



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA  
ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE  
SENADO DE LA REPÚBLICA\***

Mario Marcel  
Presidente  
Banco Central de Chile  
10 de junio de 2019

---

\*El *Informe de Política Monetaria* de junio de 2019 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

## Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Ricardo Lagos Weber. Senadores miembros de esta Comisión, senadoras y senadores.

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco Central de Chile sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria. Esta visión está contenida en detalle en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2019, publicado esta mañana. Asimismo, estos antecedentes aportan el trasfondo para la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria del viernes pasado.

En dicha Reunión, decidimos por unanimidad reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base, ubicándola en 2,5 por ciento. Clave en esta decisión fue nuestra evaluación que la política monetaria debía ser recalibrada, pues el impulso que estaba entregando no era el suficiente para asegurar la convergencia oportuna de la inflación a la meta de 3 por ciento a la luz de las cifras entregadas por el nuevo IPC y las nuevas estimaciones para la brecha de actividad y la TPM neutral.

La visión de que el escenario macroeconómico podría necesitar un impulso monetario distinto comenzó a forjarse en el IPoM de marzo, cuando la medición de la inflación con el nuevo IPC nos mostró un aumento de los precios significativamente por debajo de las cifras previas, postergando por cerca de un año en su convergencia a la meta de 3 por ciento. Como recordarán de la presentación que hicimos en esa oportunidad, vinculamos la menor inflación a la posibilidad de mayores holguras de capacidad como producto de la fuerte inmigración de los últimos años, y a un menor traspaso de variaciones cambiarias a precios.

Al presentar aquel diagnóstico, señalamos que la menor inflación medida por el nuevo IPC tenía implicancias sobre la política monetaria, por lo que interrumpimos el proceso de normalización que habíamos comenzado en la última parte del año pasado. Además, para afinar el diagnóstico, decidimos adelantar para junio la actualización de los parámetros estructurales —esto es el PIB tendencial, el PIB potencial y la TPM neutral. Luego, en nuestra Reunión de Política Monetaria de mayo, discutimos la opción de reducir la TPM, adelantando que un ajuste de este tipo se justificaría en el caso de una ampliación significativa de las holguras, que se observara un menor dinamismo de la economía, un empeoramiento de las condiciones externas y/o una menor TPM neutral.

En la RPM del viernes pasado constatamos que todas estas condiciones se han dado. En primer lugar, las estimaciones de crecimiento tendencial y potencial de la economía han aumentado como consecuencia de la inmigración, lo que se traduce en mayores holguras de capacidad. Segundo, la TPM neutral es menor, en parte, por la caída de las tasas neutrales estimadas en las principales economías. Tercero, en los últimos meses, el dinamismo de la economía ha estado por debajo del crecimiento potencial, contribuyendo a ampliar la brecha de actividad. Por último, el escenario externo se ha deteriorado, en lo principal porque el balance de riesgos se ha vuelto más negativo.

Considerados estos elementos y las perspectivas para el escenario económico, lo que correspondía era reducir la TPM. Creo importante destacar que esta decisión se apoya en un importante esfuerzo analítico del Banco, respaldado por la búsqueda de mayor evidencia y capacidad para identificar fenómenos estructurales que afectan a la economía chilena. Esta es la conclusión de un proceso anunciado y documentado, que requería un desarrollo riguroso antes de concretarse en un cambio de la TPM, pues la política monetaria no se puede conducir sobre la base de intuiciones o percepciones.

Hemos caracterizado a este ejercicio como recalibración de la política monetaria porque se desprende en buena medida de una actualización de los parámetros estructurales que sirven para caracterizar la situación macroeconómica e informar la fijación de la tasa de política. Esto se traduce en un ajuste por una vez de la tasa, cuya excepcionalidad se refuerza por la inusual combinación en los cambios de los parámetros, incluida la nueva medición de la inflación.

No obstante, debemos dejar claro que ello no significa desconocer el desempeño reciente de la economía. Al contrario, el ritmo de crecimiento efectivo de los últimos meses se ve más débil al compararlo con un crecimiento tendencial mayor. Del mismo modo, recalibrar la TPM no significa que ésta no se pueda ajustar en el futuro ante cambios en el entorno macroeconómico, mas bien permitirá evaluar la respuesta adecuada a dichos cambios en sus propios méritos, sin confundirlos con los factores que justificaron este ajuste.

Hacia adelante, la actividad crecerá por sobre su potencial en los próximos dos años y la inflación convergerá a 3 por ciento durante 2020. El inicio de la normalización de la TPM dependerá de nuestra convicción de que la inflación se encuentra en un claro proceso de convergencia al 3%. Para esta evaluación será especialmente importante la forma en que el mercado laboral absorba el fuerte flujo inmigratorio, la respuesta de la inversión y los desarrollos del escenario externo. Al mismo tiempo, hay riesgos importantes en torno a estas proyecciones.

Ahora pasaré a describirles este escenario y sus riesgos.

## **Escenario macroeconómico**

### **Evolución reciente de la actividad y la inflación**

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

La mayoría de los sectores no mineros cuya actividad tiene más relación con la demanda tuvieron un comportamiento en línea con lo esperado, en particular la construcción y los servicios. Una excepción fue la industria exportadora, donde se conjugaron altas bases de comparación, la debilidad de la demanda en sus mercados de destino —principalmente América Latina— y una mayor competencia en el exterior.

Por el lado de la demanda, los principales cambios del primer trimestre fueron la desaceleración de la inversión en maquinaria y equipos y de las exportaciones (gráfico 2). Esto coincide con el deterioro del escenario externo en los últimos trimestres y una acumulación de existencias que no se ha deshecho según lo previsto. En cambio, la inversión en construcción y otras obras y el consumo evolucionaron según lo esperado, sin mayores cambios respecto de los trimestres previos. Esto, con un mercado laboral donde distintos indicadores muestran una mayor creación de empleo.

La inflación total medida por el IPC y la subyacente (IPC sin alimentos y energía, IPCSAE) continúa en torno a 2 por ciento anual. En el caso del IPC, con un nivel que ha aumentado algo en lo más reciente (gráfico 3). De todos modos, se sigue observando la presencia de los mismos fenómenos identificados en el IPoM de marzo: una mayor competencia en ciertos mercados, holguras de capacidad superiores a lo estimado previamente y un traspaso de la depreciación acumulada del peso menor que los promedios históricos.

### **Actualización de los parámetros estructurales**

Como indiqué hace unos momentos, en este IPoM, actualizamos las estimaciones de los parámetros estructurales que se utilizan para la evaluación del estado de la economía, sus perspectivas y la calibración de la política monetaria. En lo principal, esto permitió cuantificar el efecto del fuerte flujo inmigratorio de los últimos años sobre el crecimiento tendencial y potencial, incrementándose ambos. También se pudo comparar el impacto sobre la TPM neutral de un mayor crecimiento tendencial con el de la caída de tasas de interés internacionales.

Antes de ir al detalle de las estimaciones quisiera hacer un par de precisiones respecto de los conceptos de PIB tendencial y potencial. En primer lugar, es evidente que estimar la capacidad de crecimiento de una economía es un antecedente muy relevante al momento de definir la política monetaria y las políticas macroeconómicas en general. De hecho, no solo el Banco Central estima el crecimiento tendencial, sino que también lo hace el Ministerio de Hacienda para el cálculo de los ingresos estructurales del Fisco. En nuestro caso, estimamos dos conceptos: el PIB tendencial y el PIB potencial. El primero se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano plazo de la economía, mientras que el segundo se refiere al nivel de PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo. Si bien en el largo plazo las tasas de crecimiento potencial y tendencial convergen al mismo número, en el corto plazo existen elementos transitorios —como *shocks* temporales a la

productividad y limitaciones al uso de factores— que alteran la capacidad productiva y provocan diferencias entre ambos. De ahí la importancia de analizarlos por separado (gráfico 4).

### **PIB tendencial**

La actualización de la estimación del crecimiento tendencial —que no se realizaba desde 2017— tuvo por objeto dimensionar el efecto que el considerable flujo inmigratorio de los años recientes tiene sobre la capacidad de crecimiento de mediano y largo plazo.

