de la inversión requerido para absorber la mayor oferta de mano de obra. Por otro, la inmigración expande la fuerza de trabajo, moderando presiones salariales y reduciendo costos, lo que presiona la inflación a la baja. En el mediano plazo se espera que el efecto conjunto de estos canales de oferta y demanda sea expansivo sobre el producto y tenga un impacto inflacionario acotado. No obstante, en el proceso de ajuste, no es claro cuál predominará, dependiendo de consideraciones como la propensión al ahorro de los inmigrantes, la disposición a trabajar a distintos niveles salariales y la velocidad de ajuste de la inversión coherente con la mayor escala de la economía. Segundo, la evolución prevista de la inflación también podría verse afectada si el traspaso de la depreciación del peso del último año vuelve a magnitudes más cercanas al promedio antes de lo esperado y eleva la inflación de bienes del IPCSAE. Por último, no puede descartarse un agotamiento algo más rápido de los efectos por una vez derivado de los *shocks* de oferta sectoriales, en particular de la mayor competencia en algunos sectores.

En suma, si bien el nivel actual de la inflación es menor que el previsto, diversos indicadores apuntan a que la economía seguirá consolidando el proceso de cierre de las holguras de capacidad y que la inflación convergerá a 3% durante el horizonte de política. Por ello, el Consejo estima que será necesario continuar con el proceso de normalización del estímulo monetario, aunque a un ritmo más pausado que el considerado en diciembre. Esto será llevado a cabo con gradualidad y cautela, teniendo presente que el menor nivel de la inflación y sus perspectivas otorgan mayor espacio para evaluar la velocidad apropiada de dicho proceso. Con esto, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (\*)**

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Los rombos muestran la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Para efectos de las proyecciones, en el corto plazo, se utiliza como supuesto de trabajo la trayectoria de la TPM que muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, la que no contempla cambios en la tasa al menos durante los próximos dos trimestres. En el mediano plazo, las proyecciones se construyen suponiendo que la TPM llegará a su nivel neutral hacia fines del horizonte de política. El Consejo ha venido estimando que la TPM neutral se ubica entre 4 y 4,5%, parámetro que se revisará en el IPoM de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.



# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

## REUNIÓN DE DICIEMBRE

El IPoM de diciembre daba cuenta que la inflación anual había aumentado a lo largo del 2018, situándose en torno a 3% al cierre estadístico de ese IPoM. Aunque parte de ese incremento se explicaba por los elementos más volátiles del IPC y por la depreciación del peso, la inflación de los componentes de la canasta más sensibles a la brecha de actividad —servicios y no transables— había subido sostenidamente en el curso del 2018. Ello, en línea con la recuperación del ritmo de crecimiento que había iniciado la economía hace más de un año, en un contexto de condiciones externas favorables y un impulso monetario claramente expansivo. Así, los riesgos a la baja para la convergencia de la inflación a la meta que se observaban a principios del 2018 se fueron disipando a lo largo del año. En el escenario base, la inflación total y subyacente convergerían a 3% antes de fines del horizonte de política monetaria, aunque más lento que lo previsto en septiembre, principalmente por la importante reducción del precio de los combustibles a nivel internacional.

Respecto de la actividad interna, tal como se había anticipado en IPoM anteriores, en el tercer trimestre el PIB redujo su expansión anual respecto de la primera mitad del año. Esto era coherente con un escenario en que la economía crecía a tasas más cercanas a su potencial —que se estimaba entre 3 y 3,5%—, dado el avance en el proceso de cierre de las holguras de capacidad, la desaparición de factores puntuales que favorecieron el crecimiento del primer semestre y una base de comparación más exigente en el segundo. En todo caso, la desaceleración del tercer trimestre fue más marcada que la prevista por factores puntuales, como la cantidad y composición de los días hábiles. De todos modos, los mejores datos sectoriales de octubre confirmaban la transitoriedad de estos factores. Por el lado del gasto interno, destacaba el mayor dinamismo de la inversión —especialmente maquinaria y equipos—, que compensó un crecimiento algo menor del consumo. En este escenario, el Consejo estimaba que el PIB aumentaría 4% en el 2018, en el piso del rango estimado en septiembre, principalmente por un menor desempeño de la actividad minera. Para el 2019 y el 2020 los rangos se mantuvieron en 3,25-4,25% y 2,75-3,75%, respectivamente. Así, seguía considerándose que la economía se expandiría en torno a su potencial los próximos dos años, aproximándose al crecimiento de tendencia. Factores claves en esta proyección eran el dinamismo observado en la inversión y una visión del mercado laboral que, una vez incorporada toda la información

disponible y ponderando el impacto de flujo inmigratorio de los últimos años, daba cuenta de un desempeño coherente con el mejor comportamiento de la actividad.

En lo externo, como había sido la tónica de los últimos IPoM, el escenario base consideraba que en los próximos tres años el impulso que recibiría la economía chilena iría declinando, aunque seguiría siendo positivo. Por una parte, tras alcanzar en el 2017 y principios del 2018 el punto máximo de este ciclo de crecimiento, en el período 2019-2021 la tasa de expansión de la actividad de los socios comerciales se reduciría. Por otra, las condiciones financieras relevantes para las economías emergentes habían comenzado a normalizarse, proceso que seguiría su curso en los próximos dos años. El escenario base consideraba que, de producirse nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, estos no escalarían a un *shock* negativo generalizado para las economías emergentes. Por último, el precio del petróleo había caído, lo que produciría una relativa mantención de los términos de intercambio el 2019 y 2020.

Para la Reunión de diciembre, todos los Consejeros coincidieron en que el escenario macroeconómico en que se enmarcaba la decisión de política monetaria era uno de continuidad respecto del IPoM de septiembre. Esto correspondía a una economía que había recuperado su capacidad de crecimiento e iba reduciendo sus holguras de capacidad. Junto con ello, la inflación de servicios y de no transables se había acelerado sostenidamente desde inicios de año. Con todo ello, al igual que lo considerado en septiembre, se hacía menos necesario mantener el impulso monetario establecido cuando la economía se encontraba en la fase más baja del ciclo, por lo que correspondía seguir retirándolo con el objeto de que la inflación convergiera a la meta de política en su horizonte de mediano plazo. Así, las opciones de política monetaria analizadas fueron (i) mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,75% con sesgo al alza y (ii) aumentar la TPM en 25 puntos base (pb) con sesgo al alza.

Respecto de la primera opción, la principal razón para mantener la TPM era la coherencia entre las acciones del Banco y su comunicación, en especial en cuanto a que el retiro del estímulo monetario se haría de forma gradual y con cautela. Al mismo tiempo, el sesgo al alza que acompañaba esta decisión reafirmaba que dicho proceso continuaría en los próximos meses. La opción de subir la TPM podría apoyarse en la idea que, dada la amplia brecha entre la TPM actual y su nivel neutral, el riesgo de equivocarse era bajo y permitiría graduar más las alzas futuras. Sin embargo,



tenía como principal punto en contra que podría dar una señal de urgencia en el retiro del estímulo monetario que no era coherente con la gradualidad y cautela comprometida por el Consejo. Así, el Consejo, de manera unánime, acordó mantener la TPM en 2,75%.

## REUNIÓN DE ENERO

Para la reunión de enero, los riesgos del escenario externo habían aumentado de manera relevante. Los datos conocidos apuntaban a una moderación del crecimiento mundial mayor que la anticipada. Ello, era particularmente evidente en Europa y China, con datos coyunturales que volvieron a sorprender negativamente, mientras que la economía estadounidense mantenía un ritmo de crecimiento acorde con las proyecciones y un sostenido fortalecimiento de su mercado laboral. Sin embargo, los temores por la evolución de los riesgos del escenario global y su impacto en el crecimiento habían provocado un ajuste importante en los precios de activos a fines del 2018, que había impactado de manera muy significativa las expectativas en todos estos países y había llevado a las autoridades monetarias a señalar una moderación de las alzas de tasas de interés hacia adelante. Esto último, unido a la disposición a negociar los temas comerciales que mostraron los gobiernos de China y EE.UU., había traído algo más de calma a los mercados financieros, con cierta recuperación de los precios de acciones y bajas en las tasas de interés de mercado. Resaltaba que la situación para los países emergentes no había cambiado mucho. Después de las salidas de capitales de fines del 2018, la calma había vuelto a los mercados, las primas de riesgo habían bajado y los precios de materias primas habían tendido a estabilizarse.

Además, se señaló que este clima económico a nivel internacional no podía dejar de relacionarse con la persistente incertidumbre que se acumulaba, al menos desde comienzos del 2017, en torno a importantes decisiones de política económica. Todo esto en un contexto en que la sensibilidad de los mercados a noticias potencialmente negativas parecía haberse elevado. Se concluyó que el escenario global actual mostraba una fase relativamente atípica del ciclo económico mundial, que debía ser analizada más a fondo para anticipar su dinámica futura y sus posibles canales de transmisión hacia la economía chilena.

En lo interno, por el momento, la información disponible no daba señales evidentes de que la evolución del escenario externo estuviera permeando a la economía local. En particular, si bien la inflación había cerrado el 2018 algo por debajo de lo esperado, esta se había ido ajustando en la dirección anticipada. El PIB no minero tampoco sorprendía en el agregado, aunque sí se apreciaba un mayor dinamismo de los sectores ligados a la inversión respecto de los más vinculados al consumo— que habían sorprendido a la baja. Las exportaciones y las importaciones evolucionaban también algo por sobre lo

esperado. Las condiciones financieras internas seguían estables y favorables, el canal de crédito se había fortalecido, con incrementos en las colocaciones y aumentos en la demanda por créditos de consumo y comerciales, de acuerdo con la Encuesta de Crédito Bancario. Finalmente, cabía destacar como un elemento positivo en el ámbito interno el avance más rápido que lo previsto de las metas de consolidación fiscal.

Respecto de la inflación, si bien esta fue menor que lo anticipado, especialmente la subyacente, era difícil relacionar esta diferencia con un cambio en el ciclo económico o crediticio, ya que, como se señaló, tras las dudas del tercer trimestre, en el último cuarto del año se había observado una recuperación. Se agregó que la inflación subyacente de bienes podría estar respondiendo a un traspaso del alza del tipo de cambio del segundo semestre a precios que podría haberse retrasado. Si ese fuera el caso, debería esperarse una reversión en el corto plazo, siempre que el tipo de cambio se mantuviera en los niveles actuales por más tiempo. Alternativamente, el hecho que la menor inflación parecía transversal a distintas categorías de bienes sugería que podría estar reflejando el menor dinamismo del consumo respecto de lo anticipado, en cuyo caso la convergencia de la inflación podría tomar algo más de tiempo. Dilucidar la relevancia de estas alternativas asomaba como una tarea prioritaria para el análisis del próximo IPoM de marzo. Además, debía considerarse los posibles cambios que pudiera acarrear la nueva canasta del IPC.

Todos los Consejeros coincidieron en que, dados los antecedentes acumulados, era correcto pensar que el escenario base seguía siendo uno de cierre de las holguras de capacidad y de convergencia de la inflación a la meta durante los próximos dos años. Por lo tanto, concordaron que la orientación general de la política monetaria debía seguir siendo la de una normalización de la TPM hacia su nivel neutral, en línea con lo expresado en el IPoM de diciembre. Así, las opciones de política analizadas fueron: (i) aumentar la TPM en 25pb o mantener la TPM en 2,75%.

El principal argumento a favor de no modificar la TPM era que permitía acumular información adicional sobre la evolución del escenario externo, sus causas y sus canales de transmisión hacia la economía local. Sin embargo, esta opción no solo sorprendería al mercado, sino que además podría señalar un cambio en el escenario base o en la evaluación de la necesidad de ir normalizando la TPM, sin que existieran antecedentes que lo justificaran claramente. La opción de continuar con el retiro del estímulo monetario, aumentado la TPM en 25pb, resultaba plenamente coherente con el escenario base del IPoM de diciembre, el cual no presentaba desviaciones relevantes. Además, era la opción ampliamente esperada por el mercado. Se añadía que el grado de estímulo monetario actual, considerando su distancia con el nivel neutral de la TPM, ofrecía espacios para elevar la tasa sin que los riesgos que se perfilaban implicaran mayores costos. Así, el Consejo acordó unánimemente aumentar la TPM a 3,0%.



# I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

Desde el último IPoM, las perspectivas del escenario internacional han mostrado cambios relevantes. La desaceleración más marcada del crecimiento en las principales economías, junto con la reducción de la inflación efectiva y esperada y la volatilidad financiera, llevó a un giro considerable en la orientación de la política monetaria de los bancos centrales desarrollados. Este cambio, probablemente el más notorio en varios años, llevó a que ahora se muestren abiertos a continuar con la expansividad monetaria y el relajo cuantitativo por más tiempo. En tanto, en China se han reanudado las políticas de estímulo monetario y fiscal. En este contexto, en particular tras lo comunicado por la Reserva Federal (Fed), las tasas de interés de largo plazo descendieron de manera relevante. Sin embargo, los mercados financieros globales siguen susceptibles a noticias potencialmente negativas, como lo reflejan las tensiones de fines del 2018 y las ocurridas al cierre estadístico de este IPoM. Así, se han observado vaivenes en el apetito por riesgo, los flujos de capitales y las monedas emergentes. En el escenario base, las proyecciones de crecimiento mundial se han revisado a la baja respecto de diciembre y siguen considerando que en el período 2019-2020 la economía mundial tendrá un desempeño inferior al del bienio anterior. Al mismo tiempo, las condiciones financieras para las economías emergentes son algo mejores que lo previsto en el IPoM de diciembre. Como resultado, el impulso externo que recibirá la economía chilena en el período 2019-2021 si bien seguirá siendo positivo, será menor al de los dos años previos.

Hacia fines del 2018 —y tras haber alcanzado su *peak* entre fines del 2017 y principios del 2018— el crecimiento de las principales economías tuvo una desaceleración más allá de lo previsto. Los datos de crecimiento fueron especialmente débiles en la Eurozona, que en el cuarto trimestre del 2018 registró una llamativa disminución del comercio dentro y fuera de la región. En China, el crecimiento pasó de 6,8% en el primer trimestre del año pasado a 6,4% en el último. En lo más reciente, distintos datos de actividad de corto plazo se han seguido ubicando por debajo de lo previsto por el mercado (gráfico I.1), lo que ha exacerbado las preocupaciones respecto de la intensidad que podría alcanzar la pérdida de dinamismo de la actividad. Entre ellos, se cuentan la notoria moderación del optimismo empresarial y de las perspectivas manufactureras (PMI), la desaceleración más marcada o incluso la contracción anual de la producción industrial en varias economías y un decaimiento del comercio internacional (gráfico I.2 y I.3).

**GRÁFICO I.1**  
Sorpresas económicas (\*)  
(índice, neutral=0)



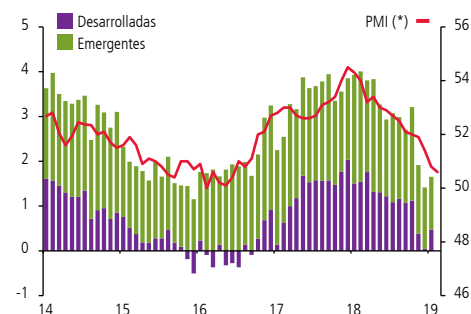
(\*) Un valor positivo (negativo) indica cifras mejores (peores) que lo esperado por el mercado.

Fuente: Citigroup.



**GRÁFICO I.2**  
Producción industrial y perspectiva manufacturera global

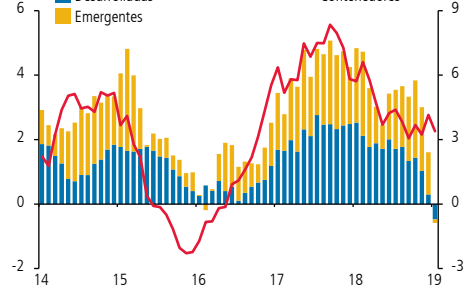
(incidencias, puntos porcentuales; serie original, pivote=50)



(\*) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).  
Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y J.P. Morgan.

**GRÁFICO I.3**  
Exportaciones reales y tráfico de contenedores (\*)

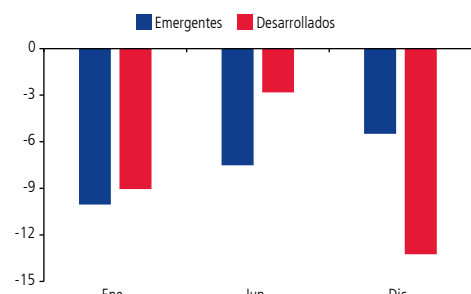
(variación anual, porcentaje)



(\*) Media móvil de tres meses.  
Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Institute of Shipping Economics and Logistics.

**GRÁFICO I.4**  
Caída bursátil en episodios de tensión financiera durante el 2018 (\*)

(porcentaje)



(\*) Para cada evento se calcula el cambio porcentual entre el nivel máximo alcanzado previo a comenzar la caída y el nivel mínimo.  
Fuente: MSCI.

Las dudas sobre el grado de desaceleración de la actividad global se han dado en un contexto en que se han mantenido focos de tensión importantes en otros ámbitos, como las interrogantes sobre los desequilibrios en algunos mercados en China, un conflicto comercial entre esta última y EE.UU. que sigue sin ser resuelto y las dudas entorno al proceso del Brexit. Así, a fines de diciembre pasado se produjo un nuevo episodio de tensión financiera en los mercados globales. Al igual que en eventos previos, esto implicó una caída de las bolsas, una fuerte baja del apetito por riesgo y un aumento significativo de la volatilidad. Sin embargo, la mayor diferencia fue que sus principales efectos se observaron en los mercados desarrollados y no en los emergentes, como había sido el caso en otros eventos ocurridos durante el 2018 (gráfico I.4).

Sumado a todo lo anterior, en la última parte del 2018 varias economías desarrolladas comenzaron a exhibir una moderación de la inflación anual y sus perspectivas, en parte ayudada por la baja del precio del petróleo de fines del año pasado. De este modo, las diferentes medidas de inflación subyacente se ubican en torno a 2% anual en EE.UU. y cerca de 1% anual en la Eurozona. Las perspectivas de inflación total para este año también se han reducido, ubicándose algo por debajo de 2 y 1,5% anual en el primero y la segunda, respectivamente (gráfico I.5).

