INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2018

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2018

CONTENIDO*/

PREFACIO	**5**
RESUMEN	**7**
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	**11**
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	**13**
II. MERCADOS FINANCIEROS	**21**
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	**25**
IV. PRECIOS Y COSTOS	**29**
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	**35**
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	**53**
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	**44**
RECUADROS	
Ajuste en condiciones financieras globales y efectos sobre mercados emergentes	17
Relevancia del petróleo en la economía chilena	32

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 08 de junio de 2018. Además, el IPoM incluye la Encuesta de Expectativas Económicas de junio y la Reunión de Política Monetaria efectuada el 13 de junio.

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 resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. 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 13 de junio de 2018 para publicarse el 14 de junio de 2018.

El Consejo

RESUMEN

La evolución del escenario macroeconómico ha reducido los riesgos para la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política. La recuperación de la economía se ha ido consolidando, las expectativas de inflación a dos años plazo permanecen en 3%, mientras que a plazos más cortos se han elevado producto del impacto directo del mayor precio del petróleo en los elementos más volátiles de la canasta del IPC. En el escenario base la trayectoria de la inflación subyacente no ha cambiado mayormente y llegará a 3% hacia fines del 2019, aunque la inflación total lo hará antes que lo previsto. Esto en un contexto donde la actividad creció algo por sobre lo esperado durante el primer trimestre del año, por sorpresas, probablemente transitorias, en sectores de oferta y un mayor dinamismo en líneas ligadas a la inversión y el consumo durable. Con todo, más allá de alguna reducción, aún persisten holguras de capacidad, como lo sugiere la evolución del mercado laboral, la inflación subyacente e indicadores de uso de capacidad. En el escenario base, el cierre de estas holguras se consolidará a una velocidad no muy distinta de la prevista en marzo. Esto también considera que el impulso externo que recibirá la economía chilena será levemente inferior al estimado en el IPoM anterior, producto de condiciones financieras algo menos favorables y términos de intercambio algo menores, dado el mayor precio del petróleo. En este contexto, el Consejo ha mantenido la TPM en 2,5%, y reafirma que el impulso monetario comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%.

Los datos conocidos del primer cuatrimestre del 2018 muestran una actividad que creció algo por sobre lo previsto. Parte de ello respondió a factores específicos en sectores cuyas cifras son altamente volátiles y con poca relevancia para la evaluación de las holguras de capacidad, como la pesca y electricidad, gas y agua. Otra parte de la sorpresa provino de la inversión en maquinaria y equipos, la contratación de servicios ligados a la inversión, el comercio mayorista y algunos ítems del consumo durable. En el escenario base se proyecta que la velocidad de expansión de la demanda interna final se moderará en lo que resta del 2018. Por el lado del consumo, este juicio considera que la menor expansión de la masa salarial —dado el comportamiento del empleo y los salarios— limita el incremento del gasto de los hogares. Por el lado de la inversión, en el corto plazo, no se anticipan cambios en los proyectos de gran envergadura, acorde con lo que se desprende del catastro de proyectos de la CBC y del Informe de Percepciones de Negocios.

Para este año, el Consejo estima que el crecimiento del PIB se ubicará en un rango entre 3,25 y 4% —3 a 4% en marzo— fundamentalmente por los

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	1,5	3,25-4,0	3,25-4,25	3,0-4,0
Ingreso nacional	2,8	3,5	3,6	3,6
Demanda interna	3,1	4,1	3,9	3,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	1,9	3,7	3,6	3,6
Formación bruta de capital fijo	-1,1	4,5	4,5	3,9
Consumo total	2,7	3,6	3,4	3,5
Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	5,2	3,4	2,5
Importaciones de bienes y servicios	4,7	6,7	3,8	2,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-2,1	-2,5	-2,6
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	20,6	20,7
Inversión nacional bruta (% del PIB)	22,1	22,5	23,1	23,3
FBCF (% del PIB nominal)	21,6	21,6	21,9	22,2
FBCF (% del PIB real)	21,6	21,7	21,9	22,0
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-4.146	-6.500	-7.900	-8.300
Balanza comercial	7.922	8.500	5.800	4.300
Exportaciones	69.230	78.700	80.200	81.400
Importaciones	-61.308	-70.200	-74.400	-77.100
Servicios	-3.059	-3.800	-4.000	-3.800
Renta	-10.802	-13.400	-11.600	-10.800
Transferencias corrientes	1.793	2.200	1.900	2.000

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

datos efectivos conocidos hasta el momento[1]/. Esto contempla que las tasas de variación anual del segundo semestre serán menores a las de la primera mitad del año, reflejando una base de comparación más alta que la del primer semestre del 2017, el mayor dinamismo ya observado en líneas ligadas a la inversión y los factores de moderación ya comentados en el ritmo de expansión de la demanda interna final.