Uno de los recuadros de nuestro IPoM da cuenta de episodios de flujos inmigratorios de relevancia que se han constatado en otras economías. Si bien cada caso es, en cierto sentido, único y las experiencias internacionales no son fácilmente traspasables, su análisis entrega algunos antecedentes útiles para entender el caso chileno. El primero es constatar lo excepcional de la experiencia chilena, por sus dimensiones y velocidad. Además, dados los factores que motivan la migración —en particular la proveniente de Venezuela— es posible pensar que no se revertiría en el corto plazo. En segundo lugar, la inmigración reciente se caracteriza por ser una población en promedio más calificada, más joven y con una mayor participación laboral que la población chilena. Tercero, relativo a otros países, Chile plantea menores impedimentos legales para insertarse en el mercado laboral, y a diferencia de otros casos migratorios, comparte el idioma y otros aspectos culturales con una fracción mayoritaria de la población inmigrante.

Para actualizar la estimación del crecimiento tendencial se utilizan las proyecciones de población para el período 1992-2050, publicadas por el INE a fines de 2018. Estas reflejan el significativo flujo inmigratorio observado desde 2015, el cual se espera continuará siendo importante en los próximos años (gráfico 5). Esto incide sobre la proyección del factor trabajo y, a través de este, en la capacidad de crecimiento de la economía. El resto de los supuestos de proyección no sufren cambios mayores respecto del ejercicio de 2017, salvo la actualización de cifras provenientes de Cuentas Nacionales y una modelación explícita de la manera en que el capital y la productividad total de factores responden al aumento del factor trabajo asociado a la inmigración.

Pese a la relevancia del aumento de la fuerza laboral, su impacto en el crecimiento tendencial no es inmediato ni se transmite uno a uno. La economía debe pasar por un proceso de ajuste mientras el brusco aumento de la oferta de trabajo es completamente absorbido, de forma que los nuevos trabajadores se ubiquen en puestos acordes con sus competencias. La experiencia internacional no es concluyente respecto de la extensión de esta transición, pues como mencioné, las características de los procesos migratorios han sido muy distintas. En todo caso, es de esperar que a medida que se acomoda el flujo inmigratorio, se observe un paulatino incremento de la acumulación de capital y de la productividad.

De este modo, estimamos que el crecimiento tendencial de la economía chilena se ubica en un rango entre 3,25 y 3,75 por ciento para el período 2019-2028 (tabla 1). Dicha estimación se compara con el rango entre 3,0 a 3,5 por ciento que consideramos previamente. Es importante notar que el uso

de un rango refleja la incertidumbre respecto de varios de los factores que se han mencionado. En particular, esta proyección considera que la productividad total de factores del sector no minero crecerá 1 por ciento en los próximos diez años, sin embargo, existe incertidumbre a la luz de la volatilidad esta variable en los últimos años.

### **PIB potencial**

La actualización del PIB tendencial es importante para la determinación del PIB potencial de la economía. Sobre este último, estimamos que en el periodo 2019-2021 se ubicará en torno a 3,4 por ciento (alrededor de 3,2 por ciento en la estimación previa), algo por debajo de su crecimiento de tendencia (tabla 2). En este juicio, se combina la caída inicial de la productividad ante el aumento de la fuerza de trabajo y los rezagos esperables en la adecuación del stock de capital como respuesta a este fenómeno.

La actualización del crecimiento potencial, junto con el desempeño de la economía en el primer trimestre provocan que el nivel de la brecha de actividad (-0,7 puntos porcentuales) sea más amplio que el considerado previamente (gráfico 6). Es importante notar que, respecto de diciembre pasado, el nivel estimado de la brecha de actividad es mayor en la partida —el primer trimestre de 2019—, pero también lo es a lo largo de todo el horizonte de proyección. Si bien las cifras de actividad del primer trimestre juegan un rol en lo primero, en lo segundo el factor fundamental es la actualización del crecimiento potencial. En el escenario base, se considera que la brecha se cerrará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, aunque a una velocidad menor a la anteriormente prevista por la magnitud del proceso de adaptación que deberá experimentar la economía ante el shock migratorio.

### **TPM neutral**

Respecto de la TPM neutral, creo importante partir por un par de aclaraciones conceptuales. La TPM neutral se define como aquella que es coherente con un PIB en su nivel de equilibrio —tendencial— y una inflación que se ubica en la meta de 3 por ciento. Todo esto, una vez que los efectos de los *shocks* transitorios en la economía se han disipado. Por esta razón, la TPM neutral es inherentemente una tasa asociada con el largo plazo, a la cual se espera que la TPM efectiva converja gradualmente, en ausencia de más perturbaciones que alejen la economía de su nivel tendencial. De ahí que la TPM neutral a la que hacemos referencia es lo que se entiende como una tasa neutral tendencial.

Para efectos operativos, la política monetaria se considera expansiva cuando la TPM efectiva es inferior a la TPM neutral, y contractiva cuando se da el caso contrario, esto es que la TPM efectiva sea mayor a la neutral. De ahí que mantener una estimación actualizada de esta medida de tasa neutral es relevante tanto para la aplicación de la política monetaria como para la comunicación de su orientación futura.

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

El conjunto de estimaciones que realizamos arroja tasas de interés neutrales del orden de 1 por ciento en términos reales. Tomando en cuenta el rango de valores y la incertidumbre que rodea este cálculo, consideramos que la TPM neutral se ubica en un rango entre 3,75 y 4,25 por ciento, 25 punto base por debajo del rango previsto hasta marzo, reflejando en parte las menores tasas de interés neutrales a nivel mundial (gráfico 7).

### **Escenario base de proyección**

La convergencia de la inflación a 3 por ciento está sujeta a un escenario base de proyección que tiene las siguientes características.

### **Actividad y demanda**

Por un lado, como ya mencioné, considera que la brecha de actividad se cerrará a lo largo del horizonte de proyección, período en el cual la economía acumulará un crecimiento por sobre su nivel potencial. Esto es coherente con que en 2019 el crecimiento del PIB se ubicará entre 2,75 y 3,5 por ciento. Este rango está por debajo de lo previsto en marzo, principalmente por el efecto de la sorpresa negativa de actividad del primer trimestre. De hecho, esta proyección supone que la economía retomará mayores tasas de expansión anual en la segunda mitad del año. Para 2020 y 2021 se proyectan tasas de crecimiento mayores, de entre 3 y 4 por ciento en ambos (tabla 3).

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

En todo caso, la otra parte de la inversión —construcción y obras— ha sostenido un dinamismo importante y hacia adelante las señales se mantienen positivas. Por un lado, la información bursátil apunta a un desarrollo favorable del rubro. Por otro, los grandes proyectos de inversión que actualmente se están llevando a cabo —especialmente los mineros— no registran retrasos y se han venido desarrollando de acuerdo con lo planificado. En la misma línea los diversos catastros de

proyectos de inversión no han tenido correcciones a la baja y siguen considerando montos mayores para 2019-2020, en comparación con los montos invertidos en el periodo 2017-2018 (gráfico 8).

Por el lado de las concesiones, las autoridades han anunciado un incremento relevante de las mismas a contar de 2020, en particular relacionadas con hospitales, carreteras y aeropuertos. A esto se agrega el anuncio de la aprobación de un conjunto de obras complementarias que se ejecutarán en 2019 y 2020. La información de la Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería (AIC) del primer trimestre de 2019 muestra que la ingeniería de detalles —que se realiza para proyectos que se desarrollarán en 1 o 2 años más— alcanza tasas de crecimiento anual elevadas. En cuanto a la inversión habitacional, si bien esta comenzó el año con una contribución nula al PIB del sector construcción, los niveles de ventas se mantienen elevados y las perspectivas que se recogen en el Informe de Percepciones de Negocios de mayo son positivas. En todo caso, el IMCE del sector construcción mostró un descenso en lo más reciente, aunque el indicador se mantiene por sobre su promedio histórico.