En este contexto de desaceleración económica, volatilidad financiera y menor inflación, los principales bancos centrales dieron un giro considerable en la orientación de su política monetaria, y comenzaron a comunicar su disposición a continuar con la expansividad de su política monetaria por más tiempo. En el caso de la Fed, su autoridad señaló que el proceso de alza de tasas podría estar llegando a su fin, y que posiblemente ajustaría su balance de manera más pausada. Este cambio de orientación se reforzó en su reunión de marzo de este año, instancia donde redujeron en 50 puntos base la mediana de sus proyecciones para la *fed funds rate* (*ffr*), no previéndose alzas para este año, señalándose que el signo del próximo movimiento de tasa no se vislumbraba con claridad y que disminuirá a la mitad el ajuste de su balance desde mayo. Las expectativas de mercado se han ajustado de forma relevante, e incluso contemplan recortes de la *ffr* en algún tiempo más (gráfico I.9). Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) comunicó que postergaría el momento en que comenzaría a elevar sus tasas, las que se mantendrían en su nivel actual hasta fines del 2019, algo que antes preveía para la segunda mitad de este año. Agregó que, a partir de septiembre, impulsará un programa de liquidez dirigido a la banca, con la intención de aumentar el crédito a los privados. En China, se han seguido agregando medidas de estímulo monetario, como la provisión de mayor liquidez, además de varias otras medidas de impulso fiscal (Recuadro I.1). Todo esto ha dado paso a un descenso significativo de las tasas de interés de largo plazo, en especial en EE.UU.

La suma de todos estos cambios ha llevado a un escenario donde, si bien las perspectivas de crecimiento mundial se han corregido a la baja, las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes, incluido Chile, son algo mejores que lo previsto en el IPoM de diciembre. En todo caso, los mercados siguen estando muy susceptibles a noticias potencialmente negativas. Prueba de ello es que si bien tras el episodio de tensión de fines del 2018 y el cambio

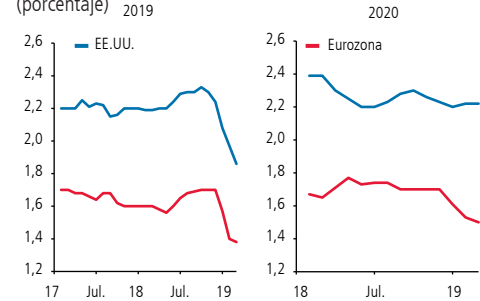
en el mensaje de las autoridades económicas se había observado una reducción de los premios por riesgo, una recuperación de las bolsas y una depreciación global del dólar, en los días previos al cierre estadístico parte de ello se deshizo. En particular, tras la negativa reacción de los mercados a los últimos anuncios de la Fed y a la publicación de datos económicos que nuevamente sorprendieron a la baja en algunas economías de relevancia. De hecho, si bien la caída de las tasas de interés de largo plazo en varias economías desarrolladas tiene una lectura positiva desde el punto de vista de los países emergentes, la curva de rendimiento a diferentes plazos se ha invertido en lo más reciente, señal que preocupa a los mercados financieros dada su relación con una mayor probabilidad de recesión económica.

En cuanto al crecimiento, en el escenario base se prevé que este año y el próximo la economía mundial crecerá 3,3 y 3,2%, cifras menores al promedio de 3,7% anotado en el período 2017-2018 (tabla I.1). Los socios comerciales de Chile tendrán también se expandirán 3,3 y 3,2% en ese lapso (3,6% en promedio el 2017-2018). En estas proyecciones, el mundo desarrollado se expandirá cerca de 1,6% promedio en el 2019-2020, resaltando el desempeño de EE.UU. con 2,1% este año y 1,7% el próximo (2,3 y 1,7% en diciembre), ambas tasas menores que la del 2018 y coherentes con un gradual acercamiento a su crecimiento de tendencia. En el bloque emergente, se proyecta que China crecerá 6,1% este año y 6% el 2020, cifras inferiores a las de años previos y que consideran el normal proceso de convergencia a tasas de expansión menores una vez que la economía va adquiriendo mayor tamaño. En América Latina —excluido Chile— se adelantan crecimientos anuales de 1,6 y 2,3% para este año y el siguiente (0,7% en el 2018), lo que se logrará en la medida en que se consolide la recuperación cíclica de la actividad en la región.

Las proyecciones de crecimiento mundial del escenario base son inferiores a las que se observan en las contrapartes habituales (gráfico I.6). *Consensus Forecasts* (CF) y la OCDE proyectan que el crecimiento mundial será de 3,3% este año y 3,4% el próximo. Para Europa, la proyección del escenario base se reduce de forma importante comparada con diciembre, en línea con las correcciones que ha hecho el BCE. Para EE.UU., la proyección de crecimiento para el 2019 está alineada con lo que prevé el FOMC y es algo menor para el 2020. Respecto de América Latina, CF proyecta que Brasil crecerá 2,4% promedio en el 2019-2020, tras un acotado registro en el 2018 (1,1%) y una contracción en años anteriores. Para México se anticipa que mantendrá su crecimiento en torno a 1,7% este año y el próximo (2% en el 2018). En tanto, Argentina seguirá en recesión este año y volverá a crecer el siguiente (-1,2 y 2,4%, respectivamente).

Por el lado de los términos de intercambio, el precio de la generalidad de las materias primas subió desde el último IPoM (gráfico I.7). En el escenario base, se suponen precios del cobre y del petróleo algo superiores a los previstos en diciembre. En el primero, se proyecta un precio de US\$2,9 en promedio para el período 2019-2021 (US\$2,85 y 2,8 para el 2019 y 2020 en diciembre). Esto, principalmente por el aumento de los estímulos en China y los bajos niveles de inventarios. En el caso del petróleo se prevén precios promedio entre el Brent y el WTI de US\$62 el barril para el 2019 y el 2020 (US\$59 para ambos años, en

**GRÁFICO I.5**  
Expectativa de inflación anual para EE.UU. y la Eurozona (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

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

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

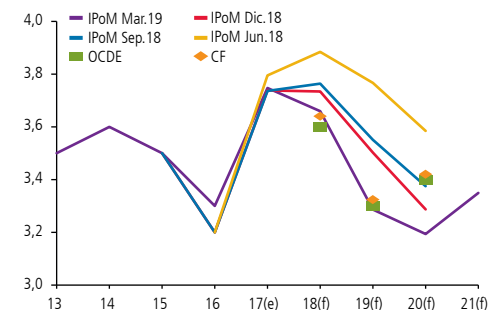
(\*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

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

**GRÁFICO I.6**  
Crecimiento mundial  
(variación anual, porcentaje)



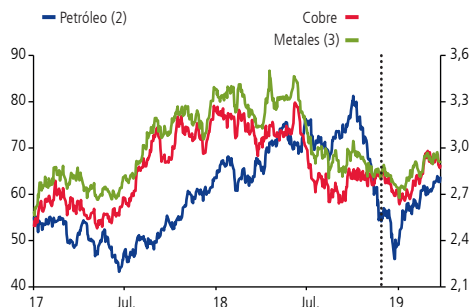
(e) Estimación.

(f) Proyección.

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

**GRÁFICO I.7****Precio de materias primas (1)**

(dólares el barril; dólares la libra; índice, prom. 17-19=3)



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

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

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

Fuente: Bloomberg.

diciembre) y de US\$60 para el 2021, en gran medida por el sobrecumplimiento de los recortes de producción acordados por los miembros de la OPEP —incluso de aquellos exentos de aplicarlos. Con esto, y las revisiones a la baja de las cifras históricas, los términos de intercambio tendrán este año un incremento superior al esperado en diciembre, pero en términos de niveles, serán similares.

Se considera que el balance de riesgos externos sigue sesgado a la baja en cuanto a su impacto en la actividad local. El principal riesgo continúa siendo una reversión abrupta de las condiciones financieras relevantes para las economías emergentes. Esto podría generarse por diversos motivos, como por ejemplo una desaceleración más intensa y generalizada del crecimiento global, toda vez que se podrían profundizar las tendencias recientes de actividad o manifestar ciertas vulnerabilidades de la economía china. También podría gestarse debido a un aumento relevante de la tensión en torno a varios focos de incertidumbre económicos y geopolíticos que han persistido por largo tiempo; a saber, el conflicto comercial entre EE.UU. y China y el Brexit, entre otros. Por un lado, si bien un escenario como este llevaría a que los bancos centrales de las principales economías puedan seguir agregando estímulos monetarios, por otro, aumentaría la aversión al riesgo y disminuirá el precio de las materias primas.

## RECUADRO I.1 ESTÍMULOS A LA DEMANDA GLOBAL: IMPACTO, LÍMITES Y RIESGOS

Durante el 2018, el escenario macroeconómico dio cuenta de una progresiva desaceleración en el ritmo de crecimiento global, especialmente en el sector manufacturero de diversas economías desarrolladas y China. Si bien hasta fines del 2018 EE.UU. se había visto excluido de esta tendencia, en los últimos meses también han surgido dudas respecto de la fortaleza de su ciclo. Esta desaceleración conjunta coincidió con los esfuerzos por parte de algunas economías de avanzar en el retiro de los estímulos. Particularmente notorio es el caso de la normalización de política monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed), y diversas medidas adoptadas por las autoridades chinas para, entre otros, limitar el sobre endeudamiento en su economía. Sin embargo, la reversión en el ciclo global de crecimiento llevó a reponer los estímulos a la demanda. Este recuadro discute el alcance de las medidas expansivas adoptadas en lo más reciente, su impacto sobre el ciclo, los espacios y límites que existen, así como los riesgos asociados a un uso excesivo de estas medidas por un período prolongado.

### Respuesta de las autoridades en China

El gobierno chino fue quien más rápido reaccionó a las señales de desaceleración, y desde mediados del 2018 ha impulsado

medidas fiscales y monetarias. Desde abril del año pasado, el Banco Central de China (PBoC) ha recortado cinco veces su tasa de requerimiento de reservas (RRR), ha flexibilizado los créditos a empresas pequeñas y ha generado incentivos a los bancos privados para prestar a este tipo de empresas. Por el lado fiscal, se han incentivado proyectos en infraestructura, facilitando el proceso de emisión de bonos para los gobiernos locales. Además, se han realizado recortes de impuestos, tanto a empresas como a personas. En el ámbito corporativo, se amplió la devolución de impuestos a las exportaciones. Para estimular el consumo, por su parte, se han reducido los impuestos a la renta y modificado los tramos impositivos. Estas medidas fueron ampliadas a comienzos de este año y, según los anuncios realizados en la apertura del Congreso anual, podrían extenderse aún más. Si bien el uso de estímulos fiscales es una respuesta habitual del gobierno chino, en esta oportunidad su composición está más sesgada a medidas tributarias que a gasto directo en infraestructura (ver línea de tiempo). Este cambio en la composición del estímulo añadiría incertidumbre respecto de su efectividad, pero sería coherente con el objetivo establecido por las autoridades el 2011 de rebalancear las fuentes de crecimiento de la economía.

### CHINA: MEDIDAS DE ESTÍMULOS



En el margen, algunos indicadores sugieren que estas medidas ya podrían estar teniendo algún efecto. Esto se aprecia en las cifras de crédito, los PMI, la inversión en infraestructura y también en la recuperación que han tenido los precios de los activos riesgosos en China<sup>1/</sup> (grafico I.9). Estimaciones de contrapartes sugieren que el impacto de algunas de estas medidas sobre el PIB de corto plazo sería de al menos medio punto porcentual, lo cual limitaría una mayor desaceleración<sup>2/</sup>.

**GRÁFICO I.8**

**Inversión en activo fijo por sector (\*)**  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Promedio móvil de tres meses. Debido al año nuevo chino, no se disponen de cifras para enero por lo que se ocupan las de febrero.

Fuente: Bloomberg.

Si bien estas medidas apuntalarían el crecimiento a corto plazo, podrían incrementar los riesgos asociados a diversos desbalances que ha acumulado la economía china. En primer lugar, su endeudamiento global se ubica en torno a 3 veces su PIB, lo que resulta muy elevado, especialmente para una economía emergente. Si bien esta deuda está denominada mayoritariamente en moneda local, una proporción elevada ha sido concedida por una industria informal —*shadow banking*—, la cual es escasamente regulada. En segundo lugar, si bien en 2018 la cifra oficial de déficit fiscal se ubicó levemente sobre 4% del PIB, según el FMI, esta podría superar el 10% si se incluyen los balances de gobiernos locales y otras partidas. Estas estimaciones sitúan a la deuda pública ampliada en niveles superiores a 70% del PIB y apuntan a que esta podría elevarse sobre 90% hacia el 2023. Adicionalmente, un manejo financiero inapropiado podría gatillar salidas de capitales, las que en el pasado han ocasionado presiones cambiarias y pérdidas significativas de reservas internacionales. Si bien algunos de estos riesgos lucen menos apremiantes que a comienzos del 2016<sup>3/</sup>, dosis adicionales de estímulo, aplicadas sobre una

<sup>1/</sup> El aumento en la ponderación de Índices globales también podría haber influido en esta alza.

<sup>2/</sup> Considera a los siguientes bancos de inversión: CITI, JPMorgan y UBS.

<sup>3/</sup> Ver Recuadro I.1, IPoM Marzo 2016.

economía que ha ido acumulado desbalances y que requiere de un elevado crecimiento para contenerlos, podría ser perjudicial en el mediano plazo.

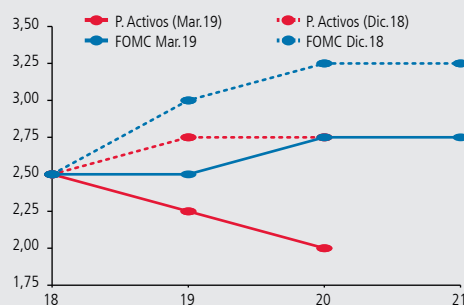
**Respuesta en las economías desarrolladas**

Otros bancos centrales también han dado señales claras de un cambio de sesgo en su política monetaria. En particular, en su reunión de marzo, la Fed indicó que sería paciente al evaluar sus futuros movimientos, y anunció que suspendería la reducción de su hoja de balance en septiembre. Esto representa un giro significativo en su estrategia de política monetaria, yendo incluso más allá de lo esperado por el mercado tras la reunión de enero. El BCE, por su parte, anunció una tercera ronda de financiamiento directo al sistema bancario (TLTRO III) y también postergó el inicio de su ciclo de alza de tasas hacia finales del 2019. Otros bancos centrales también han señalado una política monetaria algo más *dovish*, generando un contexto de mayor liquidez global.

Los precios de los activos han recogido estas señales. Los futuros de tasa de política en EE.UU. apuntan a dos recortes en 2020 y la tasa larga del bono de tesoro, que había llegado a situarse en torno a 3,25%, hoy lo hace en torno a 2,4% (gráfico I.10 ). Respecto del episodio de *stress* financiero de fines del 2018, las señales de una política monetaria más acomodaticia, favorecieron la entrada de capitales hacia las economías emergentes, elevaron los precios de los activos riesgosos y el de diversas materias primas, incluido el cobre. Esto, más allá de que se siguen observando ciertas tensiones en los mercados.

**GRÁFICO I.9**

**Límite superior esperado para la tasa de fondos federales (\*)**  
(a diciembre de cada año, porcentaje)



(\*) Considera que el valor entregado por la Fed se refiere al punto medio del rango para la tasa.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

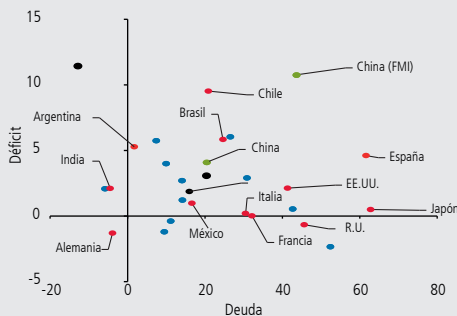
Si bien se han hecho esfuerzos para revertir la desaceleración en el ritmo de crecimiento a través de un mayor impulso monetario, existen límites. Por una parte, las tasas de referencia en diversas

economías desarrolladas se ubican en niveles bajos, estando en muchos casos aún cerca del *zero lower bound*. Si bien es posible fijar tasas negativas, como lo ha hecho el BCE, su efectividad es dudosa pues, entre otros problemas, genera complicaciones para el normal funcionamiento del sistema bancario, pudiendo incluso no resultar expansivas. Un riesgo latente asociado a la implementación de estímulos monetarios es que, de extenderse por períodos prolongados, podrían exacerbar la disposición a tomar riesgos, elevando aún más el nivel de endeudamiento y apreciando en exceso ciertos activos financieros riesgosos, los cuales podrían eventualmente sufrir ajustes mayores.

En el plano fiscal existen pocas economías con holguras. Durante la crisis financiera global del 2008 y la posterior crisis del euro, diversos gobiernos de economías desarrolladas y emergentes aplicaron cuantiosas dosis de estímulo. Estos esfuerzos elevaron significativamente la deuda pública de dichas economías, comprometiendo en algunos casos sus calificaciones crediticias. En promedio la deuda como porcentaje del PIB ha crecido cerca de 24 puntos porcentuales desde el 2007 considerando un grupo de países seleccionados (gráfico I.11). En el caso particular de EE.UU., el haber implementado una reforma tributaria al inicio de esta administración limita su espacio para dosis adicionales de estímulo. En las economías avanzadas, las bajas tasas de interés, resultado de los cuantiosos estímulos monetarios, mantienen contenido el servicio de deuda, generando cierta holgura fiscal. No obstante, esto podría representar un riesgo si fueran a revertirse. Una de las excepciones sería Alemania, que mantiene un superávit fiscal de 1,5% y un ratio deuda sobre PIB cercano a 60%, aún bajo en comparación con otros desarrollados. Un mayor impulso fiscal en Alemania podría reimpulsar el crecimiento en Europa y contener los desbalances internos dentro de la Eurozona.