La visión sobre la evolución del crecimiento en el período 2018-2020 y la evaluación sobre la velocidad a la que se dará el cierre de las holguras de capacidad no ha variado mayormente. Así, para el 2019 y 2020, se ratifican los rangos de proyección estimados y se sigue esperando que el próximo año la economía crezca entre 3,25 y 4,25% y que el subsiguiente lo haga entre 3 y 4%. El Consejo continúa estimando que la recuperación de la economía se apoya en un escenario externo favorable, una política monetaria claramente expansiva, el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional y la ausencia de desbalances macroeconómicos importantes. Como supuesto de trabajo, se considera que en el 2018 la economía recibirá un impulso fiscal coherente con el presupuesto vigente, incluyendo los ajustes anunciados por el Gobierno. Desde ahí en adelante, se supone que el gasto seguirá la senda de gradual consolidación fiscal definida en el decreto recién emitido por la autoridad.

Considerando estas cifras, en promedio, la economía crecerá por sobre su potencial en el período 2018-2020, con lo que la brecha de actividad se cerrará durante el horizonte de política, similar a lo previsto en el IPoM de marzo. El Consejo sigue estimando que el crecimiento potencial de la economía se ubica entre 2,5 y 3% e irá acercándose al crecimiento tendencial —entre 3 y 3,5%— en la medida que se recupere la tasa de inversión, desaparezcan restricciones de corto plazo y se asignen recursos hacia actividades más productivas.

La evolución proyectada de la actividad considera un impulso externo levemente menor al estimado en marzo. Esto, por condiciones financieras que son menos favorables y menores términos de intercambio, dado el mayor precio del petróleo. Los datos de actividad e inflación de los últimos meses han consolidado las diferencias entre la posición cíclica de Estados Unidos y el resto de las economías desarrolladas. Así, mientras en la primera pareciera no haber holguras y los datos más recientes de precios y salarios dan cuenta de presiones inflacionarias más claras, en las segundas aún resta para cerrar la brecha de actividad y la inflación parece acotada. Esto ha ampliado las diferencias sobre la evolución esperada de la política monetaria en los distintos bloques económicos, provocando movimientos en las tasas de interés y apreciando el dólar a nivel global. Datos de corto plazo bajo lo esperado en Europa y las tensiones políticas en algunos países relevantes de esa región han incrementado la volatilidad en los mercados. En este contexto, las condiciones financieras para el mundo emergente son algo menos favorables. Como consecuencia, las monedas se han depreciado respecto del dólar y los flujos de capital han descendido. Esto ha afectado especialmente a algunas economías emergentes con fundamentos macro que lucen débiles, exponiéndolas a presiones de los mercados.

[1]/ En este IPoM corresponde ajustar el rango de proyección de crecimiento para el año en curso desde un punto porcentual a 0,75 puntos porcentuales. Recuadro V.1, IPoM marzo 2016.

En las materias primas, destaca el aumento del precio del barril de petróleo —el Brent subió hasta US$80 en algunos momentos del segundo trimestre—, afectado por factores geopolíticos y cambios en los niveles de oferta e inventarios. El escenario base, acorde con los futuros de mercado en los diez días previos al cierre estadístico, supone que el precio se reducirá lentamente respecto de sus niveles actuales. Así, el Brent y WTI promediarán US$70 el 2018, US$68 el 2019 y US$64 el 2020. Esto contrasta con precios de US$63, 59 y 56 que se consideraron para los mismos años en marzo pasado. En cuanto al cobre, al cierre estadístico su precio tuvo un alza importante, que se estima responde a factores transitorios. Por esta razón, las proyecciones de precio promedio para el 2018, 2019 y 2020 prácticamente no se modifican: US$3,10; 2,95 y 2,85 la libra, respectivamente. Esta combinación de precios del petróleo y del cobre, sumado a los de otros productos de exportación chilenos, provoca una trayectoria de términos de intercambio menos favorable en el horizonte de política. Así, entre el 2018 y 2020, los términos de intercambio acumularán un descenso del orden de 3% (-2% en marzo).

Sobre la actividad global, las proyecciones de crecimiento para el 2018-2020 siguen indicando que, en promedio, la economía mundial crecerá por sobre lo observado los tres años previos. Asimismo, comparados los escenarios base de este IPoM y el anterior, el crecimiento previsto para la mayoría de las regiones no muestra mayores cambios. Aunque los datos de corto plazo han sido algo menos favorables en Europa y Japón, la visión de mediano plazo no se ha modificado mayormente. La excepción corresponde a América Latina donde las proyecciones de actividad se han vuelto a ajustar a la baja, en particular en Argentina y Brasil.