En el mediano plazo, diversos elementos apuntan a que la inversión volverá a tomar fuerza. Por lo pronto, la menor base de comparación que dejará el ajuste en su crecimiento de 2019, ayudará a elevar el registro de 2020, año para el cual el escenario base estima un crecimiento de 5,1 por ciento de la formación bruta de capital fijo. La relación capital a PIB se ha mantenido baja en los últimos años (bajo 22 por ciento en términos reales), con una inversión productiva —excluyendo inversión en minería y habitacional— que prácticamente no creció en el período 2016-2018. Se suma que la fuerte inmigración de los últimos años redujo la relación entre el capital y el trabajo. Absorber esta mayor mano de obra requiere adecuar el stock de capital, por lo que, de no mediar un cambio de visión más significativo respecto de la productividad, y/o a los diversos costos asociados a la tramitación de proyectos de inversión, esta debiese retomar dinamismo.

Las condiciones internas para financiar esta mayor inversión son favorables: las tasas de interés locales han permanecido en niveles bajos (gráfico 9), algo que se verá reforzado con la decisión de la última Reunión de Política Monetaria. Del mismo modo, las condiciones de financiamiento externo han permanecido favorables y, de hecho, las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se ubican en niveles bajos. Todo ello se da en un contexto en que el sistema financiero local no presenta desequilibrios, sin elementos que dificulten el flujo de financiamiento hacia ellas, y el déficit fiscal se mantiene acotado.

Con todo, la evolución de la inversión en el primer trimestre pone una nota de cautela en la medida que la desaceleración pueda ser más persistente, en especial por el aumento de la incertidumbre externa. Por lo pronto, esta ha reducido el precio de los activos y, con ello, los incentivos a invertir. Se suma la depreciación cambiaria que podría mermar la adquisición de bienes de capital importados. La evolución de los inventarios también impone un riesgo a la dinámica de la inversión. Ya a fines de 2018 se había registrado una acumulación que se estimó en su momento se convertiría en inversión, algo que no ocurrió y, por el contrario, en el primer trimestre volvieron a acumularse existencias. Ello, en un contexto en que, según el IMCE, ha aumentado el porcentaje de encuestados



del comercio mayorista que juzga sus inventarios como indeseados, y en que los entrevistados del Informe de Percepciones de Negocios provenientes de empresas comercializadoras de maquinarias y equipos dan cuenta de ventas por debajo de lo esperado, particularmente en las regiones del norte.

En cuanto al consumo, este ha tenido un comportamiento de acuerdo con lo anticipado y el escenario base considera que luego de expandirse 3,1 por ciento en 2019, lo hará en promedio en 3,5 por ciento los dos años siguientes. Acorde con lo anterior, la proyección para este componente del gasto no tiene mayores cambios respecto de lo considerado en el IPoM de marzo. Las mayores tasas de crecimiento para 2020 y 2021 son coherentes con una economía que crecerá a tasas superiores.

El mercado laboral ha dado señales más positivas respecto del empleo, como se desprende tanto de las cifras del INE, de los registros administrativos y la información obtenida en el Informe de Percepciones de Negocios. Las importaciones de los bienes de consumo se han mantenido elevadas (con excepción de las de automóviles) y las expectativas del sector comercio siguen optimistas según lo indica el IMCE. Todo ello en un contexto en que las condiciones financieras se mantienen favorables, tanto por la persistencia de tasas de interés en niveles bajos como por buenas condiciones de otorgamiento de crédito.

Es importante advertir contra la tentación de tratar de extraer información respecto del comportamiento del consumo privado a partir de indicadores de actividad del sector comercio. Si bien esta es una práctica que puede aportar información, existen diferencias entre ambas variables que dificultan esa lectura. En primer lugar, el consumo es un componente de la demanda, mientras que el comercio es una parte del PIB, por lo que difieren en su medición, magnitud y componentes. En segundo lugar, los indicadores de ventas del comercio son uno de las fuentes en base a la que se calcula el consumo de los hogares en las Cuentas Nacionales, sin embargo, el comercio minorista establecido equivale sólo a un 15 por ciento del consumo privado. Tercero, al consumo de bienes se debe sumar el consumo de todos los servicios (domésticos y adquiridos en el extranjero), que son casi la mitad del consumo de los hogares y no se capturan en los indicadores de venta del comercio. Por último, cuando se trata de compatibilizar las cifras de comercio del PIB con el consumo, se debe tener presente que ese comercio incluye no solo el minorista (relacionado con el consumo de hogares) sino que también el mayorista (relacionado con empresas). Todo esto apunta a usar con cautela los datos de comercio, dadas las diferencias relevantes entre la actividad de este sector y el consumo privado.

### **Escenario internacional**

Respecto del contexto externo, en el escenario base, el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será menor al de los dos años anteriores y al previsto en marzo. La corrección respecto de marzo responde a los desarrollos negativos que ha tenido el escenario externo en las últimas semanas, en particular porque la intensificación del conflicto comercial ha

llevado a una mayor aversión al riesgo, provocando, entre otros efectos, una apreciación global del dólar y una reducción de la mayoría de los precios de las materias primas, incluido el cobre. Esto último tiene especial relevancia por su efecto en los términos de intercambio (TDI). Así, para el período 2019-2021 se supone que los TDI acumularán un aumento de 0,6 por ciento, que se compara con el alza de 1 por ciento prevista en marzo (gráfico 10). En esta proyección se considera un precio del cobre cuyos promedios anuales estarán más cercanos a 280 centavos de dólar la libra entre 2019 y el 2021, y no en torno a 290 centavos de dólar la libra, como se proyectaba en marzo.

Respecto del crecimiento mundial, el escenario base ajusta levemente a la baja la expansión prevista para los socios comerciales durante este año, situándola en 3,2 por ciento (3,3 por ciento en marzo). En esta corrección cobra importancia un desempeño bastante menor de América Latina. Se sigue estimando que China crecerá en torno a 6 por ciento y Estados Unidos algo por sobre 2 por ciento (tabla 4). Si bien el crecimiento de los socios comerciales se ajusta levemente, sí se ha observado un marcado deterioro del crecimiento del comercio mundial, lo que es capturado en la evolución menos favorable que se prevé para las exportaciones chilenas (gráfico 11). En el escenario base se proyecta que éstas tendrán un dinamismo menor, en particular en 2019, por las dificultades que han tenido algunos sectores de la industria exportadora. También por la menor producción de cobre, que impactará a los envíos del metal. Dentro de las importaciones, destaca el ajuste a la baja en las de bienes de consumo, como respuesta a lo acontecido con las ventas de autos en el mercado local, pero también resalta la baja de internaciones de maquinarias y equipos (y en particular de camiones), que se estima se prolongará más allá del primer trimestre. Ello se refleja en una cuenta corriente que tendrá déficits algo por debajo de 3 por ciento del PIB en el horizonte de proyección.

### **Supuestos de trabajo**

La elaboración del escenario base de proyecciones se realiza considerando un conjunto de información y análisis que determinan cómo será la convergencia de la inflación a la meta. Entre ellas, cómo se comportará la brecha de actividad —para lo cual es relevante el crecimiento potencial y el crecimiento efectivo—, cómo evolucionará el precio del cobre, el precio del petróleo, el dólar en el mundo, etc.

El escenario base también incluye supuestos de trabajo para variables como el tipo de cambio real, el comportamiento de la política fiscal y la Tasa de Política Monetaria. En particular, respecto del tipo de cambio real, se contempla que durante los próximos dos años oscilará en torno a sus promedios de los últimos 15 y 20 años. En el ámbito fiscal, se asume que en 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. No se introducen modificaciones como producto de los recientes anuncios de agilización de inversiones públicas dado que, de acuerdo a lo declarado por las autoridades, éstas se efectuarán dentro de los límites impuestos por la meta de balance estructural. Esto es sin perjuicio de una mayor intensidad en la operación de los estabilizadores automáticos como producto de divergencias en el comportamiento de los ingresos cíclicos.