Desde la perspectiva del escenario base del IPoM, las diversas medidas de estímulo implementadas sostendrían las proyecciones de actividad de corto plazo, y permitirían una suave convergencia del ciclo global. Es en parte por estos estímulos, que se corrige levemente a la baja la proyección de crecimiento en EE.UU. y no se ajusta la de China en el horizonte de proyección. Por su parte, la corrección en la Eurozona es de mayor magnitud, por la profundidad de su desaceleración actual y por la dificultad que supondría interponer estímulos de demanda en proporciones similares a los anunciados por China y EE.UU. de forma coordinada y oportuna. Desde la perspectiva de las economías emergentes y exportadoras de materias primas, estos estímulos revertirían el deterioro en las condiciones financieras observado en el 2018 y permitirían sostener mejores términos de intercambio. Todo esto tendría como correlato riesgos de mediano plazo, si la necesidad de estos estímulos se prolonga en el tiempo, o estos se mantienen más allá de lo necesario por temor a nuevas dificultades una vez que la economía global retome su dinamismo.

**GRÁFICO I.10**  
Cambio en el déficit y deuda fiscal entre 2007 y 2018  
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Bloomberg y FMI.



## II. CONDICIONES FINANCIERAS

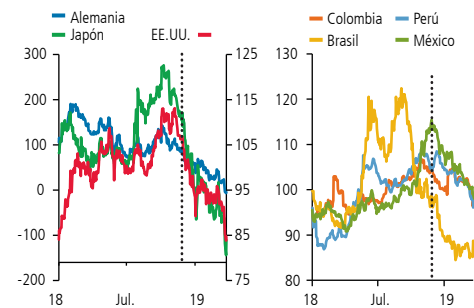
*Este capítulo revisa la evolución de las condiciones financieras locales y externas.*

Las condiciones financieras externas son algo más favorables que lo previsto en el IPoM pasado, principalmente como consecuencia de un giro considerable en la orientación de política monetaria de los principales países desarrollados. Ello, en un contexto en que las principales economías han mostrado una desaceleración por sobre la prevista, y en que las expectativas inflacionarias a nivel global se redujeron. En este escenario, las tasas de interés disminuyeron de manera generalizada, al igual que los premios por riesgo a nivel global. Con todo, los mercados financieros globales siguen susceptibles a noticias potencialmente negativas, como lo refleja su comportamiento en los días previos al cierre estadístico de este IPoM. Por su parte, las condiciones financieras internas se mantienen favorables, con tasas de interés que permanecen bajas en perspectiva histórica, un crecimiento del crédito que, en general, siguió aumentando, e indicadores cualitativos que dan cuenta de un fortalecimiento tanto de la demanda como de la oferta por crédito.

A fines del 2018, se registró una profundización del escenario de incertidumbre global, que se manifestó en un aumento de la volatilidad y un menor apetito por riesgo. Esto, entre otros factores, por una mayor preocupación acerca del crecimiento de las principales economías y una agudización de los riesgos en el ámbito político y económico. Ello, junto con otros elementos, como las menores presiones inflacionarias, gatilló un giro considerable en la orientación de política monetaria de los principales bancos centrales, mostrándose abiertos a mantener su expansividad por más tiempo. Estas y otras medidas, como las implementadas en China para hacer frente a la desaceleración de su economía, contribuyeron a atenuar la incertidumbre antes mencionada. Así, las tasas de interés de largo plazo tuvieron bajas significativas, los premios por riesgo disminuyeron y las bolsas subieron a nivel global (gráficos II.1, II.2 y II.3).

De cualquier manera, los mercados se mantienen susceptibles a noticias potencialmente negativas. Un ejemplo de ello es lo ocurrido en los días previos al cierre estadístico de este IPoM, donde tras los últimos anuncios de la Reserva Federal y datos económicos que volvieron a sorprender a la baja se verificaron nuevas tensiones. Se suma el resurgimiento de temores por aquellas economías emergentes que se perciben como más vulnerables, como Argentina y Turquía. En este contexto, se apreciaron vaivenes en los flujos de capitales al mundo emergente, que hacia el cierre estadístico de este IPoM moderaron su entrada respecto de los primeros meses del 2019 e incluso tuvieron salidas desde algunas economías. Las monedas emergentes también han tenido

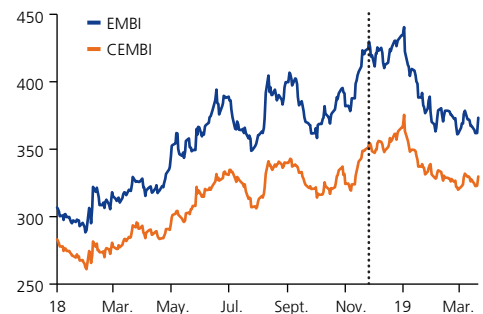
**GRÁFICO II.1**  
Tasas de interés a 10 años (\*)  
(índice 2018-2019 = 100)



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

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO II.2**  
Premio por riesgo en países emergentes (1)(2)  
(puntos base)



(1) Emerging Markets Bond Index y Corporate Emerging Markets Bond Index.

(2) Línea vertical punteada indica cierre estadístico del IPoM de diciembre del 2018.

Fuente: Bloomberg.

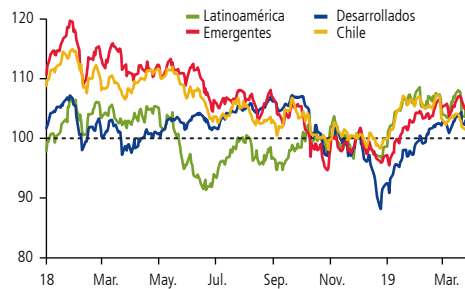




**GRÁFICO II.3**

**Mercados bursátiles (\*)**

(índice cierre estadístico IPoM dic. 18 = 100)



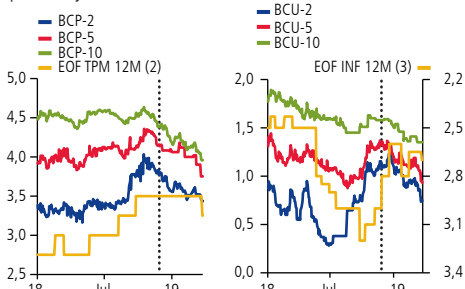
(\*) Índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International. Para el caso de Chile se utiliza el IPSA.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO II.4**

**Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1)**

(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre del 2018.

(2) Corresponde a las expectativas para la TPM de la EOF.

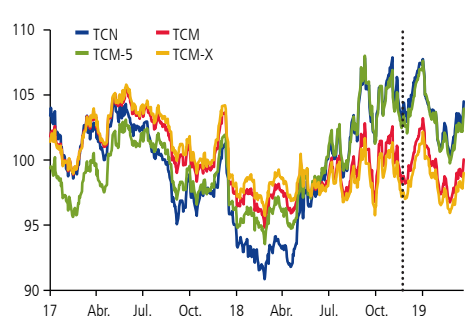
(3) Corresponde a las expectativas para la inflación de la EOF. Eje invertido.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.5**

**Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (\*)**

(índice 2017-2019 = 100)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

fluctuaciones relevantes en estos meses, con una apreciación generalizada a principios de año, que contrasta con la depreciación que tuvieron en lo más reciente. El escenario base de este IPoM supone que las condiciones financieras continuarán algo más favorables que lo contemplado en el IPoM de diciembre, aun cuando no descarta la ocurrencia de nuevos episodios de volatilidad, que de todos modos no significarían un *shock* negativo de mayor relevancia para las economías emergentes. Escenarios de sensibilidad respecto de este supuesto y sus implicancias para la orientación general de la política monetaria se discuten en el capítulo V de este Informe.

En Chile, los mercados financieros siguieron las tendencias globales. Así, las tasas de interés de los instrumentos de renta fija local, aunque con vaivenes, disminuyeron desde el cierre del IPoM de diciembre, lo que fue más evidente en las tasas nominales (gráfico II.4). En particular, las tasas de interés a diez años mostraron los descensos más marcados, de alrededor de 40 puntos base (pb); mientras las tasas a cinco y dos años disminuyeron en torno a 35 y 30pb, respectivamente. En el caso de la tasa nominal a dos años, su evolución también se vio influida por la menor trayectoria esperada por el mercado para la Tasa de Política Monetaria, en particular tras la Reunión de Política Monetaria de enero y datos de inflación que han sorprendido a la baja, en especial tras conocerse el IPC con la nueva canasta 2018=100. Las tasas en UF a dos, cinco y diez años mostraron reducciones en torno a los 25pb. Por su parte, el premio por riesgo soberano y corporativo, medido por el EMBI y el CEMBI, ha disminuido desde el último cierre, con variaciones cercanas a -20 y -15pb, respectivamente. La bolsa local (IPSA), aunque con vaivenes, aumentó respecto del cierre estadístico del IPoM anterior. En este resultado se combinaron los factores globales ya mencionados y algunos elementos idiosincráticos. Ejemplo de esto es la caída del IPSA de finales de febrero, relacionada con ciertas operaciones de aumentos de capital, resultados desfavorables en algunas empresas y el resurgimiento de temores sobre la economía brasileña y la argentina.

El tipo de cambio también mostró vaivenes importantes, acorde con lo sucedido con la mayoría de las monedas emergentes (tabla II.1). Así, la moneda local registró máximos cercanos a los \$700 por dólar a principios de enero —en un momento en que se hacía evidente una mayor incertidumbre a nivel global— y mínimos que se aproximaron a los \$650 por dólar en febrero. Al cierre estadístico de este IPoM, la paridad peso/dólar se ubicaba en torno a \$670, lo que comparado con el cierre del último Informe significa una apreciación neta de 0,7% (gráfico II.5). Las medidas de tipo de cambio multilateral (TCM, TCM-5 y TCM-X), luego de vaivenes similares han tenido cambios de 0,1, -0,6 y 0,3%. Por su parte, el tipo de cambio real (TCR) ha disminuido respecto de fines del 2018, llegando a un valor de 91 en febrero y a una estimación para marzo algo por debajo de 92. Este registro se ubica bajo el promedio de los últimos quince a veinte años. Como supuesto de trabajo, en el escenario base se prevé que el TCR volverá a esos niveles durante el horizonte de proyección.

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

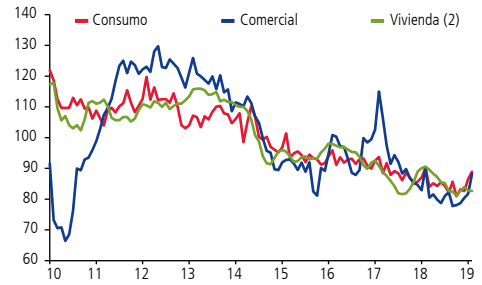
|   | Variación TCN IPoM marzo 2019 |             |             |             |
|---|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|
|   | IPoM Dic.18                   | IPoM Sep.18 | IPoM Jun.18 | IPoM Mar.18 |
| <b>América Latina (excl. Chile) (2)</b> | <b>-2,6</b>                   | <b>-1,6</b> | <b>-0,2</b> | <b>9,8</b>  |
| Brasil                                  | 0,3                           | -4,9        | 1,5         | 17,6        |
| Chile                                   | -0,7                          | 0,8         | 6,3         | 11,4        |
| Colombia                                | -2,9                          | 4,3         | 8,8         | 9,1         |
| México                                  | -6,2                          | 0,7         | -4,9        | 2,1         |
| Perú                                    | -2,3                          | -0,1        | 0,9         | 1,3         |
| <b>Exportadores de commodities (2)</b>  | <b>1,7</b>                    | <b>1,8</b>  | <b>6,1</b>  | <b>8,9</b>  |
| Australia                               | 2,3                           | 3,0         | 6,9         | 10,2        |
| Canadá                                  | 0,9                           | 2,3         | 3,1         | 3,4         |
| Nueva Zelanda                           | -0,7                          | -3,2        | 1,9         | 6,0         |
| Sudáfrica                               | 3,3                           | 0,0         | 13,3        | 21,6        |
| <b>Economías desarrolladas (2)</b>      | <b>-2,4</b>                   | <b>-1,0</b> | <b>1,2</b>  | <b>4,6</b>  |
| Eurozona                                | 0,3                           | 1,8         | 3,2         | 9,0         |
| Japón                                   | -2,0                          | 0,1         | 1,3         | 4,4         |
| Reino Unido                             | -3,2                          | -3,1        | 0,8         | 5,0         |
| <b>Otras economías emergentes</b>       |                               |             |             |             |
| China                                   | -3,3                          | -2,1        | 4,7         | 6,0         |
| Rep. Corea                              | 0,3                           | 1,0         | 5,4         | 5,7         |
| India                                   | -3,1                          | -1,4        | 2,5         | 6,1         |
| Indonesia                               | -2,4                          | -2,7        | 2,1         | 3,3         |
| Polonia                                 | 0,1                           | 1,8         | 3,2         | 11,4        |

(1) Los valores reflejan el cambio porcentual entre el cierre estadístico del IPoM correspondiente y el cierre del presente IPoM. El TCN de cada cierre es calculado como el promedio de los últimos diez días hábiles. Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.  
(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2018.

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

En cuanto al crédito interno, las tasas de interés siguen bajas en perspectiva histórica y el crecimiento anual de las colocaciones reales aumentó en todos los segmentos (gráficos II.6 y II.7). Asimismo, información cualitativa continúa mostrando un panorama más expansivo. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del cuarto trimestre del 2018 dio cuenta de una mayor fortaleza de la demanda en todas las carteras, en especial la de grandes empresas. Para este segmento, entre los factores que explican el cambio destaca la mayor necesidad de capital de trabajo. En el ámbito de la oferta, resaltan condiciones de otorgamiento crediticio menos restrictivas hacia grandes empresas y algo menos favorables para fines hipotecarios (gráfico II.8). Por su parte, los bancos entrevistados en el marco del Informe de Percepciones de Negocios de febrero señalaron que las condiciones de otorgamiento crediticio han continuado flexibilizándose en el margen, con tasas de interés de colocaciones que siguen mencionándose como bajas en términos históricos. Estos también reportan aumentos de las colocaciones comerciales y de consumo.

**GRÁFICO II.6**  
Tasa de interés por tipo de colocación (1)  
(índice 2010-2019=100)

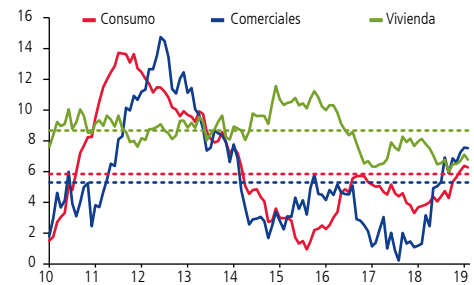


(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

(2) Corresponden a colocaciones en UF.

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

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

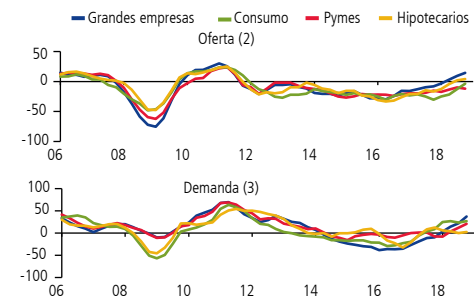


(1) Datos reales construidos con la serie empalmada del IPC.

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

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

**GRÁFICO II.8**  
Encuesta de Crédito Bancario (1)  
(balance de respuestas, porcentaje)



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

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.



### III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

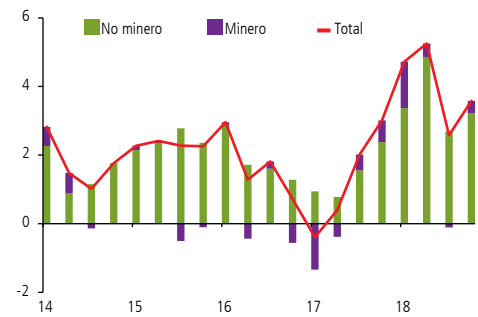
Tal como se había anticipado en diciembre, tras la pausa observada en el tercer trimestre, la economía retomó un mayor ritmo de crecimiento en los últimos meses del año pasado e inicios del presente. La expansión del PIB alcanzó a 4% anual en el 2018, en línea con lo proyectado en el último IPoM, donde destacó el desempeño de los sectores no mineros, en particular de aquellos ligados a la inversión (gráfico III.1). Coherente con esto, la formación bruta de capital fijo (FBCF) se mantuvo como el componente más dinámico de la demanda interna.

De este modo, el cierre de las Cuentas Nacionales Anuales —habitual en marzo— no modificó la evaluación del escenario económico local. No obstante, sí dio cuenta de algunas variaciones en los componentes del gasto, entregando un mayor crecimiento del consumo en el período 2016-2018 y una aceleración más tardía de la inversión. Incluso, hacia el cuarto trimestre del 2018 la FBCF fue bastante más dinámica que en las estimaciones preliminares. Acorde con el comportamiento de la demanda, el saldo de la cuenta corriente también se tornó más negativo que en estimaciones previas, sobre todo en el período 2017-2018.

#### ACTIVIDAD Y DEMANDA INTERNA

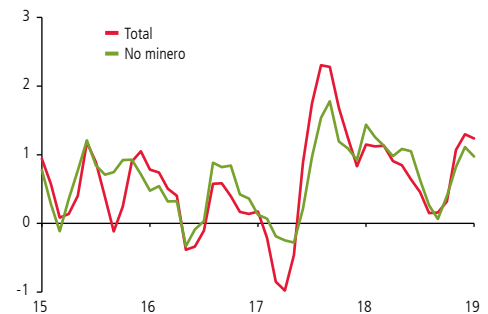
Acorde con lo previsto, la actividad de los sectores no mineros ha mostrado un mayor dinamismo en los últimos meses (gráfico III.2). En su interior, los rubros que más mejoraron su desempeño fueron los relacionados con la inversión, como la construcción. El crecimiento del comercio siguió sustentado, en buena medida, por el comportamiento de las líneas mayoristas, también relacionadas con la inversión. En todo caso, de igual manera algunas ramas del comercio minorista han ido gradualmente mostrando un mayor ritmo de expansión en los últimos meses. Además, se espera que el impacto negativo del menor flujo de turistas argentinos respecto de trimestres anteriores desaparezca al término del primer semestre de este año. Esto habría restado entre 0,3 y 0,6 puntos porcentuales (pp) al avance del comercio durante el 2018 (Recuadro III.1).