Por el lado de la inflación local, la variación anual del IPC y del IPCSAE sigue en niveles en torno o algo por debajo de 2%, sin mostrar mayores diferencias respecto de lo previsto en marzo pasado. Como ha sido la tónica en los últimos trimestres, la evolución de la inflación subyacente ha estado dominada por la apreciación del peso a lo largo de los últimos dos años y medio, por una economía que mantiene holguras de capacidad y por un proceso de indexación a tasas de inflación menores. En el escenario base, se sigue esperando que la inflación subyacente tenga una lenta convergencia a 3% —no muy distinta de la esperada en marzo—, mientras que para la inflación total se anticipa que llegará a ese valor antes que lo proyectado en marzo. En el caso de la primera, ello es coherente con una economía que, más allá de los datos recientes, cerrará sus holguras de capacidad en el curso de los próximos dos años y con un tipo de cambio real que en el transcurso del horizonte de política volverá a valores en torno a su promedio de los últimos quince a veinte años. Para la inflación total, su llegada más rápida a 3% se explica principalmente por el aumento del precio de los combustibles medidos en pesos. De cualquier forma, considerando la evolución del escenario macroeconómico, la evaluación sobre la convergencia de la inflación en el mediano plazo, reflejada especialmente en la trayectoria del IPCSAE, no ha cambiado mayormente desde marzo.

Respecto de la política monetaria, el Consejo considera que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00 - 07	Prom. 10 - 16	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	1,1	9,0	0,4	-2,5	-1,0
PIB socios comerciales (*)	3,7	4,0	3,7	3,8	3,6	3,4
PIB mundial PPC (*)	4,5	3,8	3,8	3,9	3,8	3,6
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,1	3,2	3,3	3,1	2,9
PIB desarrolladas PPC (*)	2,4	1,7	2,2	2,3	2,0	1,7
PIB emergentes PPC (*)	6,5	5,2	5,1	5,2	5,0	4,8
Precios externos (en US$)	4,6	0,4	3,6	4,8	1,4	1,6
			(niveles)			
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	154	316	280	310	295	285
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	44	79	51	66	63	60
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	42	87	54	73	73	69
Precio paridad de la gasolina (US$/m3) (*)	366	657	466	573	570	545
Libor US$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	1,3	2,3	3,4	3,9

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

Fuente: Banco Central de Chile.

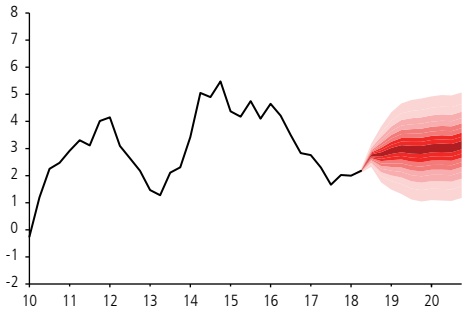
INFLACIÓN

	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	2,2	2,4	3,0	3,0
Inflación IPC diciembre	2,3	2,8	3,0	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	2,0	1,8	2,8	3,0
Inflación IPCSAE diciembre	1,9	2,3	3,0	3,0
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				3,0

(f) Proyección.
(*) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

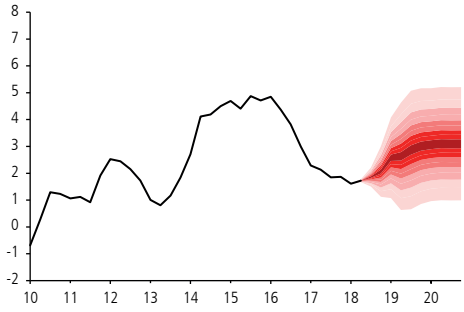
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que en el corto plazo la TPM tendrá una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre de este IPoM. Para el mediano plazo, el Consejo sigue estimando que la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral hacia el 2020, el que considera se ubica entre 4 y 4,5%.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que en el corto plazo la TPM tendrá una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre de este IPoM. Para el mediano plazo, el Consejo sigue estimando que la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral hacia el 2020, el que considera se ubica entre 4 y 4,5%.

Fuente: Banco Central de Chile.

de la inflación hacia 3%. Como supuesto de trabajo para la TPM, en el corto plazo se considera una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre de este IPoM. Para el mediano plazo, el Consejo sigue estimando que la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral hacia el 2020, el que considera se ubica entre 4 y 4,5%.