En cuanto a la TPM, el supuesto de trabajo es que durante los próximos trimestres ésta se mantendrá en su nivel actual y comenzará un proceso gradual de normalización durante el próximo año. No obstante, esta es una de varias trayectorias alternativas para la TPM compatibles con el logro de la meta, por lo que no constituye una anticipación o compromiso respecto de las decisiones que vaya adoptando el Consejo conforme vaya acumulando más información sobre el comportamiento de la economía.

Considerado todo lo anterior, en el escenario base la inflación del IPC oscilará en torno a 3 por ciento durante 2020, mientras el IPCSAE llegará a ese valor a comienzos de 2021. Para fines de este año se proyecta una inflación del IPC levemente bajo 3 por ciento (gráfico 12).

### **Balance de riesgos**

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

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

Escenarios en que estos riesgos se intensifiquen podrían llevar a un deterioro abrupto de las condiciones financieras. Ante ello, es probable que los principales bancos centrales aumenten la expansividad de su política monetaria; sin embargo, esto podría ser insuficiente para contener la pérdida de apetito por riesgo y los descensos de los precios de activos y materias primas. El elevado nivel que han alcanzado los precios de algunos activos más riesgosos —en algunos casos teniendo como contrapartida un aumento del endeudamiento— vuelve más complejo un escenario de este tipo. Además, la materialización de alguno de estos escenarios podría impactar negativamente en las expectativas y decisiones de inversión locales.

En lo interno, se estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja. En el escenario base se proyecta que más allá del resultado del primer trimestre, la inversión tendrá una recuperación relevante en los próximos dos años, lo que abarca tanto a los grandes proyectos mineros como a la inversión de otros sectores. Sin embargo, existen riesgos derivados, por ejemplo,

de la mayor incertidumbre del escenario externo y los diversos costos asociados a la tramitación de los proyectos de inversión. También se destacan riesgos asociados a la evolución del sector minero. Aunque su débil desempeño de los últimos trimestres ha respondido en parte a factores puntuales, hay elementos más permanentes, como la menor ley del mineral, que podrían prolongar esta debilidad.

Respecto de la inflación, el Consejo estima que los riesgos están equilibrados. La actualización de parámetros estructurales tiene un grado significativo de incertidumbre, en particular por el efecto macroeconómico de la inmigración. Por un lado, es posible que la absorción de inmigrantes en la fuerza de trabajo tenga asociada una caída de la productividad que sea más persistente, provocando un menor crecimiento potencial en el horizonte de proyección, una menor brecha de actividad y, por tanto, mayores presiones inflacionarias. Por otro lado, puede darse un escenario donde el aumento de la oferta laboral ocurra con mayor intensidad, lo que generaría un mayor crecimiento del PIB potencial, una brecha de actividad más amplia, y menores presiones en salarios y precios. También debe considerarse que el balance negativo de los riesgos externos tiene efectos cambiarios que podrían elevar, más allá de lo estimado, la inflación en el corto plazo (tabla 5).

En suma, la evaluación del escenario macroeconómico y sus perspectivas, que incluyen la actualización de los parámetros estructurales y la evolución reciente de la economía nos indicaron la necesidad de recalibrar el impulso monetario. Coherente con ello, decidimos reducir la TPM en 50 puntos base, hasta 2,5%, en nuestra Reunión del viernes pasado. Estimamos que, manteniendo esta tasa hasta ver señales claras de repunte de la inflación, se podrá asegurar la convergencia de la inflación a la meta, en un escenario donde la capacidad de crecimiento de largo plazo se fortalece con el aporte de la inmigración. No obstante, los desarrollos recientes elevan los riesgos a la baja, especialmente en el ámbito externo, frente a lo cual el Banco Central debe estar preparado para reaccionar.

### **Comentarios finales**

Señor Presidente, estimados Senadores, la reducción de la TPM acordada por el Consejo el viernes pasado ha sido calificada como “sorpresiva” o “inesperada” por los observadores. Efectivamente, se trató de un ajuste que no anticipó la mayoría de los analistas, ya sea en su oportunidad o magnitud. No obstante, no se trató de un cambio impredecible a la luz de los antecedentes, el análisis y la comunicación que había venido entregando el Banco en los meses precedentes. Más aún, se trata de una decisión que se fundamenta en profundidad en el Informe que hoy hemos presentado.

Antes de concluir, quisiera destacar el carácter excepcional de circunstancias que condujeron a esta decisión y sus implicancias para la comunicación y acción del Banco en el futuro. Al inicio de esta presentación mencioné que esta decisión la hemos definido como una “recalibración” de la política monetaria, por tratarse de un ajuste de la TPM para generar un impulso monetario compatible con la meta de inflación ante cambios significativos y consistentes en las estimaciones de brechas de capacidad, inflación y TPM. En esta ocasión se ha producido una combinación inusual de nueva

información para todos los parámetros estructurales más la nueva medición de la inflación, apuntando en la misma dirección.

En efecto, es inusual que una economía experimente un cambio en los factores de producción de la magnitud y velocidad que ha significado la inmigración de los últimos tres años en Chile. También es inusual que un aumento del potencial de crecimiento vaya acompañado de una reducción de la TPM neutral, lo que en este caso ha ocurrido por la magnitud y persistencia de la caída de tasas de interés en el mundo. En episodios anteriores de cambio de la canasta de IPC tampoco habíamos observado correcciones tan importantes de la medida de inflación como la que se produjo en esta oportunidad.

Frente a esta inusual configuración de circunstancias, el Banco Central ha debido ser riguroso en su análisis, claro en sus conclusiones y rápido en su respuesta. Lo ayudó el trabajo de investigación y la actualización de sus modelos que ha venido desarrollando desde hace algún tiempo. Pero una vez reunidas todas las piezas de este puzle, el Consejo ha preferido actuar antes que postergar una decisión. Se trata de una acción inusual ante inusuales circunstancias.

Los bancos centrales hoy no son amigos de sorprender a los mercados y el nuestro no es una excepción. Nosotros no buscamos sorprender por sorprender y ciertamente no hemos ocultado nada en nuestra comunicación de los últimos meses respecto del análisis que hemos desarrollado ni hemos distraído la atención del mismo. No obstante, una vez acumulada evidencia y alcanzada una conclusión clara sobre sus implicancias para la política monetaria, vimos pocas ventajas y muchos más costos en postergarla. Si bien nuestra decisión consideró la opción de esperar, señalando la posibilidad de este cambio antes de concretarlo, creemos que en la actual coyuntura tomar una acción de inmediato tenía mayor valor. No porque la economía estuviera experimentando un deterioro abrupto, sino por nuestro convencimiento sobre la consistencia de este análisis con la persistencia de una baja inflación. En tales circunstancias, dilatar una decisión solo implicaría perder tiempo, con un costo para la economía, en una coyuntura en que se requieren más y no menos certezas.

El haber adoptado el acuerdo en la RPM del viernes tuvo una implicancia comunicacional que no habrá escapado de la atención de los integrantes de esta Comisión. Enfrentados a una decisión importante y no anticipada por el mercado, era muy complejo postergar la difusión de los antecedentes que la fundamentaban por más de dos días, hasta la publicación del IPoM. Eso nos llevó a emitir un comunicado que adelantó algunos datos importantes del Informe. Quisiera ser claro en que esto no establece un precedente para las futuras oportunidades en que coinciden la RPM y el IPoM. Cualquier cambio más permanente a la estrategia de comunicación de la política monetaria lo evaluaremos en profundidad y lo discutiremos previamente con esta Comisión.

Una dimensión adicional de la decisión de política monetaria del viernes es el separar con claridad la implicancia para la TPM de recalibrar el impulso monetario ante la actual configuración de

parámetros estructurales y variables económicas, de las respuestas que pudieran ser necesarias ante la evolución del entorno macroeconómico.

Como hemos destacado en esta presentación, la economía mundial vive un momento delicado, donde se combina una fase declinante del ciclo con una alta incertidumbre de política en las principales economías del mundo y donde los mercados financieros se apoyan fuertemente—quizás excesivamente—en la disposición de los bancos centrales a reaccionar ante episodios de volatilidad. Si bien la economía mundial sigue creciendo, observamos con preocupación el escalamiento y ampliación de los conflictos comerciales, un estancamiento del comercio internacional, deterioro de las expectativas y frecuentes episodios de volatilidad de los mercados.