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



Fuente: Banco Central de Chile.

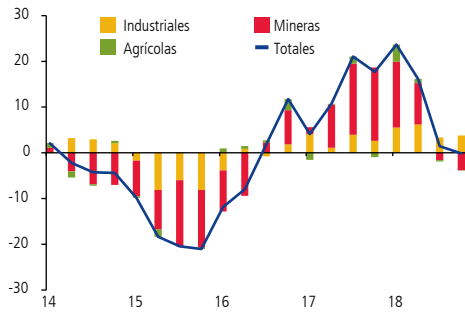
**GRÁFICO III.2**  
Imacec (\*)  
(variación respecto de trimestre móvil previo, porcentaje)



(\*) Serie desestacionalizada.

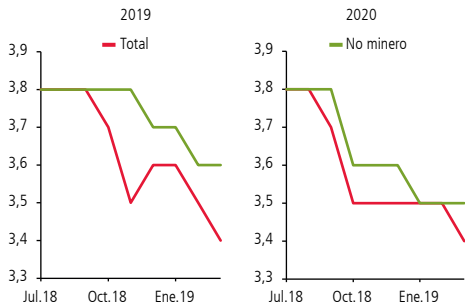
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.3**  
Crecimiento nominal anual de las exportaciones  
(incidencias, puntos porcentuales)



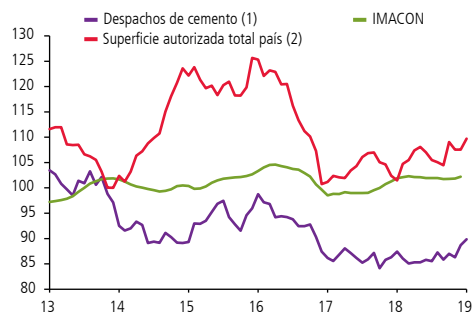
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.4**  
Expectativas de crecimiento del PIB (EEE)  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.5**  
Indicadores de edificación  
(índice 2013=100, promedio móvil trimestral de la serie  
desestacionalizada)



(1) Serie desestacionalizada con X13.

(2) Promedio móvil anual.

Fuentes: Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.

La actividad manufacturera, más allá de la volatilidad usual de sus resultados, tuvo una evolución favorable tras la marcada contracción de septiembre pasado, atribuida al menor número de días hábiles<sup>1/</sup>. En el último tiempo, la producción en las líneas asociadas al sector exportador es la que más ha resaltado en la dinámica del rubro, liderada por bienes alimenticios y de celulosa. De hecho, en el cuarto trimestre, las exportaciones totales tuvieron un crecimiento superior al previsto, y parte importante de la sorpresa positiva provino de los envíos de origen industrial (gráfico III.3). Los precios internacionales de estos productos también mostraron un desempeño favorable en la última parte del año, con lo que las exportaciones manufactureras completaron el 2018 con un avance nominal de 12,3% anual, el más alto en varios años. Información preliminar del primer trimestre indica que permanecen en niveles altos, pese a cierta moderación en el margen.

El desempeño de la minería en el último tiempo ha dado cuenta de cierta inestabilidad, debido a la recurrencia de una serie de factores puntuales, como condiciones climáticas adversas o trabajos de mantenimiento, que han causado la paralización en algunas faenas de grandes empresas mineras. Se suma que una parte de estas firmas ha evidenciado los efectos de menores leyes del cobre, factores que repercutirán en el crecimiento del PIB del sector en el primer semestre.

En el escenario base, el Consejo estima que el rango de crecimiento proyectado para este año es 3-4% (3,25-4,25% en diciembre). Esto considera una expansión del PIB que disminuirá durante el primer semestre respecto de fines del 2018, principalmente por el avance más acotado que sostendría la minería, debido a los elementos transitorios mencionados. Los sectores no mineros conservarían su buen desempeño, en especial los asociados a la inversión. Ello, en medio de un impulso externo que se prevé seguirá siendo positivo en los próximos dos años, aunque menor al del bienio anterior, y de una política monetaria cuyo ritmo de normalización será más pausado que lo indicado en diciembre. Para el 2020 y el 2021, los rangos de crecimiento se sitúan en 3-4% y 2,75-3,75%, respectivamente. En cuanto a las perspectivas privadas, según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo, el PIB total crecería 3,4% este y el siguiente año, lo que significa un retroceso de 0,4pp desde julio pasado a la fecha, posiblemente también dando cuenta del reciente comportamiento que ha mostrado la minería. De hecho, las proyecciones para el componente no minero han tenido correcciones algo más acotadas y se ubican en 3,6% el 2019 y 3,5% el 2020 (gráfico III.4). Para el 2021, la EEE contempla un incremento del PIB total de 3,5%, lo mismo que para la parte no minera.

En cuanto a la demanda interna, la FBCF ha aumentado su impulso en los últimos meses y se mantiene como su componente más dinámico. Como ha sido la tónica desde hace varios trimestres, maquinaria y equipos es el agregado que sostiene el mayor avance, con importaciones de bienes de capital que permanecen en niveles altos. Construcción y obras ha seguido mejorando su desempeño, como se aprecia en la evolución reciente de diversos indicadores

<sup>1/</sup> Recuadro III.1, IPoM diciembre 2018.

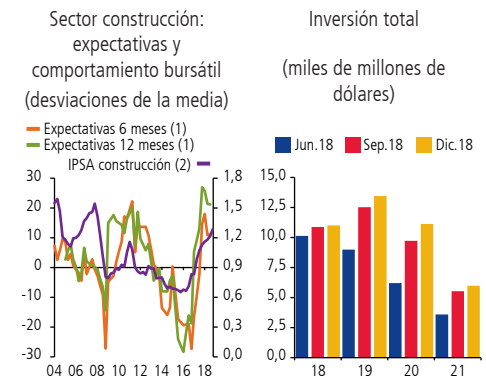
de edificación —habitacional y no habitacional— o en la contratación de servicios, como los de arquitectura e ingeniería (gráfico III.5). Aun cuando la minería concentra el grueso de la mayor inversión, distintas fuentes apuntan a que esta ha comenzado a recuperarse en otros sectores. El Informe de Percepciones de Negocios (IPN) ratifica que, en una mayor cantidad de rubros, como el forestal y el acuícola, se aprecia un incremento de la inversión, aunque vuelve a mencionar que una parte de las iniciativas vigentes no necesariamente están orientadas a ampliar la capacidad instalada.

Hacia adelante, varios elementos apuntan a una evolución favorable de la FBCF. El Catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) del cuarto trimestre del 2018 corrige al alza las perspectivas para este y los próximos dos años, con especial énfasis en el 2020. Según este reporte, los montos de proyectos mineros, cuyas prospecciones no fueron revisadas, continuarán encabezando la inversión total, seguidos por los del sector energético y el inmobiliario, que agrupa la edificación habitacional y comercial. Respecto de esta última, resalta el optimismo de las opiniones recogidas en el marco del IPN. Las expectativas medidas por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) permanecen positivas en perspectiva, coincidiendo con el movimiento bursátil de las empresas del rubro (gráfico III.6).

El consumo privado cerró el 2018 con un crecimiento anual superior al de años anteriores (4%; 2,6% en promedio en el período 2014-2017). No obstante, este tuvo cierta moderación durante el segundo semestre, relacionado, principalmente, con el componente de bienes durables. Ello, en especial, por la estabilización de las ventas automotrices, que en el 2018 llegaron a máximos históricos (gráficos III.7 y III.8). Una trayectoria parecida muestran las internaciones de estos ítems, que siguen elevadas junto con el resto de las importaciones de bienes destinadas al consumo. El segmento habitual sostuvo una expansión anual más estable a lo largo del año. La parte de servicios lideró los registros, resaltando la incidencia del gasto en salud y comunicaciones, en tanto que en la de bienes no durables predominaron las compras de alimentos, vestuario y calzado, así como combustibles.

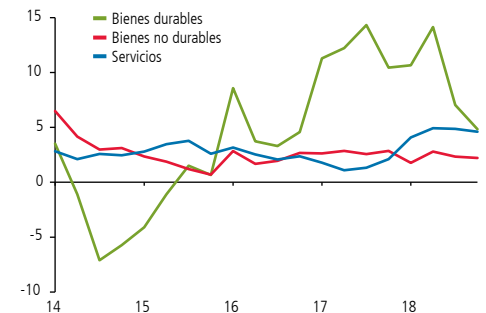
En cuanto a los determinantes del consumo, la situación del mercado laboral no exhibe cambios sustantivos desde el IPoM pasado. Las cifras del INE dan cuenta de una tasa de desocupación que se ha mantenido en torno a 7%, en tanto el crecimiento del empleo en el margen no se aleja mayormente de lo que había promediado en los últimos seis meses. Los salarios nominales continúan creciendo a tasas del orden de 4% anual. Las percepciones recabadas en el IPN indican que el grueso de los entrevistados no contempla grandes ajustes de sus dotaciones, mientras las presiones al alza sobre los salarios vuelven a señalarse escasas, agregando que los aumentos corresponden principalmente a la inflación. Respecto de la confianza de los consumidores, a febrero los datos del IPEC total permanecían algo por debajo del valor neutro. Sus componentes, en todo caso, exhibían comportamientos disímiles. Destacaba el optimismo que habían sostenido las expectativas relacionadas con la compra de bienes durables, en particular de equipamiento para el hogar.

**GRÁFICO III.6**  
Expectativas para la FBCF



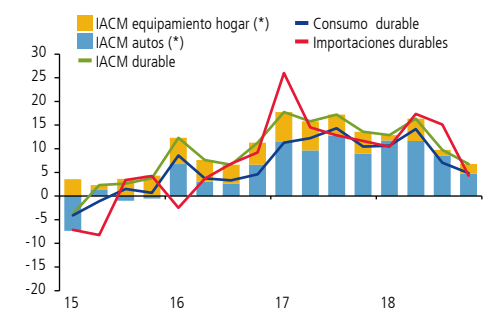
(1) Expectativas de la Cámara Chilena de la Construcción: desviaciones de la media entre 2004 y 2008.  
(2) Ratio entre el IPSA de empresas del rubro y el IPSA total.  
Fuentes: Bloomberg, Cámara Chilena de la Construcción y Corporación de Bienes de Capital.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.8**  
Indicadores de consumo durable  
(variación real anual, porcentaje)

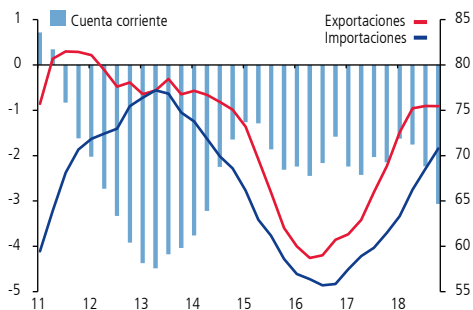


(\*) Incidencias (puntos porcentuales) en la variación real anual del IACM durable.

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

**GRÁFICO III.9**

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



(\*) Acumulado en un año móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el transcurso del segundo semestre del 2018 se verificó una mayor variación de inventarios, sobre todo en el cuarto trimestre. Con ello, esta alcanzó a 1,3% del PIB en el año (0,5% en el 2017). Al descontar este agregado, se obtiene que el incremento de la demanda final fue de 3,9% anual el año previo (4,7% anual la demanda interna total). Gran parte del stock se acumuló en el sector exportador. Información cualitativa sugiere que una fracción importante de este provendría del rubro vitivinícola, con motivo de la abundante cosecha de uva en la temporada 2017-2018. En menor medida, también destacaron las mayores existencias de maquinaria y equipos —coherente con las cifras mensuales de inventarios del INE. Esto último sugiere que, a la fecha, solo una parte de las importaciones de estos bienes se ha traducido en inversión efectiva. Sin embargo, la evaluación de inventarios en el comercio, en conjunto con las perspectivas de ventas de estas firmas (IMCE), permite augurar un buen desempeño en lo venidero.

En línea con el comportamiento de la demanda local, el déficit de la cuenta corriente aumentó en el cuarto trimestre. Esto se debió, en gran parte, al importante dinamismo de las importaciones en ese período, esencialmente de bienes de capital, lo que influyó en un resultado menos positivo de la balanza comercial. Con ello, el déficit de la cuenta corriente en el 2018 llegó a 3,1% del PIB, por sobre lo previsto en el IPoM anterior (gráfico III.9). Este registro es el más alto de los últimos cinco años, y se suma a las revisiones para los años 2016 y 2017 contenida en las Cuentas Nacionales Anuales, a 1,6 y 2,2% del PIB, respectivamente (1,4 y 1,5% en diciembre). El ajuste obedeció, en buena medida, a términos de intercambio que resultaron menores que los calculados inicialmente, en lo principal por precios de exportación más bajos en el sector minero. Para el 2017, también influyó de manera sustantiva la corrección en el componente de rentas netas.

## RECUADRO III.1 ALCANCES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TURISMO EN COMERCIO

Entre los años 2015 y 2017, el comercio se favoreció del alto flujo de turistas argentinos. Sin embargo, desde comienzos del anterior, el ingreso de dichos turistas ha disminuido de forma significativa. Este recuadro da cuenta de los efectos que tuvo este fenómeno sobre la actividad del comercio.

A comienzos del 2015, se empezó a observar un incremento del número de turistas ingresando al país, por sobre los registros previos, que se concentró en visitantes provenientes de Argentina. La entrada de turistas trasandinos, que según estimaciones de Sernatur había promediado alrededor de 1,1 millones por año en el período 2008-2014, creció a un ritmo de casi 37% anual durante 2015-2017. Con esto, a diciembre del 2017, el número de turistas argentinos acumulados en el año alcanzó a 3,3 millones, representando 52% del total de turismo nacional<sup>1/</sup> (gráfico III.10).

**GRÁFICO III.10**  
Ingreso mensual de turistas  
(millones de personas)



Fuentes: Subsecretaría de Turismo y Sernatur.

De la mano de este aumento en el número de visitas, resultó además un mayor gasto por parte de los turistas argentinos. Sin embargo, este habría subido en una proporción significativamente mayor, dando origen al fenómeno de "turismo de compras"<sup>2/</sup>. Con esto, sus compras totales en el 2017 estuvieron por encima

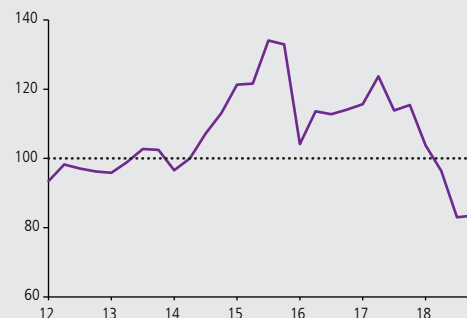
<sup>1/</sup> Esta participación podría ser mayor, dado que parte de la inmigración desde Haití y Venezuela afectan las cifras de turismo total.

<sup>2/</sup> El gasto promedio por visitante registrado en el 2014 fue de 2,8UF, mientras que en el 2017 esta cifra fue de 7,4UF.

de los US\$1.000 millones<sup>3/</sup>, comparado con US\$150 millones en el 2014.

Entre las causas del alza de los años 2015-2017, puede mencionarse la depreciación del tipo de cambio real bilateral (gráfico III.11), y la existencia de políticas arancelarias e impositivas, que significaban que algunos productos importados se comercializaban en Argentina a precios significativamente mayores a los que imperaban en Chile.

**GRÁFICO III.11**  
Tipo de cambio real bilateral Chile - Argentina (\*)  
(índice 2013=100)



(\*) TCR bilateral informado por el Ministerio de Hacienda de Argentina, considerando cifras de inflación revisadas. Expresado desde la perspectiva de Chile: TCRB = TCNB \* (P.Argentina / P. Chile), con TCNB = pesos chilenos por peso argentino. Un aumento indica una ganancia relativa del poder de compra de pesos argentinos sobre la canasta de bienes chilenos.

Fuente: Ministerio de Hacienda de Argentina.

A partir del cuarto trimestre del 2017, la situación se revirtió. El número de turistas argentinos empezó a reducirse paulatinamente, probablemente debido a la eliminación del arancel de importación de algunos productos tecnológicos — como notebooks y tablets— en abril del 2017. Después de mayo, tras una importante depreciación de su moneda, esta caída se exacerbó<sup>4/</sup>. A esto, se suma que la actividad económica en dicho país exhibió un magro desempeño durante el 2018. Así, en el segundo semestre de ese año el número de visitantes

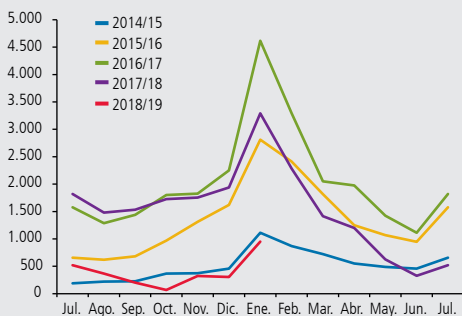
<sup>3/</sup> Esta cifra corresponde al gasto con tarjetas de crédito y débito emitidas en Argentina, según los datos de Transbank procesados por la Subsecretaría de Turismo y Sernatur. A esto habría que sumar las ventas en efectivo.

<sup>4/</sup> Entre abril y septiembre del 2018, el peso argentino se depreció 89% respecto del dólar estadounidense.



provenientes de Argentina disminuyó en 43% respecto de igual período del año anterior. Posteriormente, el gasto de los turistas argentinos ha retornado a niveles similares a los observados antes de que empezara este fenómeno (gráfico III.12).

**GRÁFICO III.12**  
Gasto realizado con tarjetas de crédito y débito emitidas en Argentina (miles de UF)

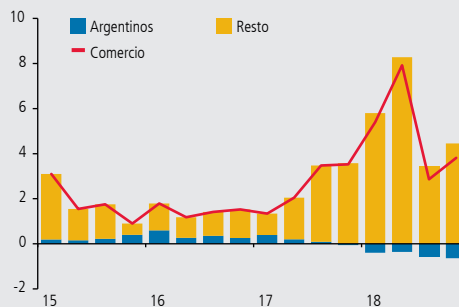


Fuentes: Subsecretaría de Turismo y Sernatur, en base a datos de Transbank.