Como es habitual, hay elementos internos y externos que podrían modificar estas proyecciones. Al igual que en marzo, desde el punto de vista de su incidencia en la actividad local, el balance de riesgos del escenario externo se encuentra sesgado a la baja. El principal riesgo en este frente sigue siendo un deterioro abrupto de las condiciones financieras externas, sobre todo en un contexto en que los mercados parecen estar más reactivos a las noticias negativas. Lo que ocurra con la economía estadounidense es relevante en este ámbito, en particular porque de darse un aumento más marcado de las presiones inflacionarias podría requerir un alza abrupta de la tasa de fondos federales. Tampoco es descartable que en un ambiente de menor apetito por riesgo, noticias de distinto signo generen un aumento de la volatilidad. También persisten los riesgos por las medidas en materia de política comercial impulsadas por EE.UU., considerando las renovadas tensiones con sus principales socios comerciales. Asimismo, China sigue siendo una fuente de riesgos, pues aún le falta por resolver desequilibrios en varios de sus mercados. Se suma a estos riesgos la evolución del precio del petróleo. Si este aumenta o se mantiene en niveles similares por un tiempo superior al previsto, podrían verse mayores efectos sobre la inflación y el crecimiento global.

El sesgo y probabilidad de los escenarios de riesgo externo refuerza la necesidad de mantener fundamentos macroeconómicos sólidos, en particular para una economía pequeña y abierta como la chilena. De hecho, los eventos del último tiempo han tenido mayores impactos en países con mayor endeudamiento, déficit fiscal y/o de cuenta corriente.

En lo interno, el Consejo estima que los riesgos para la actividad están sesgados al alza. Los datos de los últimos meses han sido superiores a lo esperado y no es descartable un escenario en que persista este mayor dinamismo. En particular, si la inversión muestra cifras mejores que las proyectadas. Matiza algo este riesgo la posibilidad de que el mercado laboral, y en particular el empleo asalariado privado, demore más que lo previsto en responder al mayor crecimiento.

Respecto de la inflación, el Consejo estima que los riesgos están balanceados. Los riesgos a la baja para su convergencia a 3% planteados en marzo se han atenuado. No obstante, se proyecta que la inflación subyacente seguirá en niveles bajo 2% por un tiempo más, acorde con que los determinantes de la convergencia de la inflación a 3% en el mediano plazo son similares a los delineados en marzo. En este contexto, el Consejo considera que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%. De esta manera, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

REUNIÓN DE MARZO

En marzo, el crecimiento de la actividad había aumentado, en particular en los sectores no mineros. La revisión de los datos de Cuentas Nacionales mostraba que el crecimiento de los sectores no mineros había retomado un mayor dinamismo en la segunda mitad del 2017, después de un lento inicio de año. Con esto, el crecimiento del 2017 había sido, en promedio, similar a lo previsto, pero con una composición que otorgaba un mejor punto de partida para el 2018, lo que tenía relevancia para la revisión de la proyección de crecimiento del año en curso. Así, en el 2018 el PIB crecería entre 3,0 y 4,0%, lo que se comparaba con el rango entre 2,5 y 3,5% proyectado en diciembre. En la primera mitad del año la cifra estaría influida de modo importante por la baja base de comparación —dejada por la paralización de Escondida en el 2017 y el menor número de días trabajados—, efecto que se iría diluyendo durante el año. Para el 2019 se preveía que el PIB crecería en un rango de entre 3,25 y 4,25% y entre 3,0 y 4,0% en el 2020. La gradual recuperación de mayores tasas de expansión del PIB se apoyaba en un escenario externo favorable, una política monetaria claramente expansiva, el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional y la ausencia de desbalances macroeconómicos relevantes.

El impulso externo que recibiría la economía chilena se había consolidado en niveles por sobre lo previsto, con condiciones financieras favorables, un crecimiento mundial que sería superior al de años previos y precios de materias primas que se habían sostenido en niveles por sobre los de un año atrás. A principios de febrero se había registrado un período de mayor volatilidad, con caídas de los precios de los activos riesgosos y mayor incertidumbre global. No obstante, este lapso había sido de corta duración y sus efectos habían tenido poca persistencia.

En lo interno, la inflación se había comportado según lo previsto, manteniéndose en torno a 2%. No obstante, en las proyecciones del nuevo escenario base, la convergencia de la inflación a 3% sería más lenta que lo considerado en diciembre, dada la apreciación adicional del peso de los últimos meses. Hacia el 2019 y el 2020, la inflación se aceleraría, en buena parte porque la economía iría cerrando su brecha de actividad de manera sostenida. Ello, pues en promedio, la economía crecería por sobre su potencial en el período 2018-2020.