En estas circunstancias, como hemos señalado en otras oportunidades, la economía chilena, pese a su apertura comercial y financiera, cuenta con potentes amortiguadores, dados por la flotación cambiaria, la profundidad del mercado financiero doméstico y el anclaje de expectativas. Sin embargo, también cuenta con espacio para robustas respuestas de política, particularmente de la política monetaria. Haber resuelto los desajustes pasados de la TPM nos facilita la identificación de fenómenos futuros y la aplicación de respuestas adecuadas.

En otras oportunidades hemos dicho que el Banco Central de Chile está preparado para enfrentar nuevos desafíos. Las decisiones recientes agregan un elemento adicional a esta afirmación: la evidencia de que tenemos la capacidad para identificar cambios relevantes y reaccionar con la rapidez necesaria. Estos son atributos que hemos ido fortaleciendo con el tiempo y que debemos mantener frente a nuevos desafíos.

Al mismo tiempo, debemos ser conscientes de que el ámbito específico de acción del Banco es la macroeconomía y, en particular, el control de la inflación y el resguardo de la estabilidad financiera. El proceso de recalibración de la política monetaria fue gatillado por la caída en la inflación medida por el IPC y la respuesta de política impulsa la actividad económica porque busca reducir las brechas de actividad para asegurar la convergencia de la inflación. El estimar un mayor crecimiento tendencial y potencial fue producto de un análisis de fenómenos macroeconómicos e incidió sobre el ajuste de la TPM, pero no asegura todas las condiciones microeconómicas o institucionales para aprovechar todas las holguras que potencialmente genera. La política monetaria puede proveer un amortiguador adicional ante shocks externos, pero no puede blindar completamente a la economía.

Por esa razón, es importante es que, al concluir esta presentación, como en otras oportunidades, entendamos el foco del compromiso del Consejo: mantener una inflación baja y estable, como el principal aporte que la institución realiza al bienestar de los chilenos. La estabilidad que ello aporta al país debería facilitar el aporte de otros actores al mismo propósito final.

Muchas gracias

Gráfico 1

**Crecimiento anual del PIB**

(incidencias, puntos porcentuales)

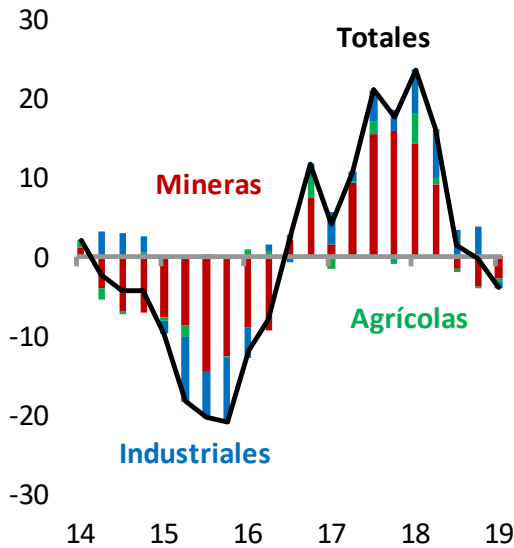


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

**Crecimiento nominal anual de las exportaciones**

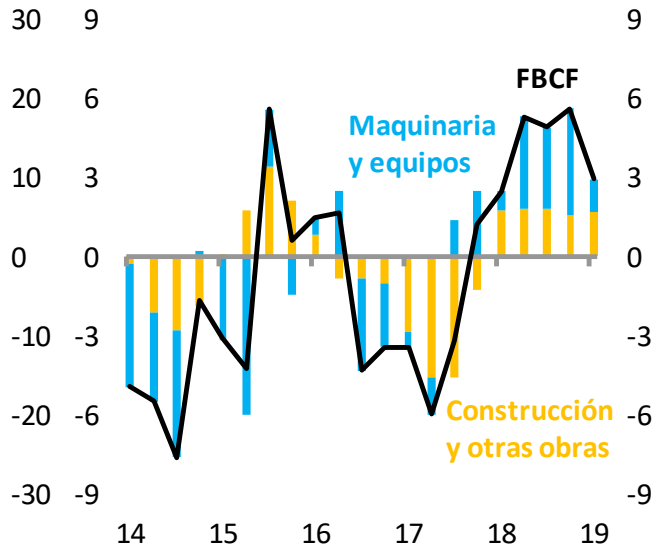
(incidencias, puntos porcentuales)



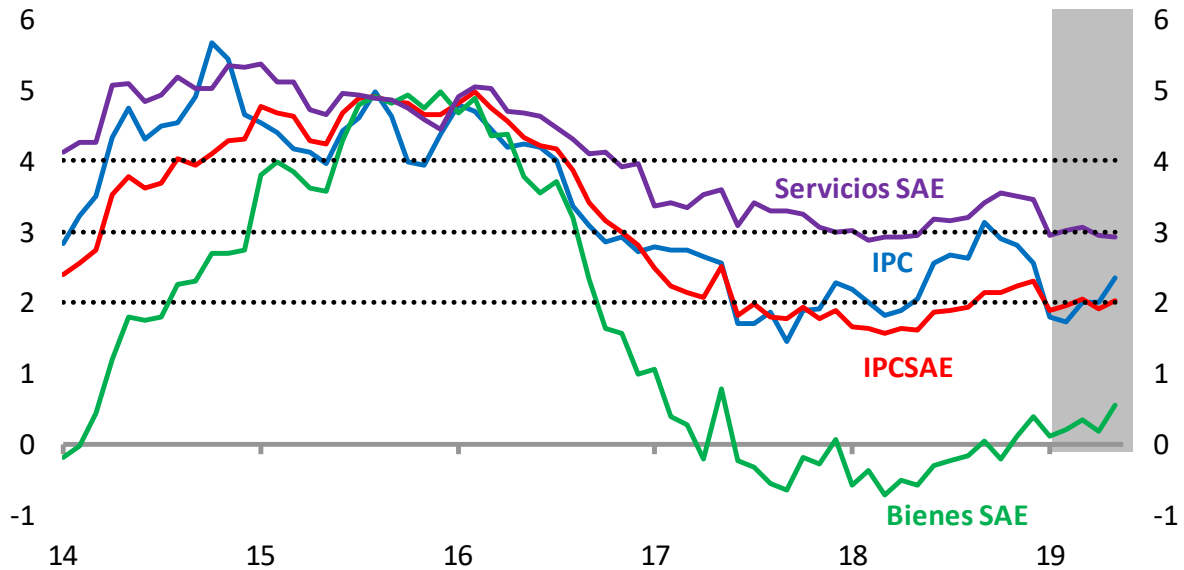
Fuente: Banco Central de Chile.

**Contribución al crecimiento anual de la FBCF**

(incidencias, puntos porcentuales)