Respecto del impacto que tendría esta caída de las compras de los argentinos sobre el comercio, se estima que la contribución habría sido levemente negativa en el cuarto trimestre del 2017 y se habría ido intensificando en el transcurso del 2018 (gráfico III.13). Con esto, el sector habría crecido entre 0,3 y 0,6 puntos porcentuales menos en el 2018<sup>5/</sup>. La contrapartida de ello es que el gasto en comercio de los chilenos habría sido superior.

<sup>5/</sup> Incidencia en el PIB real de comercio, calculado aproximando el valor agregado asociado a las ventas brutas con tarjeta de crédito y débito con el margen de comercio promedio de productos específicos de Cuadros de Oferta 2016 de Cuentas Nacionales y el deflactor de comercio. El margen de comercialización utilizado es de 30% y los productos incluidos en el cálculo de dicha cifra son: productos textiles, prendas de vestir, calzado, computadores y sus componentes, televisores, teléfonos móviles y máquinas y aparatos de uso doméstico. Los rangos de incidencia se establecen en base al supuesto respecto de la proporción del margen que corresponde a valor agregado. El techo del rango supone que todo el margen de las ventas a los argentinos se traduce en valor agregado, lo que asume que el consumo intermedio de la actividad no se vio afectado por el incremento de las ventas. En tanto, el piso del rango supone que el consumo intermedio se incrementó en la misma proporción que las ventas del comercio minorista, en cuyo caso el 51,8% del margen se traduce en valor agregado.

**GRÁFICO III.13**  
Incidencia de las compras de argentinos en el crecimiento del comercio (\*) (variación anual de la serie real)

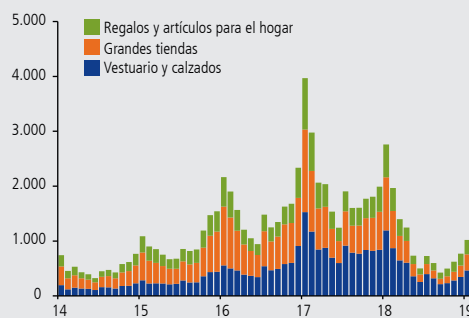


(\*) Rango medio de la estimación.

Fuente: Banco Central de Chile, en base a datos de gasto con tarjeta de crédito y débito emitidas en el extranjero de Transbank.

Así como el comercio no se habría beneficiado homogéneamente durante el período de expansión en los años previos, la abrupta caída en el número y gasto de los turistas argentinos también habría tenido un impacto más agudo en algunos sectores específicos del comercio minorista. En particular, se observa que vestuario y calzado, grandes tiendas, así como regalos y artículos para el hogar, serían los más afectados en términos de las ventas realizadas a turistas (gráfico III.14).

**GRÁFICO III.14**  
Gasto total realizado con tarjetas de crédito y débito emitidas en el extranjero (miles de UF)



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

En lo que concierne a las implicancias futuras en la evolución de comercio del menor turismo por parte de los argentinos, se espera que, de mantenerse las condiciones actuales, el crecimiento en el primer trimestre del 2019 esté afectado en menor intensidad que en el cuarto trimestre del 2018. En tanto, el efecto de la abrupta caída de las visitas de argentinos se prevé que desaparezca durante el segundo trimestre de 2019, debido a la normalización en la base de comparación.

## IV. PRECIOS Y COSTOS

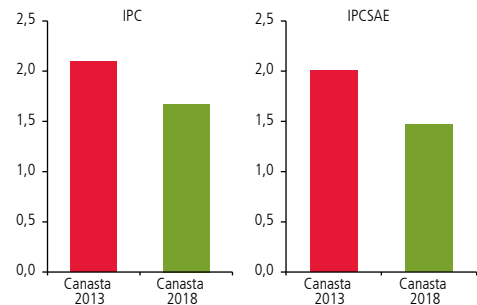
En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de la inflación y los costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias y su probable evolución futura.

### EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

La inflación —medida por el IPC de referencia calculado por el INE<sup>1/</sup>— se ubica significativamente por debajo de lo proyectado en el escenario base del último IPoM, lo que ocurrió en medio de cifras de actividad y demanda que han estado en línea con lo previsto. Gran parte de esto es resultado de las sorpresas a la baja que se han observado en el IPCSAE —IPC que excluye alimentos y energía—, tanto en su componente de bienes como en algunos servicios. En el primer caso, estas diferencias han sido más bien generalizadas, lo que respondería a un coeficiente de traspaso de la depreciación del peso que ha sido menor al esperado. En el segundo caso, se explica por la presencia de factores de oferta que dan cuenta de la mayor competencia en algunos sectores económicos, y otros que apuntan a que el tamaño de las holguras es mayor que lo previsto. A lo anterior, se agrega el efecto directo tras la actualización de la canasta y la metodología de medición del IPC, lo que implicó un nivel de inflación menor al calculado con la canasta previa (Recuadro IV.1). De este modo, desde febrero a diciembre del 2018 (once meses), la variación acumulada del IPC alcanzó a 1,7%, por debajo del 2,1% calculado con la anterior canasta y metodología. En el IPCSAE se observó una corrección de similar magnitud. De esta forma, con la nueva medición, la variación acumulada del IPCSAE fue de 1,5% desde febrero a diciembre del 2018, mientras que con la anterior canasta era de 2% (gráfico IV.1). Con todo, a febrero la inflación anual del IPC se ubicó en 1,7% y la del IPCSAE en 2% (gráfico IV.2). Por su parte, acorde con el significativo cambio en el nivel de la inflación, las expectativas privadas se han corregido a la baja para el corto plazo, con ajustes que fueron más leves para la inflación esperada a un año plazo. A dos años plazo, las expectativas privadas continúan en torno a 3%. El escenario base de este IPoM contempla que la convergencia de la inflación a la meta será más tarde que lo proyectado en diciembre, proceso que requiere que el retiro del estímulo monetario sea más pausado que lo anteriormente comunicado por el Consejo.

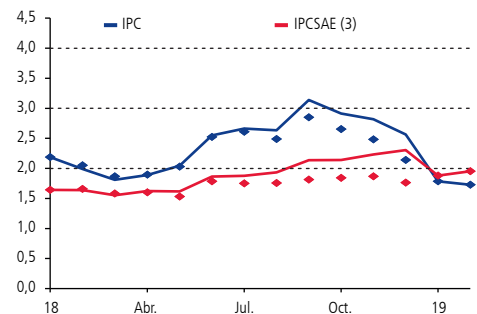
<sup>1/</sup> Para efectos del análisis económico, se utilizan las series referenciales de IPC publicadas por el INE para el año 2018. Según lo señalado por el INE, para fines de reajustabilidad de todos los contratos, obligaciones o valores indexados a la variación del IPC, se debe utilizar la serie empalmada publicada en [www.ine.cl](http://www.ine.cl).

**GRÁFICO IV.1**  
Inflación acumulada desde febrero a diciembre del 2018 (porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO IV.2**  
Evolución de la inflación del IPC e IPCSAE (1) (2) (variación anual, porcentaje)

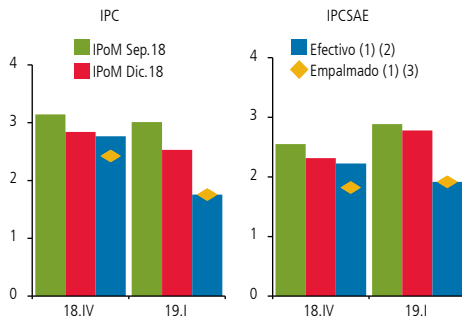


(1) A partir de enero del 2019 las líneas utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

(2) Rombo azul (rojo) muestran la variación anual del IPC (IPCSAE) considerando la canasta 2013=100. A partir de febrero del 2018, muestran la variación anual que se obtiene al empalmar las series canasta 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100.

(3) Para su definición, ver Glosario.

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

**GRÁFICO IV.3**
**Inflación efectiva versus proyectada en los IPoM**  
 (variación anual, porcentaje)


(1) Para el primer trimestre del 2019, corresponde al promedio de las variaciones anuales de enero y febrero del 2019.

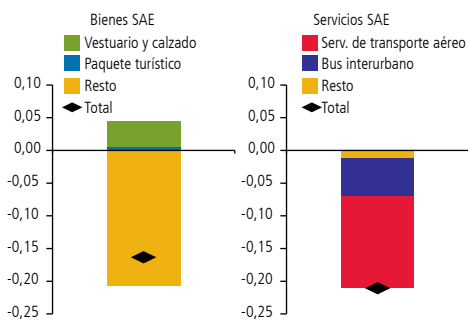
(2) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

(3) Se construye al empalmar la serie canasta 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero del 2018.

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

**GRÁFICO IV.4**
**Sorpresas acumuladas en el IPCSAE desde el IPoM de diciembre (\*)**

(incidencia en la inflación anual total, puntos porcentuales)



(\*) Considera canasta base anual 2018=100.

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

Las cifras efectivas conocidas desde la publicación del último IPoM — noviembre del 2018 a febrero del 2019— dieron cuenta de que la variación anual del IPC y del IPCSAE se situó por debajo de lo proyectado en diciembre. En ambos casos, la diferencia equivalió a cerca de 0,8 puntos porcentuales (pp) al comparar el crecimiento anual para la inflación promedio del primer trimestre del 2019 proyectada en el escenario base de este IPoM y el anterior. Por un lado, una parte de ello responde al efecto directo de la actualización de la canasta y la metodología de medición del IPC, lo que implicó una reducción en la variación anual del índice respecto de lo estimado hasta diciembre del 2018. Estos cambios consideraron la inclusión, fusión y eliminación de algunos productos y servicios, así como modificaciones en los ponderadores. También incorporaron cambios metodológicos en su medición, como la ampliación del uso de modelos hedónicos y la implementación de un calendario de temporadas por destino para medir el ítem de paquete turístico, entre otros. Así, la mayor parte de los cambios se concentró en ítems que conforman la inflación subyacente. Con esto, la nueva canasta —base 2018=100— entregó un punto de partida más bajo para la inflación, puesto que la variación del IPC e IPCSAE acumulada entre febrero y diciembre del 2018 (once meses) fue 0,4 y 0,5pp inferior a la publicada previamente con el indicador en base 2013=100, en cada caso.

Por otro lado, más allá del efecto directo del cambio en la medición del IPC, los datos de inflación de los últimos meses mostraron sorpresas a la baja (gráfico IV.3). En el IPCSAE, la diferencia respecto de lo proyectado en el último IPoM alcanzó a cerca de 0,2pp a diciembre del 2018, cifra que fue aumentando tras publicarse los datos de enero y febrero de este año. Por componentes, se registraron sorpresas a la baja en algunos servicios ligados a transporte de pasajeros, mientras que en bienes fue más generalizada (gráfico IV.4). En los componentes no subyacentes —alimentos y energía— la sorpresa se explicó por crecimientos inferiores a lo esperado en el precio de las carnes. Los registros conocidos desde el último IPoM también han sido inferiores a las expectativas recogidas por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) (gráfico IV.5).

Respecto de las razones que podrían estar detrás de estos registros menores a los previstos se observan distintos fenómenos. Por un lado, las sorpresas de inflación acumuladas en los últimos trimestres han sido más generalizadas en los componentes del IPCSAE de bienes, lo que respondería a un traspaso efectivo de la depreciación del peso a precios locales menor a lo estimado (gráfico IV.6). Como se documentó en el IPoM de marzo del 2018 (Recuadro IV.1), para la economía chilena el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación se encuentra, en promedio, entre 0,1 y 0,2 al cabo de un año, aunque con una gran varianza entre los distintos productos que componen la canasta del IPC. Al mismo tiempo, los efectos inflacionarios de los movimientos cambiarios son distintos dependiendo del factor que origina sus variaciones. Así, el traspaso a precios es menor cuando el movimiento en la paridad se origina por un movimiento del valor global del dólar versus uno relacionado con *shocks* idiosincráticos a Chile. En dicho Recuadro, se estimó que un movimiento de 10% del tipo de cambio nominal se asocia, un año después, a un aumento de la inflación de 0,5% cuando es originado por un movimiento global del dólar y de 2,6% cuando responde a un *shock* idiosincrático. Después de dos años las diferencias persisten, con coeficientes de 0,6 y 5,4%, respectivamente.

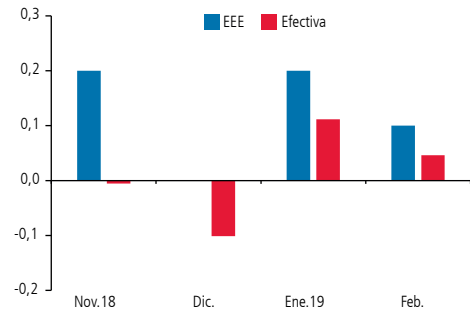
En ambos casos, las variaciones del tipo de cambio tienen mayor efecto en los bienes transables que en los no transables. En el 2017, la apreciación del peso respecto del dólar fue mayor que respecto del resto de los socios comerciales, sugiriendo que ese movimiento cambiario fue impulsado por un *shock* de tipo más bien idiosincrático —que presionó a la baja la inflación durante el año pasado en una magnitud mayor que su efecto promedio—. En el 2018, en tanto, el peso prácticamente no alteró su paridad con otras monedas distintas del dólar, dando cuenta de que dicha depreciación respondió a factores más globales, y por ende su traspaso hacia la inflación local ha sido de una magnitud menor que el promedio. Este menor traspaso cambiario también coincide con lo señalado por los entrevistados en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), quienes relatan desde hace varios trimestres dificultades para reflejar la depreciación del peso en sus precios.

Por otro lado, también se aprecian sorpresas en la inflación que podrían estar más ligadas a factores de oferta. Un ejemplo es la irrupción de las alternativas *low cost* para el transporte aéreo de pasajeros, lo que se ha reflejado en el comportamiento del IPCSAE de servicios. Lo mismo ocurre con la mayor competencia en la oferta de paquetes de telecomunicaciones y servicios de telefonía móvil, la que se recoge más adecuadamente tras los ajustes metodológicos que realizó el INE en su medición. Al comportamiento de los precios de estos ítems se agrega la disminución del precio de los automóviles nuevos documentada en los últimos IPoM. En términos más generales, los entrevistados del IPN relatan desde hace varios trimestres que la fuerte competencia que enfrentan en sus respectivos sectores los ha llevado a mantener acotados sus márgenes y que perciben escasas posibilidades de subirlos vía alzas de precios.

Otra parte de los factores de oferta tienen relación con el mercado laboral, que tendría mayores holguras que lo estimado previamente. Esto, producto del efecto en la oferta laboral provocado por la importante inmigración de los últimos años, lo que fue ratificado por la actualización de las estimaciones y proyecciones de población publicada por el INE en diciembre pasado. Su impacto sobre la fuerza de trabajo y las holguras de capacidad es importante, sobre todo al considerar que la población inmigrante, entre otras características, tiene una tasa de participación en la fuerza laboral mayor a la de la población chilena (Capítulo V). Esto ha ocurrido en un contexto en que la información cuantitativa, como la evolución de los salarios nominales que publica el INE —IR e ICMO—, muestra que estos continuaron creciendo en torno a 4% anual, por debajo de su promedio de los últimos cinco años. Información cualitativa —el IPN— da cuenta de que las presiones de costos siguen percibiéndose como acotadas, en parte relevante por costos salariales que se han mantenido contenidos como consecuencia de la mayor oferta de trabajo.

Respecto de las presiones inflacionarias provenientes de los precios externos, al cuarto trimestre del 2018 los precios de los bienes de consumo importados (IVUM) volvieron a mostrar un descenso en sus tasas de variación anual (-0,7%; -0,4% en el trimestre anterior). El precio de los combustibles bajó a nivel local, en particular de la gasolina, en línea con la caída registrada durante el último trimestre del año pasado en los mercados internacionales. No obstante, el precio internacional de los combustibles ha subido significativamente desde

**GRÁFICO IV.5**  
Inflación efectiva y esperada en la EEE  
(variación mensual, porcentaje)



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

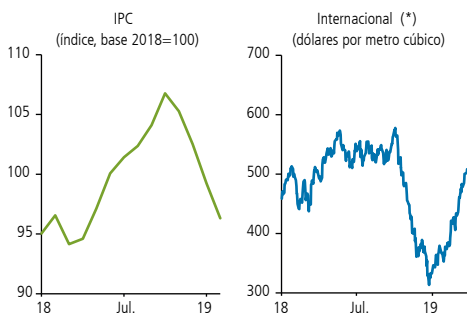
**GRÁFICO IV.6**  
Tipo de cambio y bienes SAE  
(variación anual, porcentaje)



(\*) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

**GRÁFICO IV.7**  
Precio de la gasolina



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

Fuentes: Bloomberg e Instituto Nacional de Estadísticas.

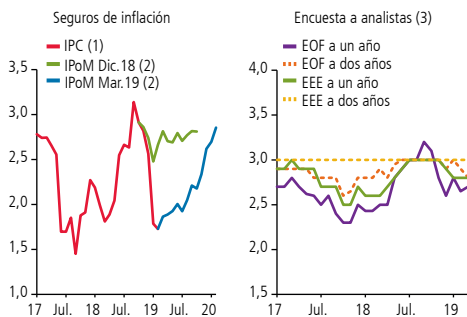
comienzos de este año, como en el caso de la gasolina, que ha acumulado un alza cercana a 50% (gráfico IV.7).

## PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

El menor nivel actual de la inflación y la estimación de mayores holguras de capacidad implican que, en el escenario base de este IPoM, la convergencia de la inflación a 3% será más tardía respecto de lo contemplado en el IPoM de diciembre. Así, se estima que en el corto plazo la variación anual de la inflación total y subyacente se ubicará en torno a 2%, la que irá aumentando para finalizar el año en 2,6 y 2,4%, respectivamente. La inflación total convergerá a la meta durante el primer semestre del próximo año, para luego fluctuar en torno a dicho valor hasta fines del horizonte de política, el primer trimestre del 2021. Por su parte, el IPCSAE se demorará más en llegar a 3%, entre otros factores por la persistencia de los mencionados *shocks* de oferta, alcanzando dicho valor en la segunda mitad del 2020.