Respecto de la política monetaria, el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,5% durante los últimos meses y, en el escenario base, estimaba que el estímulo monetario se sostendría en torno a sus niveles actuales y comenzaría a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas fueran consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.

En la Reunión de marzo, todos los Consejeros coincidieron en que, dada las condiciones económicas detalladas en el escenario base del IPoM, la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte habitual era coherente con mantener una política monetaria expansiva, en línea con lo que esperaban las diversas encuestas de expectativas. Esto era, una mantención de la TPM en sus niveles actuales durante este año y una normalización gradual hacia sus niveles neutrales hacia adelante. Algunos Consejeros consideraron que la opción de reducir la TPM seguía siendo válida, pues si bien el riesgo para la convergencia de la inflación era claramente menor que en el pasado, todavía seguía presente. Se esperaba que la inflación se mantuviera bajo la meta por un buen tiempo y la brecha de actividad permanecía en terreno negativo.

Respecto de la opción de mantener la TPM en 2,5%, todos los Consejeros coincidieron en que era coherente con la estrategia de política monetaria delineada en el IPoM de marzo. Por esta razón, y por su alineamiento con las expectativas de mercado para el cuadro macroeconómico de los próximos meses, aseguraba credibilidad y efectividad. Además, ofrecía espacios para una reacción oportuna en caso de darse algunos de los escenarios de riesgo más probables.

En cuanto a la opción de reducir la TPM en 25 puntos base (pb) para ubicarla en 2,25%, algunos Consejeros concordaron en que ello se justificaría desde una perspectiva de manejo de riesgos, especialmente mientras la inflación subyacente se mantuviera bajo el rango de tolerancia y se previeran bajas tasas de inflación por un período significativo. Sin embargo, tomar esta opción tenía el problema de ser muy compleja de explicar dada las decisiones previas del Banco y las novedades del escenario macroeconómico. En particular, porque la inflación no había experimentado *shocks* adicionales a la baja y el escenario de crecimiento se había afirmado, lo que apuntaba claramente a una disminución de los riesgos para la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Además, dada la evolución del escenario macro, era muy probable que la decisión de una baja debiera revertirse en el corto plazo, lo que reducía la efectividad de dicha acción y la hacía más confusa y difícil justificar. Así, el Consejo decidió, de manera unánime, mantener la TPM en 2,5%.

REUNIÓN DE MAYO

Para la Reunión de mayo, la economía se había comportado dentro de lo planteado en el escenario base del IPoM de marzo, tanto en el ámbito externo como interno. Sin embargo, los riesgos se mantenían e incluso habían variado en algunos frentes.

En el plano externo, las perspectivas para la actividad mundial se habían estabilizado en valores por sobre los del año anterior. Las condiciones financieras globales seguían favorables en perspectiva histórica para la mayoría de las economías, más allá de algunos episodios de volatilidad. Destacaba sí, el incremento del precio del petróleo, aunque la trayectoria de los futuros señalaba la transitoriedad de esta alza. En cuanto a los riesgos, se discutió acerca de las perspectivas de inflación en EE.UU. y cómo su incremento podría derivar en aumentos más rápidos de las tasas de interés en ese país, afectando las condiciones financieras globales. Se recordó que siempre el Banco había considerado el riesgo de que un aumento de tasas de interés en las economías desarrolladas tuviera efectos disruptivos en las condiciones financieras para las economías emergentes; por lo tanto, no debería extrañar lo que estaba sucediendo en ese momento. Lo relevante, no era el origen de las disrupciones en los mercados financieros, sino analizar la forma en que podría afectar a las condiciones de financiamiento de Chile. De hecho, el fortalecimiento del dólar había afectado con mayor intensidad a las monedas de economías emergentes con algunas vulnerabilidades particulares. Se indicó también la aparición de nuevos riesgos, más difíciles de aquilatar o anticipar. Entre ellos, los temas comerciales y algunos riesgos geopolíticos con los consecuentes incrementos del precio del petróleo. Por último, se mencionó lo ocurrido en Europa, región que había mostrado un cierto vigor económico, incluso mayor que el esperado, y cuyos últimos resultados daban cuenta de algunos datos más bien débiles y de menor optimismo.

En lo interno, se concordó en que las cifras de actividad e inflación no eran muy distintas de lo esperado y seguía siendo válido un escenario en que la recuperación de la economía sería más visible hacia la segunda mitad de este año, lo que daría paso a un paulatino cierre de la brecha de actividad y apoyaría el retorno de la inflación a la meta en el horizonte de política. Se discutió acerca de la evolución del mercado laboral, en especial sobre el origen del menor crecimiento de los salarios y sus consecuencias para la actividad y la inflación. Se debía dilucidar cuánto del menor aumento de los salarios nominales respondía a factores de oferta y cuánto a factores de demanda. Por el lado de la oferta, estaba la mayor participación femenina y la inmigración. Por el de la demanda, los ajustes tecnológicos y los cambios en la productividad de los últimos años y su posible impacto en la contratación una vez que la economía recuperara con mayor claridad tasas de crecimiento cercanas al potencial.