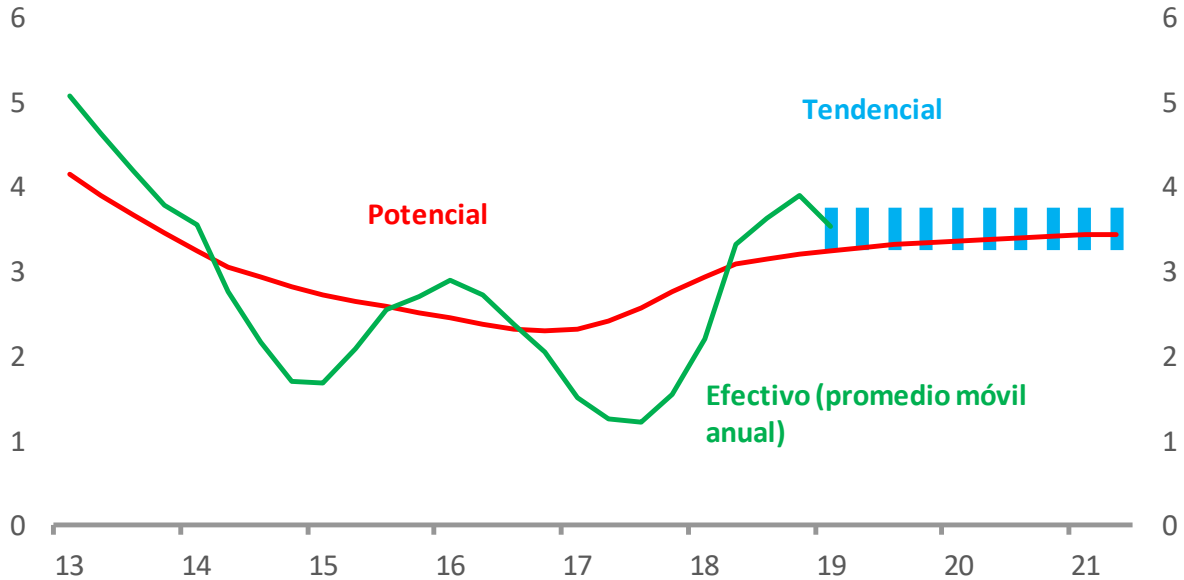


**Gráfico 3**  
**Indicadores de inflación (\*)**  
 (variación anual, porcentaje)



(\*) A partir de enero del 2019 (área gris) 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 4**  
**PIB no minero**  
 (variación real anual, porcentaje)



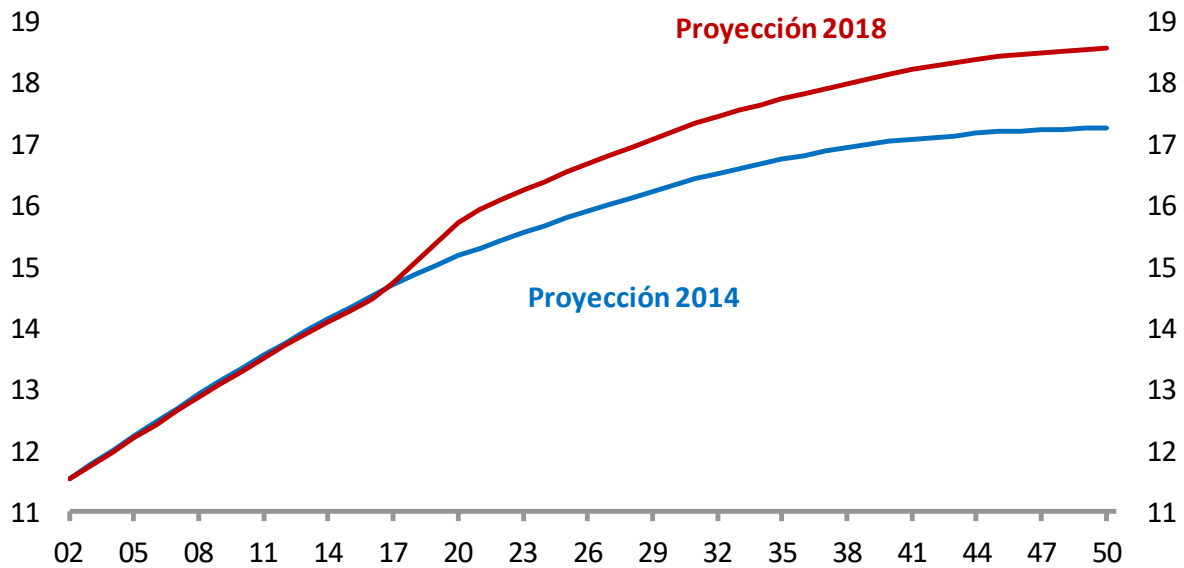
Fuente: Banco Central de Chile.



Gráfico 5

**Proyecciones de población en edad de trabajar**

(millones de personas, 2002-2050)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Tabla 1

**Proyección de crecimiento del PIB tendencial**

(porcentaje)

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2

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

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

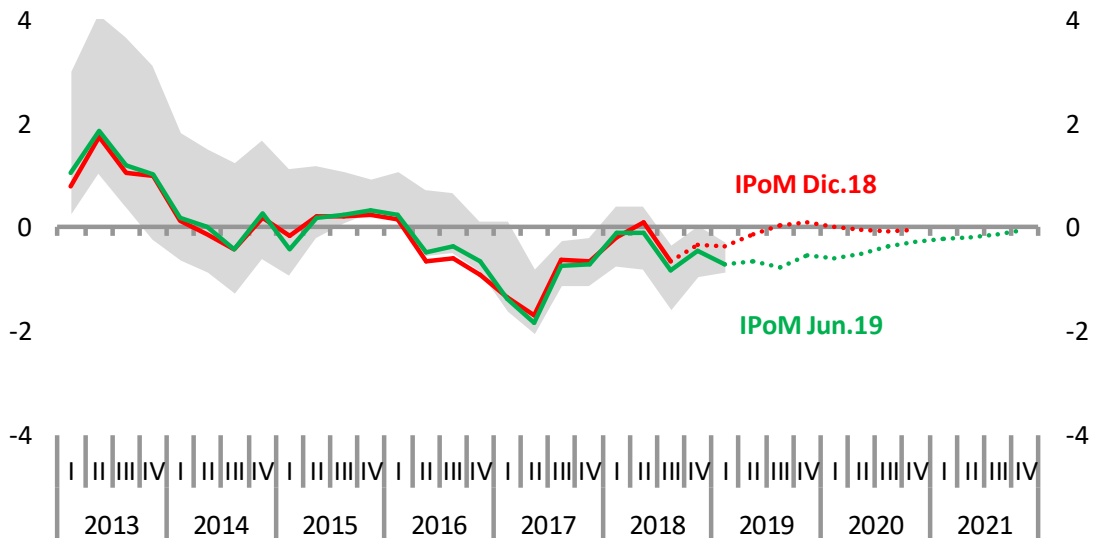
(1) Para cada columna, cifras posteriores a la línea segmentada corresponden a la proyección contenida en el IPoM de cada año. (2) PIB no minero a costo de factores desestacionalizado. (3) Promedio del año. (4) Corresponde a la diferencia (en logaritmos) del nivel de PIB efectivo y potencial, expresado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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

Brecha de actividad (1) (2)

(porcentaje)



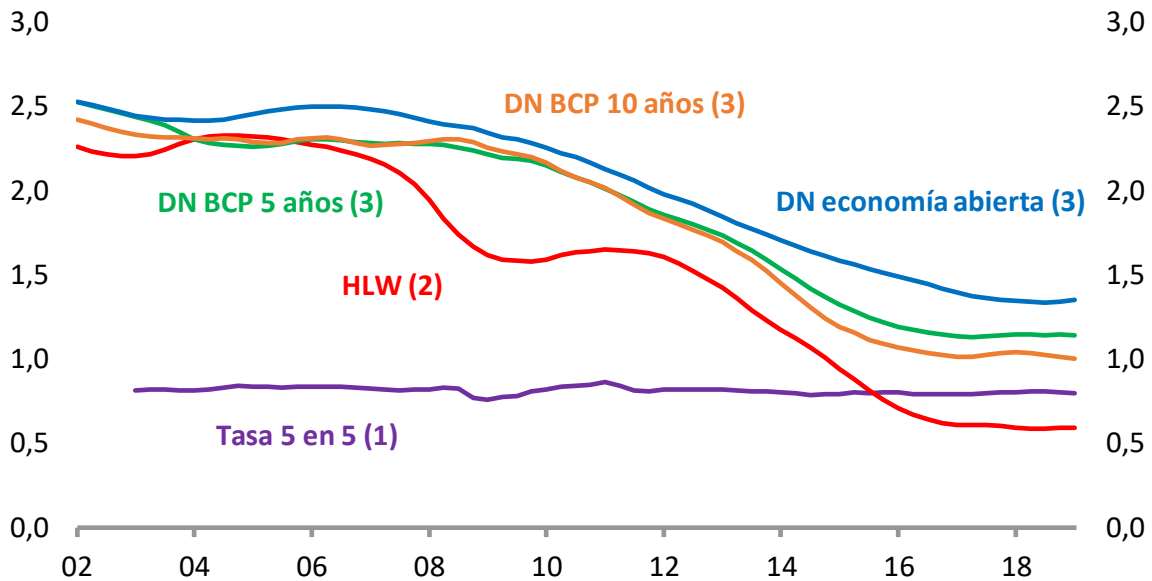
(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de inferencia del PIB potencial (métodos trivariado, FMV-X, HP, SVAR, MEP, SSA y Brecha XMAS Migración). Ver Aldunate et al.(2019). (2) Líneas punteadas corresponden a la proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7