La proyección contenida en el escenario base considera como supuesto de trabajo que el tipo de cambio real tendrá una depreciación en el horizonte de proyección, volviendo a niveles comparables con sus promedios de los últimos quince a veinte años. No obstante, es importante señalar que, en lo próximo, los cambios metodológicos introducidos con la nueva canasta podrían afectar la estacionalidad habitual de algunos productos y/o servicios, lo que podría generar comportamientos atípicos en los registros de inflación mensual.

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



(1) A partir de enero 2018 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) Considera el promedio de los últimos diez días hábiles al cierre estadístico respectivo. (3) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes. En los meses que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

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

Las expectativas de inflación a plazos más cortos se han reducido en los últimos meses. Para mediados de este año, los seguros de inflación anticipan una variación anual que es cerca de 1pp menor que la estimada al cierre del IPoM previo. Una parte de esta corrección se dio entre diciembre y enero, alineada con las sorpresas inflacionarias de fin de año y la caída que mostraban los precios de los combustibles en el mercado externo. Otra parte se produjo tras el ya comentado cambio en la medición del IPC. Para fines del 2019, las expectativas privadas provenientes de la EEE dan cuenta de cambios menores respecto del cierre estadístico del IPoM anterior. Así, mientras la EEE de noviembre del 2018 proyectaba una variación anual del IPC de 3% para diciembre del 2019, la EEE de marzo ubica esta cifra en 2,7%. A dos años plazo, las distintas medidas permanecen en torno a 3% (gráfico IV.8).

## RECUADRO IV.1

### NUEVA CANASTA DEL IPC

A partir de enero 2019, el INE comenzó a medir el IPC a través de una nueva canasta y metodología de cálculo, con base 2018=100 (INE, 2019). Este cambio responde a la política adoptada por el INE en el 2009 de realizar una actualización de la canasta y una revisión de la metodología de cálculo del IPC cada cinco años<sup>1/</sup>. Previo a ello, se hicieron revisiones aproximadamente cada diez años, encontrándose actualizaciones de sus canastas y metodologías en 1928 (primer IPC), 1957, 1969, 1978, 1989, 1998 y 2008.

Actualizar la medición del IPC de manera continua y con plazos definidos forma parte de las recomendaciones internacionales en la materia. Esto reduce los sesgos que se van produciendo en la medición del IPC en la medida que cambian las preferencias de los consumidores, sus ingresos y los precios relativos<sup>2/</sup>.

#### Serie empalmada del IPC, índices referenciales y reajustabilidad

Junto con la publicación del primer dato de IPC bajo la nueva medición —enero 2019— se hizo pública la serie referencial para el año 2018 y el empalme con las canastas 2009 y 2013=100. La serie referencial muestra variaciones mensuales del IPC que en el segundo semestre del 2018 fueron menores a las obtenidas con la canasta 2013=100. Con ello, se puede estimar un nivel del IPC e IPCSAE que, para fines del 2018, fue inferior al calculado con la canasta previa (gráfico IV.9).

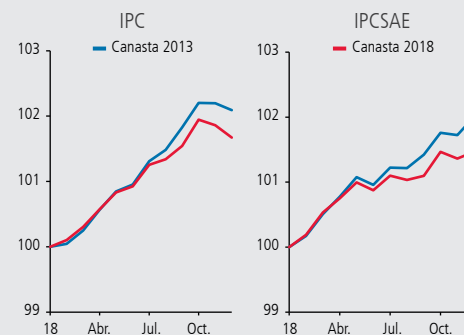
Es importante realizar algunos alcances respecto de estas series. En primer lugar, la serie referencial del INE para el año 2018 no constituye una medición oficial del IPC, recomendándose sólo para efectos de análisis económico, y por lo tanto no reemplaza ni pone en cuestión la medición publicada bajo la canasta 2013=100.

<sup>1/</sup> El Recuadro IV.1 del IPoM marzo 2014 da cuenta de los principales cambios en la medición del IPC que implicó el cambio desde la canasta 2009=100 a la canasta 2013=100.

<sup>2/</sup> En esta ocasión, la actualización de la canasta se basó en la VIII Encuesta de Presupuestos Familiares (INE, 2018).

GRÁFICO IV.9

Comparación IPC e IPCSAE para el año 2018  
(índices, enero 2018=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Segundo, por lo expuesto y conforme a lo expresamente señalado por el INE, para fines de reajustabilidad de todos los contratos, obligaciones o valores que se encuentren indexados a la variación del IPC, se debe utilizar la variación resultante —mensual, acumulada y/o a doce meses— de la serie empalmada publicada en [www.ine.cl](http://www.ine.cl)<sup>3/</sup>. Hasta diciembre del 2018, esta corresponde a la variación mensual del IPC medida con la canasta 2013=100 y a partir de enero de este año con la canasta 2018=100. Así, a febrero, la inflación anual del IPC correspondiente a la serie empalmada se ubicó en 2,2%, tal como se informa en la herramienta “calculadora IPC” disponible en la página web del INE —[www.ine.cl](http://www.ine.cl).

El Banco Central, al igual que en los cambios de canasta previos, utiliza la serie referencial para la medición de la inflación anual del año 2019. Para el año 2018, la inflación obtenida con el IPC 2013=100 no es estrictamente comparable con esta medición. Por ello, para efectos del análisis económico y el entendimiento de la evolución de la inflación, se utiliza una estimación de la variación anual del IPC en el 2018 en base a la serie referencial

<sup>3/</sup> El Decreto Supremo 322 del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, del 28 de diciembre de 2009 y publicado en el Diario Oficial el 29 de enero de 2010, estableció la nueva metodología de cálculo para la actualización de valores, reajustabilidad u otros usos del IPC, ante el cambio de la base del IPC del año 2009.

publicada por el INE. Esta se construye empalmando, a partir de febrero del 2018, el índice base 2013=100 con las variaciones mensuales de la serie referencial. Estos valores se representan a través de rombos de color en los respectivos gráficos de inflación a lo largo de este IPoM.

### Cambios en la canasta y subgrupos del IPC

Junto con la publicación del IPC, el INE también difunde el índice subyacente que sigue el Banco Central: el IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos, el IPCSAE. La ponderación de este índice muestra un leve aumento respecto de la canasta 2013, pasando de 72,3 a 73,2% (tabla IV.1). Respecto de la composición de bienes y servicios, al igual que en el 2013, aumenta la ponderación del gasto en servicios y la reduce en bienes. En los bienes, resalta la mayor importancia relativa de bebidas alcohólicas y la caída en autos nuevos. En los servicios, lo más llamativo es el aumento en la participación de arriendo, salud y restaurantes y hoteles. En el lado opuesto, resalta la baja en educación, desde 8,1 a 6,6% por los efectos de la gratuidad de la educación superior en los presupuestos familiares. Los alimentos prácticamente no cambian su ponderación en el índice —con alguna leve mayor relevancia de los alimentos resto respecto de las frutas y verduras frescas—, mientras que la de energía disminuyó levemente. El número de productos considerados se redujo a 303 (321 en la anterior canasta), principalmente por la fusión de algunos de ellos.

**TABLA IV.1**  
Ponderadores antiguos y nuevos por componentes (porcentaje)

|                  | Canasta IPC |          |
|------------------|-------------|----------|
|                  | 2013=100    | 2018=100 |
| <b>Alimentos</b> | 19,1        | 19,3     |
| <b>Energía</b>   | 8,7         | 7,5      |
| <b>IPCSAE</b>    | 72,3        | 73,2     |
| Bienes SAE       | 28,6        | 27,3     |
| Servicios SAE    | 43,6        | 45,9     |

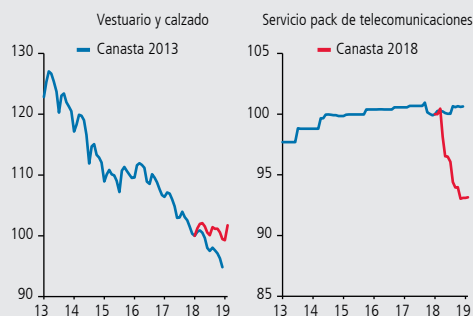
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

### Cambios en la metodología de cálculo

Un cambio relevante es la ampliación del uso de modelos de precios hedónicos en productos de la división de vestuario y calzado, los servicios de telefonía móvil y los paquetes de telecomunicaciones, lo que permite realizar ajustes por calidad en los precios considerados en la canasta. Un modelo hedónico permite cuantificar modificaciones en el precio proveniente de cambios en la calidad. Los resultados de este cambio en la metodología de medición indican niveles de precios más estables en el caso del vestuario y una corrección importante a la baja en telecomunicaciones (gráfico IV.10). Esta tendencia

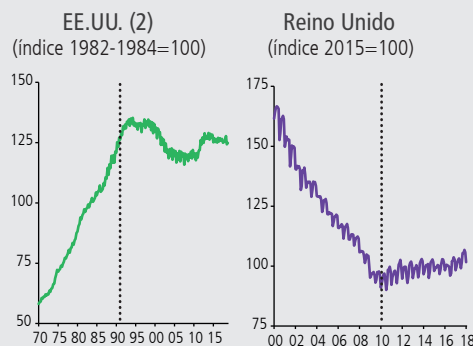
de estabilidad en los precios del vestuario no es muy distinta de lo que se observa en otros países que han adoptado cambios similares en la medición de estos precios (gráfico IV.11). En todo caso, sumados ambos efectos, se aprecia un impacto nulo en la inflación acumulada desde febrero a diciembre del 2018.

**GRÁFICO IV.10**  
IPC precios específicos  
(índices, enero 2018=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas

**GRÁFICO IV.11**  
IPC vestuario y calzado en EE.UU. y el Reino Unido (1)



(1) Línea vertical punteada indica fecha de cambio metodológico en el ítem.  
(2) Serie considera el promedio para cada trimestre.

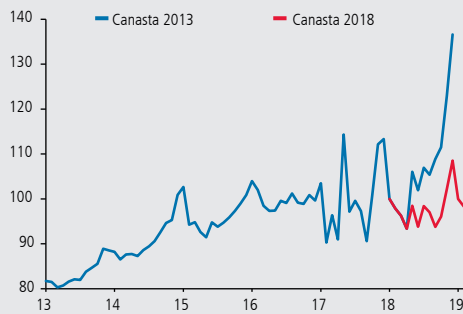
Fuente: Bloomberg.

También se amplía la utilización de ponderaciones bajo nivel de producto a otros bienes de la canasta. Esto significa que la variación mensual de los precios se construyen como una media geométrica de las variaciones mensuales de las distintas variedades consideradas. Este cambio se aplica, por ejemplo, a la medición de los precios del transporte aéreo y el valor de los peajes, lo que significa que, en algunos casos, se amplía la cantidad de variedades consideradas en la construcción del índice de precios a nivel de producto y además se utilizan ponderadores que consideran las variedades más utilizadas. Resalta también el cambio en la medición del producto "paquete turístico", que



pasa de considerar una canasta fija de variedades a encuestar el valor de los destinos más relevantes según la temporada del año. Este cambio hace desaparecer los incrementos que mostró ese precio a fines del 2018 con la canasta previa (gráfico IV.12). Por último, en la división de salud se aumenta la frecuencia de recolección de precios, pasando desde trimestral a mensual.

**GRÁFICO IV.12**  
IPC paquete turístico  
(índice, enero 2018=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

### Medición de la inflación con la nueva canasta

Como se indicó, utilizando las series referenciales se observa que para fines del año pasado el nivel del índice total y subyacente referencial fue menor al publicado con la canasta 2013=100. Esta diferencia se explica tanto por cambios en los ponderadores como en la metodología de cálculo, destacando las diferencias en los precios del paquete turístico, los servicios de telecomunicaciones y telefonía móvil, y el vestuario y calzado. La gran mayoría de las divisiones y productos no muestran mayores diferencias cuando se compara su evolución bajo una u otra canasta.

Mirando hacia adelante, se puede anticipar que cambiarán algunos patrones estacionales que se observaban habitualmente. Por ejemplo, marzo y abril eran meses en los que los cambios en los precios de los servicios de educación y salud tenían una elevada incidencia en la inflación mensual. Ya sea por sus nuevos ponderadores o por la mayor frecuencia en su medición, su relevancia debería descender en la inflación de dichos meses. A su vez, considerando la mencionada experiencia internacional para los productos de la división vestuario y calzado, dicha división no debería mostrar la tendencia a la baja que se observó durante varios años. Sobre los efectos de los ajustes de calidad en los servicios de telecomunicaciones, es más difícil anticipar su impacto en el corto plazo, dada la escasa evidencia internacional. Finalmente, el hecho que a fines del 2018 el ítem paquete turístico no registró el incremento significativo observado en la canasta 2013, probablemente reduzca en el corto plazo la posibilidad de una reversión significativa de dicho incremento.

Respecto de los efectos de mediano plazo de estos cambios, es importante recordar que la inflación es un fenómeno macroeconómico, por lo que los cambios en la evolución de algún precio relativo en particular no debiese tener efectos significativos en ella a ese plazo. La evaluación que el Consejo realiza del actual nivel actual de la inflación, su convergencia a la meta y las implicancias para la política monetaria son discutidas en detalle en el Resumen y el Capítulo V de este Informe.





## V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Este capítulo presenta la trayectoria más probable para la política monetaria en los próximos dos años. Este 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

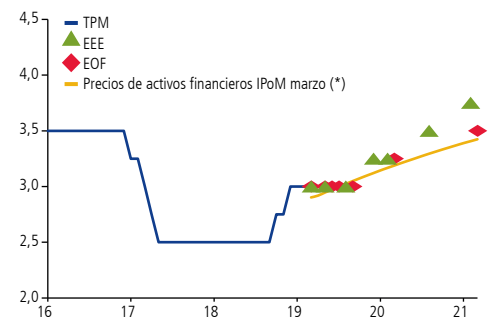
Luego de haber elevado la TPM en dos oportunidades desde octubre pasado (llevándola de 2,5 a 3,0%), el Consejo sigue considerando que la evolución de las condiciones macroeconómicas hace necesario reducir el estímulo monetario en el horizonte de política. No obstante, dado los cambios en las condiciones iniciales del escenario base, la convergencia de la inflación a la meta requiere que el ritmo de normalización de la TPM sea más pausado que lo anticipado en diciembre.

Para efectos de las proyecciones, en el corto plazo, se utiliza como supuesto de trabajo la trayectoria de la TPM que muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, la que no contempla cambios en la tasa al menos durante los próximos dos trimestres. En el mediano plazo, las proyecciones son coherentes con que la TPM alcance su nivel neutral hacia fines del horizonte de política. El Consejo ha venido estimando que la TPM neutral se ubica entre 4 y 4,5%, parámetro que se revisará en el IPoM de junio.

Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, antecedentes en una u otra dirección provocarán los ajustes necesarios en la política monetaria.

Desde diciembre, las distintas medidas de expectativas de mercado —previas a la Reunión de Política Monetaria de marzo— han ajustado a la baja la trayectoria prevista para la TPM. Así, prevén una mantención de la TPM al menos hasta entrado el segundo semestre. Hacia fines del horizonte de política, tanto la Encuesta de Operadores Financieros como los precios de los activos financieros no contemplan más de dos alzas. La Encuesta de Expectativas Económicas, en tanto, prevé que la TPM se ubicará en 3,75% a dos años plazo (gráfico y tabla V.1).

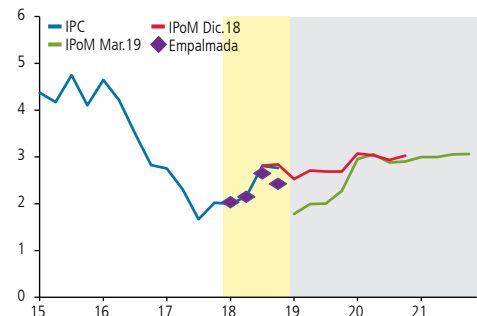
**GRÁFICO V.1**  
TPM y expectativas de mercado (\*)  
(porcentaje)



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

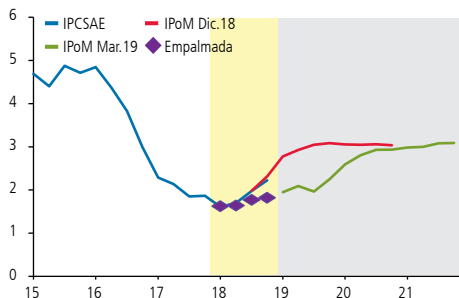
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.2**  
Proyección de inflación IPC (1) (2) (3)  
(variación anual, porcentaje)



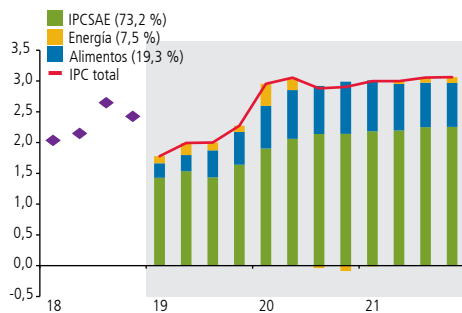
(1) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) El área gris, a partir del primer trimestre del 2019, corresponde a la proyección. (3) El área amarilla muestra la variación anual del IPC considerando la canasta 2013=100 (línea azul) y la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar dicha serie (canasta 2013=100) con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018 (rombos morados).

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

**GRÁFICO V.3**
**Proyección de inflación IPCSAE (1) (2) (3)**  
 (variación anual, porcentaje)


(1) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) El área gris, a partir del primer trimestre del 2019, corresponde a la proyección. (3) El área amarilla muestra la variación anual del IPC considerando la canasta 2013=100 (línea azul) y la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar dicha serie (canasta 2013=100) con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018 (rombos morados).