Así, todos los Consejeros estimaron que las opciones de política monetaria analizadas en la Reunión anterior seguían siendo válidas: (i) mantener la TPM en 2,5%, señalando que la preocupación por los potenciales efectos de bajos registros de inflación sobre la convergencia de la misma seguía presente; y (ii) reducir la TPM en 25pb, a 2,25%, con un posible sesgo a la baja.

Respecto de la primera opción, todos los Consejeros concordaron en que, en un contexto donde el escenario base del IPoM de marzo se iba materializando, mantener la TPM proporcionaba un impulso monetario adecuado para asegurar la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de política. Adicionalmente, algunos Consejeros indicaron que, si algo, las noticias apuntaban más bien a una tasa que, probablemente, se mantendría en el nivel actual por más tiempo de lo previsto con anterioridad. Hubo coincidencia en que, dadas las expectativas de mercado y las acciones recientes del Banco, esta opción no presentaba riesgos comunicacionales, lo que fortalecía la predictibilidad de la política monetaria, ayudando a la eficacia y la eficiencia de las decisiones que se tomaran.

De acuerdo con todos los Consejeros la segunda opción limitaba los riesgos de convergencia de la inflación descritos en el IPoM de marzo, los que seguían completamente presentes. En particular, la inflación era baja —y se preveía baja por un tiempo—, en un contexto que la brecha de actividad permanecía negativa, los riesgos para la convergencia de la inflación seguían presentes y, por lo tanto, se debían analizar acciones preventivas. Según un Consejero, en esta ocasión, la opción tenía más peso y validez, porque las noticias de menor inflación en el corto plazo se daban a pesar de que la economía mostraba mayor crecimiento desde hace unos trimestres. Algunos Consejeros añadieron que las dudas sobre la evolución de los salarios también eran un antecedente que daba mayor validez a esta opción. Todos los Consejeros coincidieron en que el principal factor en contra de esta opción era la dificultad de comunicarla, pues implicaba un cambio de criterio respecto de las últimas decisiones del Consejo, el que en situaciones similares a las actuales había decidido que no era necesario tomar acciones preventivas para mitigar riesgos para la convergencia de la inflación y había señalado que el nivel actual de expansividad de la política monetaria era adecuado. En línea con lo anterior, una rebaja de la TPM no era anticipada por casi nadie del mercado. Un Consejero agregó que no se habían acumulado elementos que cambiaran significativamente el escenario base de marzo, por lo que las proyecciones de mediano plazo continuaban apuntando a una convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Así como había factores que presionaban la inflación a la baja (la desaceleración salarial), surgían otros que la podían elevar (un cierre más rápido de la brecha, de la mano de un mayor dinamismo de la inversión y la reciente alza del tipo de cambio). Así, el Consejo decidió, de manera unánime, mantener la TPM en 2,5%.

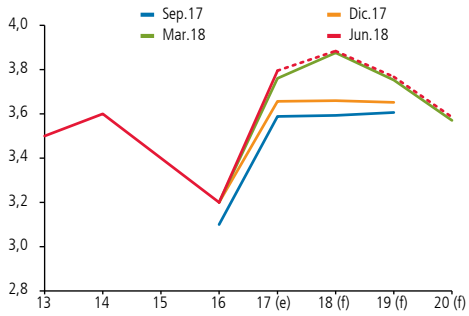
I. ESCENARIO INTERNACIONAL

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

El impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años es levemente inferior al considerado en el IPoM de marzo. Esta evaluación responde a condiciones financieras que se ajustarán más rápido —dado un alza más empinada de la tasas de fondos federales en EE.UU. y un menor apetito por riesgo— y a términos de intercambio menos favorables —por el alza del precio del petróleo. Las perspectivas de crecimiento mundial y de los socios comerciales se mantienen sin grandes cambios, ubicándose por sobre los registros promedios de los últimos tres años. El balance de riesgos externos, desde el punto de vista de sus efectos en la actividad interna, permanece sesgado a la baja. El principal riesgo sigue siendo un deterioro abrupto de las condiciones financieras, en un contexto de menor apetito por riesgo y mayor preocupación por la evolución de la política monetaria en el mundo desarrollado. A otros riesgos que han acompañado el escenario externo en el último tiempo se ha sumado el aumento del precio del petróleo. En particular, la posibilidad que no se reduzca según lo previsto, impactando el crecimiento y la inflación mundial.