**Estimaciones de la tasa real neutral tendencial**

(porcentaje)



(1) Tasa 5 en 5 se deriva de los precios de los activos financieros corregida por premios por plazo. (2) Basado en Holston, Laubach y Williams (2017). (3) Basado en Del Negro et al. (2017), utilizando datos del BCP a 5 años, del BCP a 10 años y consideraciones para una economía abierta. Ver Recuadro V.2, IPoM junio 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 3

**Escenario interno**

(variación anual, porcentaje)

	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
		IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19	IPoM Mar.19	IPoM Jun.19
PIB	4,0	3,0-4,0	2,75-3,5	3,0-4,0	3,0-4,0	2,75-3,75	3,0-4,0
PIB minero	5,2						
PIB no minero	3,9						
Demanda interna	4,7	3,7	2,9	3,5	3,8	3,3	3,5
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,9	3,9	3,4	3,7	3,9	3,5	3,5
Formación bruta de capital fijo	4,7	6,2	4,5	4,3	5,1	3,9	4,1
Consumo total	3,7	3,3	3,1	3,5	3,5	3,4	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,0	3,6	0,6	2,9	3,6	2,9	2,7
Importaciones de bienes y servicios	7,6	4,5	0,6	2,9	4,3	2,6	2,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-2,9	-2,9	-2,7	-2,8	-2,7	-2,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	19,6	20,1	19,9	20,3	20,2	20,4	20,5
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,3	21,8	21,8	22,0	22,1	22,2	22,3

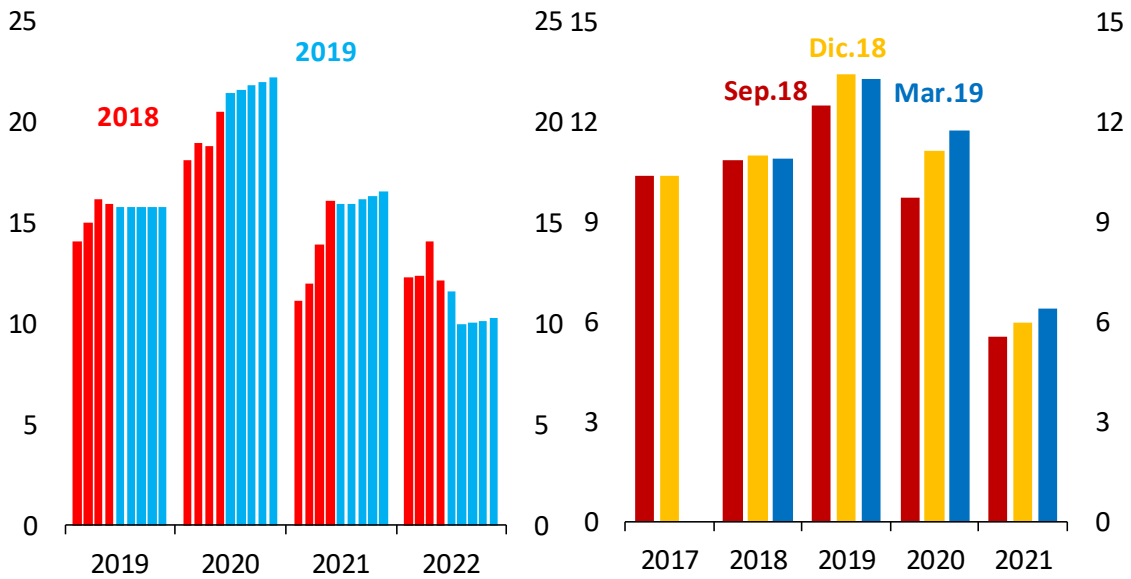
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

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

**CBC: Catastro de proyectos de inversión**  
(miles de millones de dólares)

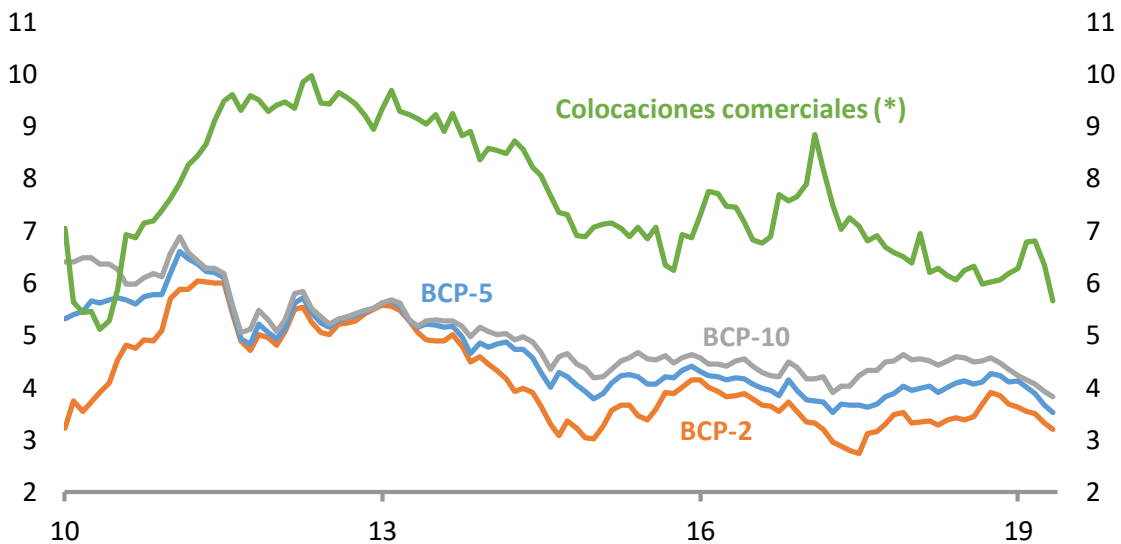


(\*) Las barras para las ediciones del catastro del año 2018 corresponden a los meses entre septiembre y diciembre, ambos inclusive, en orden consecutivo. Lo mismo aplica para el 2019, que comprende los meses entre enero y mayo.

Fuentes: Oficina de Gestión de Proyectos Sustentables, Ministerio de Economía, y Corporación de Bienes de Capital.

Gráfico 9

**Tasa de interés de bonos y de colocaciones comerciales**  
(porcentaje)

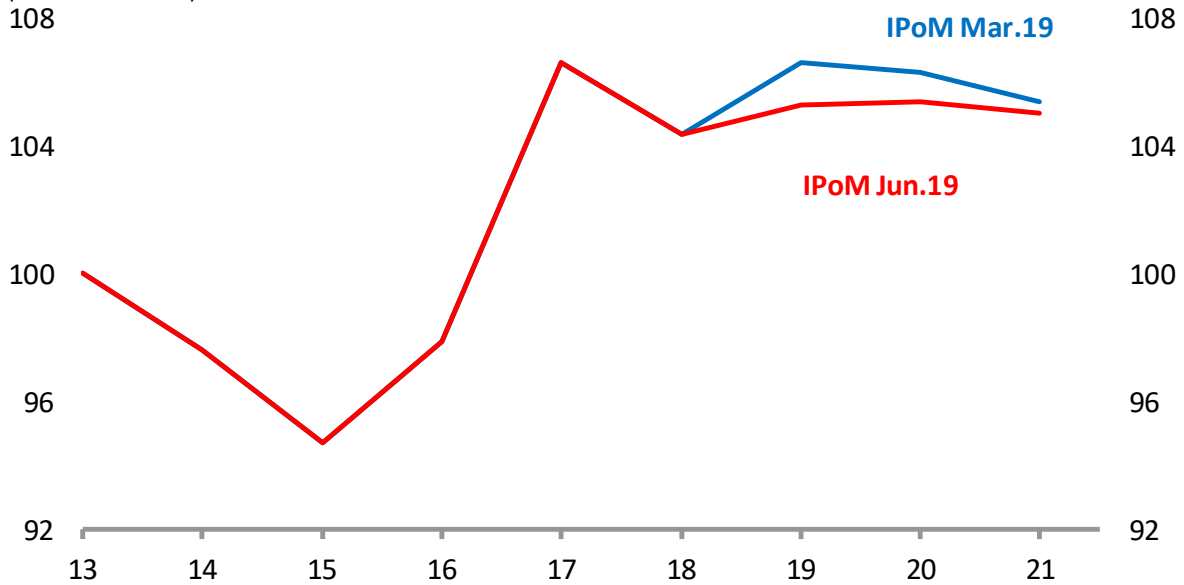


(\*) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

Fuente: Banco Central de Chile y la SBIF.