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 base anual 2018=100. A partir de enero de 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100 por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. Los rombos morados muestran la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar dicha serie (canasta 2013=100) con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. El área gris, a contar del primer trimestre del 2019, corresponde a la proyección.

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

**TABLA V.1**
**Expectativas del mercado para la TPM**

|                                    | IPoM Dic.18 | IPoM Mar.19 | IPoM Dic.18 | IPoM Mar.19 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EEE (1)                            | 3,50        | 3,25        | 4,00        | 3,75        |
| EOF (2)                            | 3,50        | 3,25        | 4,00        | 3,50        |
| Precios de activos financieros (3) | 3,45        | 3,19        | 3,86        | 3,42        |

(1) Corresponde a las encuestas de noviembre del 2018 y marzo del 2019.

(2) Para el IPoM de diciembre 2018 y marzo del 2019 corresponde a la encuesta de pre RPM de diciembre y de marzo, respectivamente.

(3) Para el IPoM de diciembre del 2018 y marzo 2019 considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 28/11/2018 y al 26/03/2019, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

## CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN

El cambio metodológico en la medición del IPC, junto con las cifras efectivas conocidas desde la publicación del IPoM de diciembre, sugieren que las presiones inflacionarias son menores que las previstas. De hecho, con la nueva canasta del INE, el IPC y del IPCSAE presentan variaciones anuales significativamente inferiores a lo proyectado con la anterior canasta (gráficos V.2 y V.3). Esta diferencia se produjo de forma generalizada en distintos componentes del IPCSAE de bienes, así como en algunas líneas de servicios ligadas al transporte.

La menor inflación se constató al mismo tiempo que la actividad y la demanda mostraron una recuperación notoria respecto de la expansión de años previos. Esta evolución es coherente con diversas explicaciones. Por una parte, el análisis sugiere que la evolución del tipo de cambio durante el 2018 acumuló un coeficiente de traspaso a precios menor al promedio<sup>1/</sup>. Una posible razón para ello es que los efectos inflacionarios de los movimientos del tipo de cambio son distintos dependiendo del factor que origina sus variaciones. Así, el traspaso a precios es menor cuando el movimiento de la paridad peso/dólar es originado en un cambio del valor global del dólar versus uno relacionado con *shocks* idiosincráticos a Chile. En el 2017, la apreciación del peso respecto del dólar fue mayor que respecto del resto de los socios comerciales, sugiriendo que ese movimiento cambiario fue impulsado por un *shock* más bien de tipo idiosincrático. Ello presionó a la baja la inflación durante el año pasado en una magnitud mayor que su efecto promedio (que se estima entre 10 y 20% al cabo de un año). En el 2018, en tanto, la depreciación del peso prácticamente no alteró su paridad con otras monedas distintas del dólar, dando cuenta de que dicho movimiento respondió a factores más globales. Ello ha implicado que la magnitud de su traspaso hacia la inflación local ha sido menor que el promedio<sup>2/</sup>.

<sup>1/</sup> Estas diferencias ya se observaron cuando se compara la proyección del IPoM de septiembre y los datos efectivos conocidos hasta diciembre pasado.

<sup>2/</sup> Ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2018.

Por otra parte, la evolución de los precios en diversos mercados sugieren factores de oferta favorables. En primer lugar, estos reflejan cambios en la organización industrial de algunos sectores que han comprimido márgenes, y/o desarrollos tecnológicos que han redundado en una rebaja de costos traspasadas a consumidores. Este fue el caso de la industria automotriz durante parte importante del 2018, donde se observó niveles record de ventas de la mano de precios que tuvieron ajustes por debajo de sus patrones históricos. Todo ello en un contexto en que diversas fuentes entrevistadas en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) relatan un fuerte aumento de la competencia del sector. Algo análogo parece evidenciarse en los servicios de transporte, donde la irrupción de las alternativas *low cost* en el transporte aéreo de pasajeros han reducido el costo de pasajes —incluidos en el IPCSAE de servicios—. Lo mismo ocurre con la mayor competencia en la oferta de paquetes de telecomunicaciones y servicios de telefonía móvil, los que se recogen más adecuadamente con los ajustes metodológicos que realizó el INE en su medición.

Por otra parte, y de forma más generalizada, se estima que el mercado laboral presenta mayores holguras debido al importante flujo inmigratorio de los últimos años y su efecto en la fuerza de trabajo, como se discutirá en la sección siguiente.

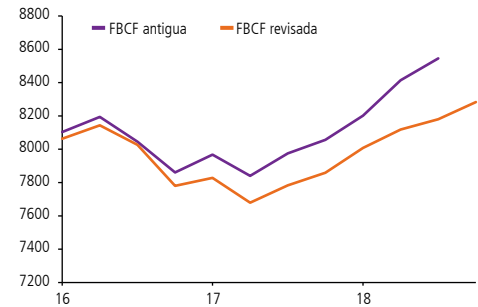
Sumado al menor punto de partida de la inflación, la mayor persistencia de estos factores de oferta implica que, en el escenario base de este IPoM, la convergencia de la inflación a la meta será más tardía que lo previsto. Así, la inflación del IPC y del IPCSAE se ubicarán en torno a 2% anual a fines del tercer trimestre del 2019, finalizando el año en 2,6% el IPC y 2,4% el IPCSAE—ambos en torno a 3% en la proyección de diciembre. La inflación total llegará a la meta durante el primer semestre del 2020, para luego fluctuar en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, el primer trimestre del 2021. El IPCSAE se demorará más en llegar a 3%, entre otros factores por la persistencia de los mencionados *shocks* de oferta, llegando a 3% en la segunda mitad del próximo año (gráfico V.4). Esta proyección considera que el tipo de cambio real, que se ubica por debajo de sus promedios de los últimos quince y veinte años, volverá a esos niveles durante el horizonte de proyección.

### HOLGURAS DE CAPACIDAD Y BRECHA DE ACTIVIDAD ACTUAL

Como se ha mencionado en otras ocasiones, la medición de la brecha de actividad —la diferencia entre el nivel efectivo del PIB no minero y su nivel potencial— está sujeta a un alto grado de incertidumbre<sup>3/</sup>. Ello, por la revisión habitual de cifras efectivas, porque el paso del tiempo permite ir incorporando nuevos datos en los modelos de estimación, y porque los mismos modelos de estimación están sujetos a revisiones en la búsqueda de incorporar mejores prácticas (Recuadro V.1, IPoM septiembre 2018). Por estas razones, se ha enfatizado la necesidad de complementar las estimaciones a través de modelos con información directa respecto de holguras en los mercados de bienes o de factores.

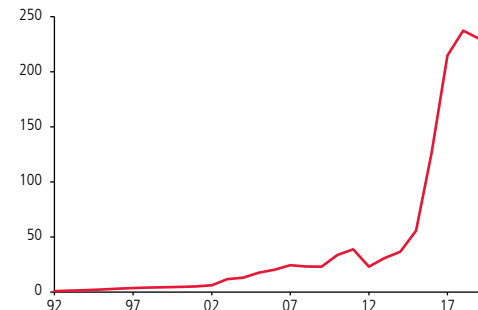
<sup>3/</sup> De hecho, al revisar el desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha como medida de incertidumbre, el rango que incluye el 68,3% de confianza de la estimación abarca +/- 1,3 puntos porcentuales.

**GRÁFICO V.5**  
Formación Bruta de Capital Fijo(\*)  
(miles de millones de pesos encadenados)



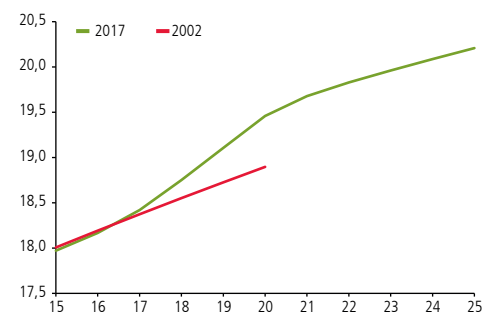
(\*) Series desestacionalizadas.  
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.6**  
Inmigración anual  
(miles de personas)



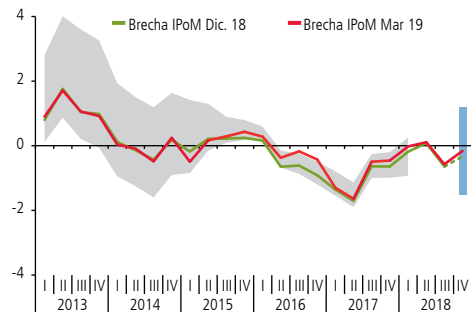
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO V.7**  
Población en Chile (\*)  
(millones de personas)



(\*) Corresponde a las estimaciones y proyecciones de población realizadas a partir de cada CENSO. Para el 2002 se utiliza la actualización de las cifras publicadas en el 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**GRÁFICO V.8****Brecha de actividad (1) (2) (3) (4)**  
(porcentaje)

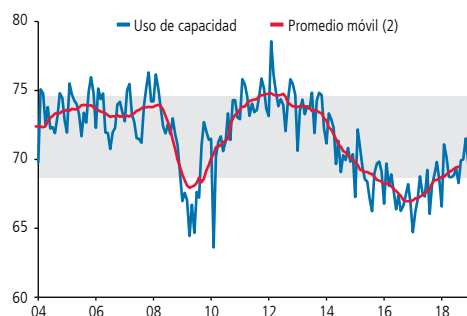
(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Fornero y Zúñiga (2017).

(2) Brecha de marzo calculada utilizando el mismo PIB potencial que en diciembre.

(3) Línea verde punteada corresponde a la proyección de diciembre.

(4) La barra en el cuarto trimestre del 2018 incluye un rango +/- 1,3% que corresponde a un desvío estándar de las revisiones históricas de la brecha. Por lo tanto, la instancia final de la brecha estará dentro del intervalo con una confianza de 68.3%.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.9****IMCE industria: uso de capacidad (1)**  
(porcentaje de uso de capacidad instalada)

(1) Área gris corresponde a la media (72,3) +/- una desviación estándar.

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

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

Los antecedentes conocidos desde la publicación del último IPoM sugieren que es razonable reevaluar la estimación del PIB potencial y tendencial, algo que el Consejo hará con ocasión del IPoM de junio. Por un lado, la revisión habitual de las cuentas nacionales dio cuenta que en el período 2016-2018 hubo una acumulación de capital menor que lo estimado previamente, lo que tiene un efecto en la estimación de crecimiento tendencial de la economía (gráfico V.5).

Por otro lado, durante diciembre del 2018 el INE publicó sus nuevas estimaciones y proyecciones de población, lo que entregó información más exacta acerca del impacto que ha tenido el flujo inmigratorio de los últimos años y modificó de manera importante las estimaciones de población<sup>4/</sup>. En lo principal, esto ratificó el significativo aumento de la inmigración a partir del 2015 (gráfico V.6) y corrigió en más de medio millón de personas la población proyectada para el 2020 (gráfico V.7).

En el mediano plazo, se estima que la inmigración se manifiesta mediante canales de oferta y demanda que en conjunto generan un efecto expansivo sobre el producto y tienen un impacto inflacionario acotado (Recuadro III.3, IPoM diciembre 2018). Por un lado, el aumento de la población trae consigo una mayor demanda agregada por bienes y servicios de consumo, presionando la inflación al alza. Por otro, la inmigración expande la oferta de trabajo, lo que modera los aumentos salariales y reduce los costos marginales de las empresas, presionando a la baja la inflación.

No obstante, durante el período en que la economía se ajusta para absorber el aumento de la población, no es claro si predominará el canal de la mayor demanda agregada o el de la mayor oferta de trabajo. Esto dependerá de consideraciones tales como la propensión al ahorro de la población inmigrante (por ejemplo, mediante el envío de remesas), la disposición a trabajar a distintos niveles salariales y la velocidad de ajuste del stock de capital para responder a la mayor escala de la economía. La información de los últimos meses, con una actividad en línea con lo previsto, una inflación menor que la esperada y salarios nominales que continúan creciendo, pero se desaceleraron durante el 2018, parece sugerir que el canal de mayor oferta de trabajo estaría siendo dominante en el proceso de absorción de la mayor población. En la sección de escenarios de sensibilidad se presenta una aproximación a los efectos que este fenómeno podría tener en la economía local.

Respecto de la brecha de actividad, dado que el crecimiento tendencial y potencial se revisará en el IPoM de junio, en esta ocasión no se presenta una proyección para esta variable. Respecto de su magnitud actual, el que la inflación haya sido menor que lo proyectado y se estime que su convergencia a 3% tardará más tiempo, en un contexto de crecimiento superior al de años previos, sugiere que parte de esta mayor expansión de la economía corresponde a un aumento del PIB potencial y, por tanto, un nivel de brecha superior (gráfico V.8).

<sup>4/</sup> La actualización de las estimaciones y proyecciones de población del INE, que incluyen el flujo migratorio neto para el período 2016-2018, se enmarca dentro del rango considerado para esos años en el Recuadro III.3 del IPoM de diciembre 2018.

En todo caso, más allá del nivel absoluto de la brecha de actividad, no cabe duda que los antecedentes apuntan a que la economía ha sostenido un proceso de crecimiento que ha ido reduciendo las holguras de capacidad. En particular, durante el último año, el PIB no minero creció 3,9%. Diversas medidas de utilización de capacidad instalada también apuntan a que las holguras se han ido acotando. Más allá de la volatilidad habitual de la serie, la capacidad utilizada de la industria (medida por el IMCE), ha venido señalando un mayor uso desde principios del 2017 (gráfico V.9). Por su parte, luego de tres años, la generación eléctrica dejó de estar bajo su tendencia (gráfico V.10). En el mismo sentido apunta el fortalecimiento de la percepción de demanda de créditos por parte de los bancos, evidenciado en la última Encuesta de Crédito Bancario y en las entrevistas realizadas en el marco del Informe de Percepciones de Negocios.

### ACTIVIDAD EN EL ESCENARIO BASE

El Consejo estima que el PIB alcanzará un crecimiento entre 3 y 4% en el 2019, rango algo inferior al proyectado en diciembre. Esta diferencia se explica casi exclusivamente por un desempeño peor al esperado del sector minero. Para el 2020, se proyecta que la economía crecerá entre 3 y 4%, algo mayor al rango entre 2,75 y 3,75% estimado en diciembre debido a la persistencia de los favorables elementos de oferta antes mencionados. Asimismo, en este IPoM se presenta la primera proyección para el crecimiento del 2021, la que lo ubica en un rango entre 2,75 y 3,75%, en torno a la estimación actual del crecimiento tendencial.

Estas proyecciones consideran que el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años seguirá siendo positivo, pero menor al de los dos años previos. En el escenario actual se contraponen los efectos de una corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales con condiciones financieras externas que serán algo más favorables que lo previsto en diciembre. El menor crecimiento de los socios comerciales se debe principalmente a la mayor debilidad que se observa en las economías desarrolladas, particularmente en Europa. Esta región ha mostrado cifras de actividad efectivas decepcionantes en los últimos meses, fenómeno bastante generalizado a lo largo de los países miembros de la región. Ello ha tenido eco en las declaraciones y acciones de su autoridad monetaria, la que ha señalado la postergación del momento en que comenzará a elevar sus tasas de interés. En el escenario base de este IPoM las proyecciones de crecimiento para la Eurozona se ajustan a la baja en 7 décimas para este año (a 1,1%) y en 2 para el próximo (a 1,5%). Por su parte, en los últimos meses se han incrementado las preocupaciones de un proceso de desaceleración más brusco, e incluso una recesión, en la economía de EE.UU. Si bien esto último no forma parte del escenario base —donde se prevé un crecimiento cercano a 2%— el giro considerable de la política monetaria de dicho país refleja en parte la preocupación por el desempeño de la actividad. En el caso de China, se mantiene una proyección de crecimiento del orden de 6%, hacia la cual se han ido alineando las de otros observadores. Las proyecciones para América Latina también tienen ajustes a la baja, principalmente en México y Argentina. Esta última, con una recesión más profunda que lo contemplado previamente. Considerando todo lo anterior, los socios comerciales tendrán tasas de

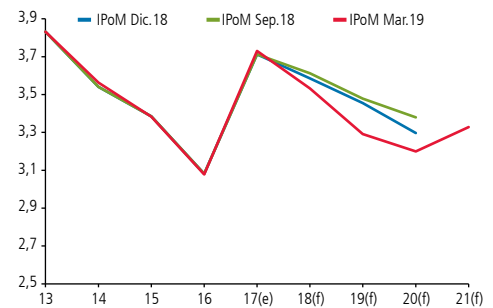
**GRÁFICO V.10**  
Generación eléctrica SIC (\*)  
(desviación respecto de su tendencia)



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

Fuentes: Banco Central de Chile y CDEC-SIC.

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

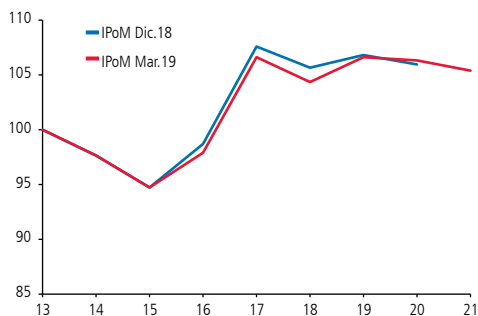


(e) Estimación.

(f) Proyección.

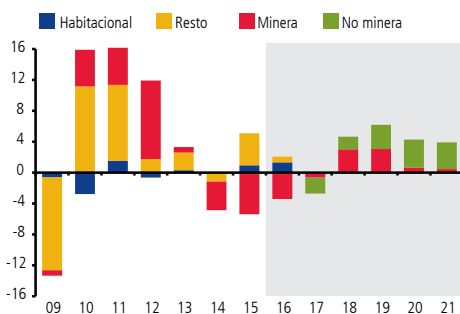
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.12**  
 Términos de Intercambio  
 (índice 2013=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.13**  
 Incidencias reales anuales en la FBCF (\*)  
 (puntos porcentuales)



(\*) Inversión sectorial para el 2016 es una estimación construida a partir del dato revisado para la inversión agregada. La cifra sectorial actualizada para el año 2016 se publicará en abril del 2019. Para el 2017 y el 2018 la inversión minera se estima considerando la 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 período 2019-2021, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

crecimiento de 3,3 y 3,2% en el 2019 y el 2020, respectivamente, ambas cifras por debajo de lo previsto en diciembre (3,5 y 3,3%, respectivamente). Para el 2021 se espera una expansión de 3,3% (gráfico V.11).