Las perspectivas de actividad global para el período 2018-2020 no tienen mayores cambios respecto de lo esperado en marzo, con crecimientos superiores al promedio de los últimos tres años. De este modo, el crecimiento mundial promediará 3,7% entre el 2018 y 2020 (gráfico y tabla I.1). Entre los países desarrollados, la actividad de EE.UU. ha presentado una mayor fortaleza relativa, y para este año se prevé que crezca 2,7%, bastante por sobre su potencial. Esto, en un contexto en que su brecha de actividad ya se cerró, los datos coyunturales siguen mostrando solidez y el paquete de estímulo fiscal agregará mayor presión a la economía. La Eurozona y Japón han tenido una recuperación más lenta de sus economías, y aún presentan brechas importantes (gráfico I.2). Se prevé que este año la Eurozona crezca 2,2%, cifra similar a la del año anterior y a la considerada en marzo. Si bien estas tasas de crecimiento aparecen bastante sincronizadas entre las distintas economías de la región, aún persisten importantes diferencias en cuanto al tamaño de sus brechas. Las cifras de corto plazo se han ubicado por debajo de lo esperado por el mercado, lo que ha generado mayor incertidumbre sobre el desempeño de la región. Esto, en un ambiente en que los eventos políticos en algunos países han provocado episodios de volatilidad en los mercados financieros. Para Japón, se prevé un crecimiento de 1% para este año, inferior al considerado en marzo (1,3%). Este cambio responde tanto a una importante revisión a la baja de sus cifras

GRÁFICO I.1
Evolución de las proyecciones de crecimiento mundial en los IPoM
(variación anual, porcentaje)



(e) Estimación.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

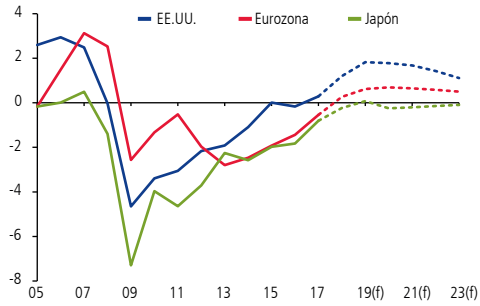
TABLA I.1
Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

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

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.
(e) Estimación.
(f) Proyección.

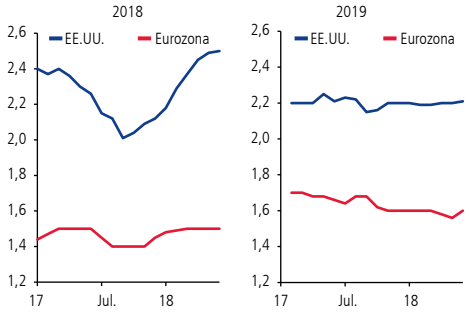
Fuentes: Banco Central de Chile, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

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



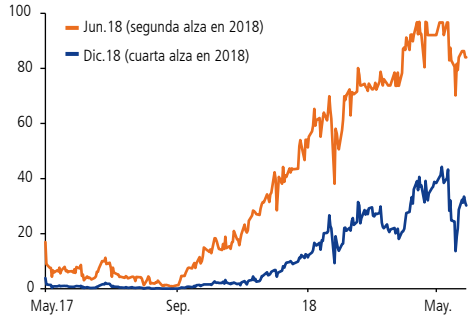
(f) Proyección.
Fuente: FMI.

GRÁFICO I.3
Expectativas de inflación del mercado
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4
Probabilidad de alza de la FFR (*)
(porcentaje)



(*) Se calcula en base a la tasa efectiva.
Fuente: Bloomberg.

históricas como a la moderación de su crecimiento en el primer trimestre. Este último fue de 0,9% anual (1,8% anual el cuarto anterior) ralentizándose de manera transversal entre sus componentes. En el margen los datos son mixtos. Los ingresos laborales dan cuenta de un crecimiento relevante, mientras que el gasto de los hogares y la confianza del consumidor se han reducido.

Las diferencias en la posición cíclica de las principales economías desarrolladas se han reflejado en las presiones inflacionarias que cada una enfrenta. En EE.UU., el IPC y el deflactor del consumo han seguido subiendo, ubicándose en torno o sobre 2% dependiendo del indicador. A esto se suman salarios que crecen más rápido, dando cuenta de mayor estrechez en el mercado laboral. Además, las expectativas de inflación para este año han aumentado, tanto por los factores cíclicos ya mencionados como por el alza del precio del petróleo. En la Eurozona, los datos más recientes muestran un alza relevante en la inflación total (1,9% en mayo) provocada por los precios más volátiles, mientras que la parte subyacente sigue oscilando en torno a 1% anual. Además, sus perspectivas para el año no han cambiado mayormente (gráfico I.3). En Japón, la inflación sigue contenida y se ubica bajo 1%.