Gráfico 10  
**Términos de intercambio**

(índice 2013=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 4

**Supuestos del escenario base internacional**

	Prom.	Prom.	2018 (e)	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
	00 - 07	10 - 17		IPoM Mar.	IPoM Jun.	IPoM Mar.	IPoM Jun.	IPoM Mar.	IPoM Jun.
	(variación anual, porcentaje)								
Términos de intercambio	8,2	2,0	-2,1	2,2	0,9	-0,3	0,1	-0,9	-0,3
PIB socios comerciales	3,6	3,9	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
PIB mundial PPC	4,5	3,9	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
PIB mundial a TC de mercado	3,2	3,1	3,0	2,6	2,5	2,6	2,5	2,7	2,7
PIB Desarrolladas PPC	2,4	1,8	2,2	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6
PIB Emergentes PPC	6,5	5,3	4,8	4,6	4,5	4,5	4,5	4,7	4,7
Precios externos (en US\$)	4,6	0,8	2,4	-1,3	-1,8	3,7	3,4	3,7	3,4
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	312	296	290	280	290	280	290	280
Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US\$/barril)	43	79	68	62	64	62	62	60	59

(e) Estimación. Excepto para el precio de las materias primas.

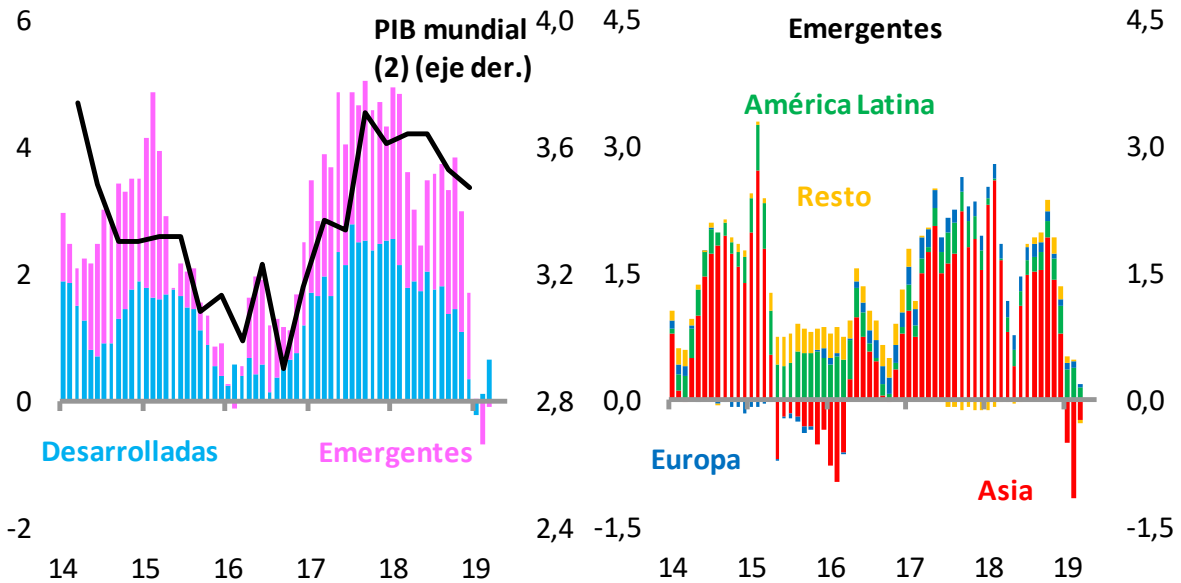
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11

**Exportaciones reales y PIB mundial (1)**

(incidencias, puntos porcentuales; variación anual, porcentaje)



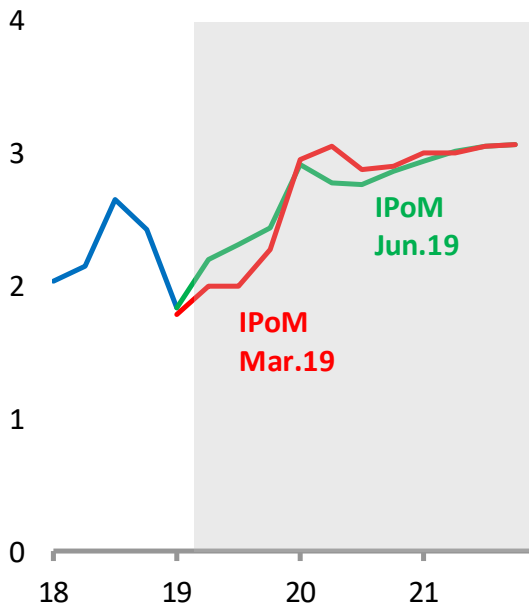
(1) Media móvil de tres meses. (2) Datos trimestrales del FMI.

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

Gráfico 12

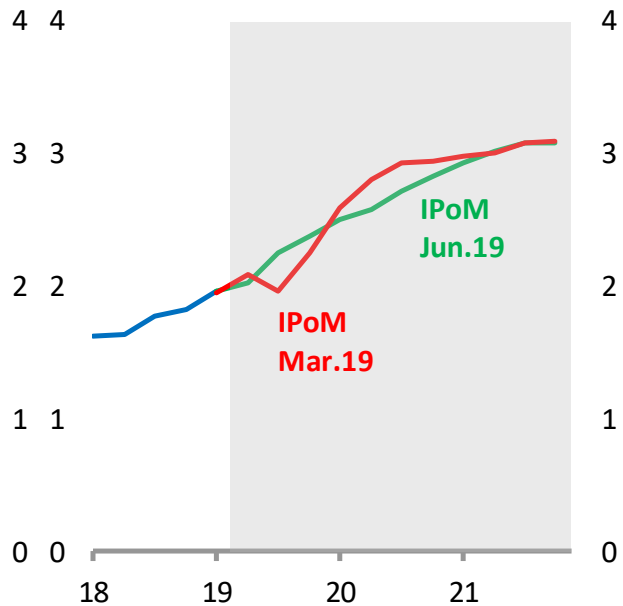
**Proyección de inflación IPC (1) (2)**

(variación anual, porcentaje)



**Proyección de inflación IPCSAE (1) (2)**

(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 segundo trimestre del 2019, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Tabla 5

**Balance de riesgos y escenarios de sensibilidad**

**Riesgos externos sesgados a la baja**

- \* Extensión guerra comercial
- \* Tensiones político - económicas
- \* Deterioro abrupto de las condiciones financieras

**Riesgos internos para la actividad sesgados a la baja**

- \* Desempeño de la inversión por debajo de lo esperado.
- \* Mayor debilidad del sector minero

**Riesgos equilibrados para la inflación**

- \* Efectos de la inmigración distintos de lo esperado
- \* Impactos de un deterioro del escenario externo

**Escenarios de sensibilidad**

Externo	PIB	Inflacion	TPM
Deterioro Escenario Externo	(-)	(-)	Mayor estímulo
Menor productividad	(-)	(+)	Menor estímulo
Mayor participación laboral	(+)	(-)	Mayor estímulo