El escenario base considera condiciones financieras internacionales algo más favorables que lo previsto en diciembre para las economías emergentes, principalmente por el cambio en la orientación de la política monetaria que han tenido los principales bancos centrales. En el caso de la Reserva Federal, en septiembre pasado anticipaba tres alzas adicionales de la tasa de interés de los fondos federales para el 2019, mientras que tras su última reunión, en marzo, indicó que no habrían más alzas este año, que el signo del próximo movimiento de tasa no se vislumbraba con claridad y que reduciría a la mitad el ajuste de su balance desde mayo. A esto se agregan las ya mencionadas medidas del Banco Central Europeo y las medidas de estímulo anunciadas por las autoridades chinas (Recuadro I.1).

Respecto de los términos de intercambio, la revisión de las cuentas nacionales redujo los niveles del 2016-2018. Así, aunque los términos de intercambio tendrán este año un incremento superior al esperado en diciembre, sus niveles serán similares (gráfico V.12). La proyección para el 2019 considera precios del cobre por sobre los de diciembre, fecha desde la que cual este ha subido hasta niveles cercanos a US\$3 la libra. Ello, en conjunto con datos de consumo de cobre de China que se mantienen robustos en perspectiva histórica y estimaciones de oferta que no serán muy distintas a lo antes contemplado, lleva a precios del cobre de US\$2,9 la libra en el 2019, 2020 y el 2021, por sobre lo esperado en diciembre (US\$2,85 y 2,8 el 2019 y el 2020). Ello será parcialmente compensado con precios del petróleo que también serán superiores, dando cuenta de su evolución en lo que va del 2019 y el efecto en precio que han tenido especialmente el sobrecumplimiento de los recortes de producción acordados por la OPEP. Con ello, y en línea con lo implícito en los contratos futuros, el escenario base considera precios promedio para el petróleo Brent y WTI de US\$62 el barril para el 2019 y el 2020 y de US\$60 para el 2021.

Respecto de la demanda interna, el escenario base de este IPoM considera que en el 2019 esta crecerá a una tasa muy similar a lo contemplado en diciembre y algo más en el 2020. En cuanto a la composición del gasto se estima que la formación bruta de capital fijo (FBCF) tendrá tasas de expansión más elevadas que lo proyectado en diciembre —para el 2019 y 2020, pasan de 6,0 y 3,9% en diciembre, a 6,2 y 4,3% en este escenario base). Para el consumo se prevén tasas de crecimiento iguales a las del IPoM previo. Para la política fiscal, el escenario base asume como supuesto de trabajo que en el 2019 la economía chilena recibirá un impulso coherente con el presupuesto aprobado. Desde ahí en adelante, se supone que el déficit estructural seguirá la senda de descenso gradual definido por la autoridad.

En la corrección al alza de la FBCF inciden varios factores. Por un lado, la revisión de las cifras de cuentas nacionales para el período 2016-2018 dio cuenta de que en ese período este componente del gasto habría tenido tasas de expansión menores y que su aceleración se inició más tarde que lo estimado previamente. La menor base de comparación que ello deja para el 2018, ayuda a que para

este año se prevea que la FBCF crezca más que lo proyectado en diciembre. Por su parte, la elevada acumulación de inventarios de maquinaria y equipos en el 2018 anticipa una mayor inversión en el 2019. Se suma que el componente de construcción —más rezagado que el de maquinaria y equipos en los últimos trimestres— ha dado señales de mayor dinamismo en lo más reciente. En particular, algunos indicadores sectoriales han dado cuenta de un mejor desempeño y las expectativas del sector han seguido mejorando. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital volvió a corregir al alza sus proyecciones para el 2019-2020, con especial énfasis en el 2020. Tal como sucedió el 2018, para el 2019 se prevé que el componente minero siga liderando la inversión. Sin embargo, hacia el 2020 la inversión no minera también tomará tracción, en línea con la información cualitativa que se ha venido recopilando en el IPN y que señala un paulatino aumento en sectores distintos de la minería (gráfico V.13). Con ello, la FBCF como porcentaje del PIB se elevará, aunque habida cuenta de la mencionada revisión de las cifras históricas, lo hará desde niveles más bajos. Así, en términos reales y nominales alcanzará en promedio valores algo bajo 22% del PIB en el período 2019-2021 (22,6% en diciembre para el 2019-2020).

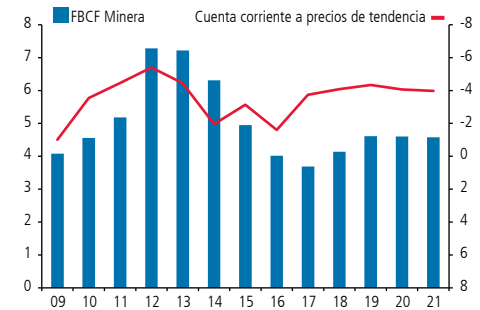
Las proyecciones para el consumo no tienen cambios respecto de lo presentado en el IPoM de diciembre y se sigue esperando que tenga expansiones de 3,3 y 3,5% en el 2019 y 2020, respectivamente. Para el 2021 se proyecta 3,4%. Las nuevas cuentas nacionales mostraron un mayor dinamismo del consumo privado en el período 2016-2018. Su componente durable debería reducir sus tasas de expansión en adelante, dada la predecible estabilización en las ventas de automóviles, después del récord de expansión en el 2017-2018. Por el lado de sus determinantes, el costo del crédito sigue siendo favorable en perspectiva histórica, las condiciones de otorgamiento y la demanda por crédito han mejorado en los últimos trimestres y las diferentes medidas de expectativas de consumidores muestran avances. En el mercado laboral, la tasa de desempleo nacional se ha mantenido en torno a 7%.

El dinamismo de la demanda interna se refleja en una cuenta corriente que se prevé algo más deficitaria que en diciembre y que se ubicará en cerca de 3% del PIB en el horizonte de proyección. Ello como claro reflejo de una economía que ha empezado a invertir más sin un mayor ahorro interno. De hecho, la revisión de las cuentas nacionales dio cuenta de menores tasas de ahorro doméstico, algo que se prevé se prolongue en el horizonte de proyección. A precios de tendencia<sup>5/</sup>, la cuenta corriente alcanzará este año un déficit de 4,3% del PIB, para posteriormente ubicarse en valores más cercanos a 4% en el resto del horizonte de proyección. Como ya se señaló, a pesar de que este valor aparece elevado, está explicado por la mayor inversión —principalmente minera— que es financiada con fuentes ligadas directamente a la actividad minera (inversión extranjera directa y/o créditos asociados a ella). Algo similar ya se observó en el 2011-2013, con motivo del ciclo expansivo de inversión minera de ese entonces (gráfico V.14).

<sup>5/</sup> Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio del cobre de largo plazo de US\$2,7 la libra y del petróleo de US\$70 el barril (Recuadros V.2 IPoM septiembre 2012 y V.1 diciembre 2015).

GRÁFICO V.14

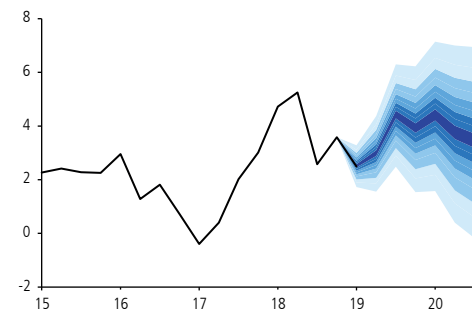
Cuenta corriente e inversión minera  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.15

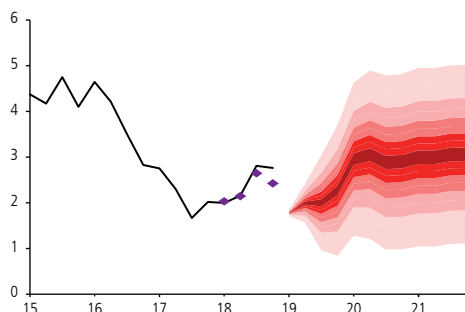
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. Para efectos de las proyecciones, en el corto plazo, se utiliza como supuesto de trabajo la trayectoria de la TPM que muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, la que no contempla cambios en la tasa al menos durante los próximos dos trimestres. En el mediano plazo, las proyecciones se construyen suponiendo que la TPM llegará a su nivel neutral hacia fines del horizonte de política. El Consejo ha venido estimando que la TPM neutral se ubica entre 4 y 4,5%, parámetro que se revisará en el IPoM de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.



**GRÁFICO V.16****Proyección de inflación del IPC (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Los rombos muestran la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Para efectos de las proyecciones, en el corto plazo, se utiliza como supuesto de trabajo la trayectoria de la TPM que muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, la que no contempla cambios en la tasa al menos durante los próximos dos trimestres. En el mediano plazo, las proyecciones se construyen suponiendo que la TPM llegará a su nivel neutral hacia fines del horizonte de política. El Consejo ha venido estimando que la TPM neutral se ubica entre 4 y 4,5%, parámetro que se revisará en el IPOM de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.

**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. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y el curso de la política monetaria. En esta ocasión, el Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación está equilibrado (gráficos V.15, V.16 y V.17).

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

El primero de ellos considera lo que sucedería si la inversión —especialmente no minera— resulta ser más dinámica el 2020, anotando un crecimiento de 1,5 puntos porcentuales mayor al previsto en el escenario base. Esto podría darse si se acelerara la recuperación del stock de capital, desde los menores niveles que mostró la revisión de las cuentas nacionales. Ello se traduciría en un crecimiento mayor del PIB, el que podría alcanzar hasta medio punto porcentual adicional entre el 2020 y el 2021. Dado que este incremento de la inversión se concentra en los sectores no mineros, su impacto en la inflación podría ser de hasta medio punto porcentual hacia fines del horizonte de política. Por lo tanto, se requiere una reacción de la TPM para que la inflación se mantenga alineada con la meta. En ese escenario, su proceso de normalización se adelantaría respecto del escenario base.

El segundo escenario de sensibilidad considera un deterioro de las condiciones financieras externas relevantes para Chile. Esto podría darse por distintos motivos, como una desaceleración más marcada del crecimiento de los socios comerciales, una intensificación de la incertidumbre en torno a los conflictos políticos y económicos que se han mantenido en el último tiempo, o una combinación de ellos. En este escenario, los principales bancos centrales aumentarían la expansividad de sus políticas monetarias. Aunque se podría evaluar que esto mejora las condiciones financieras para las economías emergentes, es igualmente probable que se vea acompañado por interrupciones mayores en las primas por riesgo junto con menores precios de las materias primas. En un escenario como este, se podría suponer que el crecimiento de los socios comerciales se reduciría del orden de medio punto porcentual el 2019, la Reserva Federal reaccionaría reduciendo su tasa en 50pb por dos años, pero el EMBI chileno tendría un incremento cercano a 60pb y el precio del cobre bajaría a US\$2,5 la libra para fines del 2019. Esto deterioraría las expectativas y la actividad local, la que acumularía un crecimiento en torno a 1,5pp menor entre el 2019 y 2020. En ese escenario, la TPM se mantendría en su nivel actual por un período más extenso.

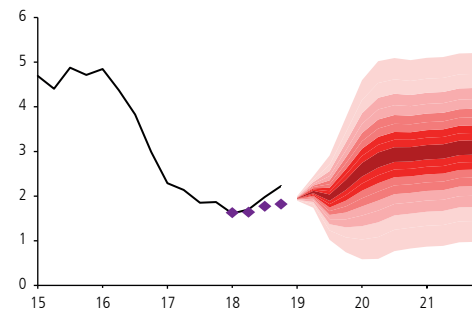
Habitualmente los escenarios de sensibilidad describen situaciones que podrían darse en el futuro y que modificarían el escenario base en adelante. Sin embargo, también es factible pensar que la interpretación de los fenómenos que actualmente afectan a la economía podría ser diferente. El fenómeno inmigratorio que ha enfrentado la economía en los últimos años podría

corresponder a este segundo caso. En los últimos IPoM, el Consejo ha venido advirtiendo sobre los efectos que esto podría estar teniendo en la economía<sup>6/</sup>. Desde diciembre se han publicado nuevas cifras de población y las proyecciones del INE señalan una persistencia del fenómeno migratorio mayor a la supuesta en el IPoM pasado. Su efecto en la economía se puede caracterizar suponiendo que la mayor oferta laboral reduce la inflación en algo menos de medio punto porcentual respecto de su proyección del escenario base durante todo el 2020, pues el efecto de las menores presiones de costos más que compensa su efecto expansivo en el PIB. En este escenario, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, se requiere que la normalización de la TPM sea aún más pausada que lo considerado en el escenario base.

Las simulaciones recién analizadas son escenarios que, sin generar un cambio completo del escenario base, dan cuenta de los ajustes a la política monetaria que ciertas desviaciones del escenario base podrían requerir. Como siempre, el Consejo reitera que revisará eventuales desviaciones del escenario base que puedan poner en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política y que requieran por tanto ajustar la trayectoria de la TPM. Así, reafirma que conducirá la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

#### GRÁFICO V.17

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



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Los rombos muestran la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Para efectos de las proyecciones, en el corto plazo, se utiliza como supuesto de trabajo la trayectoria de la TPM que muestra la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, la que no contempla cambios en la tasa al menos durante los próximos dos trimestres. En el mediano plazo, las proyecciones se construyen suponiendo que la TPM llegará a su nivel neutral hacia fines del horizonte de política. El Consejo ha venido estimando que la TPM neutral se ubica entre 4 y 4,5%, parámetro que se revisará en el IPoM de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>6/</sup> Ver por ejemplo, Recuadro II.1, IPoM septiembre 2018; Recuadro III.3, IPoM diciembre 2018; Mercado laboral hechos estilizados e implicancias macroeconómicas.



# GLOSARIO

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

**IPCSAE:** IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos, permaneciendo el 73% de la canasta total.

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

**IVUM:** Índices de precios de importaciones.

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

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

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

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

**TCM-X:** TCM que excluye al dólar estadounidense.

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

**TCN:** Tipo de cambio nominal.

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

## ABREVIACIONES

|                |  |
|----------------|--|
| <b>BCP:</b>    | Bonos del BCCh en pesos                                    |
| <b>BCU:</b>    | Bonos del BCCh reajustables en UF                          |
| <b>BLS:</b>    | Bureau of Labor Statistics                                 |
| <b>CCNN:</b>   | Cuentas Nacionales   |
| <b>CBC:</b>    | Corporación de desarrollo tecnológico de bienes de capital |
| <b>ECB:</b>    | Encuesta de crédito bancario                               |
| <b>EEE:</b>    | Encuesta de expectativas económicas                        |
| <b>EOF:</b>    | Encuesta de operadores financieros                         |
| <b>FFR:</b>    | Fed Funds Rate   |
| <b>FMI:</b>    | Fondo Monetario Internacional                              |
| <b>ICMO:</b>   | Índice de Costo de la Mano de Obra                         |
| <b>IIF:</b>    | The Institute of International Finance                     |
| <b>IMCE:</b>   | Indicador mensual de confianza empresarial                 |
| <b>INE:</b>    | Instituto Nacional de Estadísticas                         |
| <b>IPC:</b>    | Índice de precios al consumidor                            |
| <b>IPCSAE:</b> | Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía    |
| <b>IPEC:</b>   | Índice de Percepción Económica                             |
| <b>IPN:</b>    | Informe de Percepciones de Negocios                        |
| <b>IPSA:</b>   | Índice de Precio Selectivo de Acciones                     |
| <b>IR:</b>     | Índice de Remuneraciones                                   |
| <b>MSCI:</b>   | Morgan Stanley Capital Internacional                       |
| <b>OCDE:</b>   | Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico |
| <b>OPEP:</b>   | Organización de Países Exportadores de Petróleo            |
| <b>PDBC:</b>   | Pagarés Descontable del Banco Central                      |
| <b>SBIF:</b>   | Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras     |
| <b>TPM:</b>    | Tasa de política monetaria                                 |

# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Chile. Informe de Cuentas Nacionales. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Percepciones de Negocios. Varios números.
- Barclays Capital. 2019. Global Economics Weekly. Varios números.
- Christiano, L. y T. Fitzgerald. 2003. "The Band Pass Filter". *International Economic Review*, 44: 435-465.
- CITI Research. 2019. Estimating the (Global) Impact of the Chinese Policy Stimulus.
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2019. Copper Market Outlook. Varios números.
- Deutsche Bank. 2019. Macro Forecast Weekly Update. Varios números
- Diario Oficial. Decreto Supremo N°322, de 29 de enero de 2010, del Ministerio de Economía.
- Fondo Monetario Internacional. 2018. World Economic Outlook. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2018. People's Republic of China Article IV Consultation. Disponible en <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/07/25/Peoples-Republic-of-China-2018-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Staff-46121>
- Fondo Monetario Internacional. 2019. World Economic Outlook Update. Enero.
- Instituto Nacional de Estadísticas (INE). 2018. Manual Metodológico del Índice de Precios al Consumidor (IPC) base anual 2018=100.
- Instituto Nacional de Estadísticas (INE). 2018, Metodología, VIII Encuesta de Presupuestos Familiares.
- JP Morgan Chase. 2019. Global Data Watch. Varios números.
- JP Morgan Chase. 2019. Ten Questions about China in 2019.
- Medina, J.P. y C. Soto. (2007). The Chilean Business Cycle Through the Lens of a Stochastic General Equilibrium Model. Documento de Trabajo 457, Banco Central del Chile.
- Office for National Statistics (ONS). 2010. CPI and RPI: increased impact of the formula effect in 2010. Disponible en: <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20160106041638/http://www.ons.gov.uk/ons/guide-method/user-guidance/prices/cpi-and-rpi/index.html>.
- UBS. 2019. The size and effect of China's tax cut.





Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones

MARZO 2019

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

[bcch@bcentral.cl](mailto: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.