En este contexto, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han ido manejando sus políticas monetarias acorde con lo anunciado. La Reserva Federal (Fed) subió la tasa de interés (FFR) en la reunión de marzo y ha seguido señalando su aumento gradual en lo venidero. El BCE redujo las compras de activos desde enero, esperando finalizarlas en septiembre de este año. No obstante, la evolución del escenario macroeconómico ha afectado las expectativas de mercado sobre cómo se manejarán los bancos centrales hacia adelante. En el caso de la Fed, aunque con vaivenes y más allá del aumento anticipado para la reunión de junio, ha ido adquiriendo relevancia en la discusión de algunas contrapartes la posibilidad de un cuarto aumento de la tasa para este año y el próximo (gráfico I.4). En Europa se han sumado tensiones políticas y cifras del primer trimestre que han estado por debajo de lo previsto.

Este cambio en la visión de mercado sobre las tasas e inflación en EE.UU. ha tenido efectos importantes en las tasas de interés y la evolución del dólar a nivel global, provocando movimientos relevantes en los mercados financieros (gráfico I.5). En el mundo emergente, aunque con alta volatilidad, las monedas se han depreciado de manera relevante respecto del dólar estadounidense y se ha observado una salida de capitales (gráfico I.6). Esto, en un contexto en que las tasas de interés de largo plazo han aumentado en un número importante de estos países y los premios por riesgo soberano y corporativo han subido, aunque se mantienen bajos respecto de los promedios de los últimos años (gráfico I.7). Los mercados bursátiles también se han resentido algo. De todos modos, la parte más álgida de estos movimientos se dio en el curso de mayo, tendiendo a moderarse hacia el cierre estadístico de este IPoM.

Hasta ahora, estos movimientos no han provocado cambios en las perspectivas de crecimiento para el bloque emergente, pero ciertamente han aumentado los riesgos en torno al escenario de condiciones financieras que enfrentan. En concordancia con esto, las proyecciones del escenario base de este IPoM no se modifican mayormente respecto de lo previsto en el Informe previo, y el Consejo

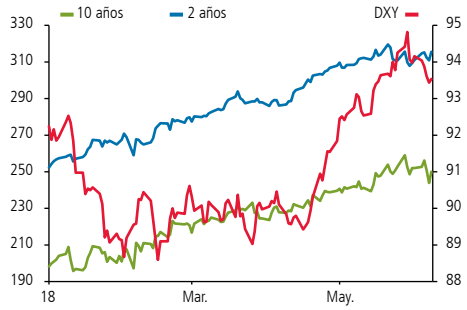
sigue considerando que el balance de riesgos está sesgado a la baja. Para China, se proyecta un crecimiento de 6,6% el 2018, considerando que en el primer trimestre esa economía creció 6,8% anual y los datos más recientes siguen sosteniendo una visión de disminución gradual del crecimiento hacia adelante. En el resto de Asia la proyección se mantiene en 4,3% para el 2018, explicada por la mejora de la producción industrial y el volumen de las exportaciones. En Europa emergente el mercado también ha mantenido las perspectivas de crecimiento. Al contrario de lo ya comentado, las proyecciones para América Latina se reducen, en parte porque varias economías siguen estando sujetas a factores de riesgo idiosincrático y/o porque las condiciones financieras externas algo menos favorables las afecta con mayor severidad. Este último es el caso de Argentina, donde se han hecho evidentes sus vulnerabilidades. Ese país alcanzó un acuerdo con el FMI para un préstamo de estabilización con varias condiciones para su concreción, entre las que se cuentan la reducción de la inflación y el déficit fiscal, implementar la flotación cambiaria y mayor autonomía para su Banco Central. En Brasil, a la desaceleración de la actividad en el primer trimestre, se sumó la mayor incertidumbre política, la dificultad para implementar el ajuste fiscal y una paralización del transporte. En Perú la expansión del PIB anual del primer trimestre fue superior a la del último año, pero el descenso continuado de la confianza de consumidores y empresas le resta dinamismo hacia adelante. En el resto de los países se mantienen las proyecciones de actividad.

Respecto de la política monetaria, la mayoría de los bancos centrales de las economías emergentes no ha alterado sus tasas de interés. Sin embargo, un grupo menor de ellos la ha subido en magnitud importante —como es el caso de Argentina y Turquía— o ha detenido el proceso de ampliación del estímulo monetario —como por ejemplo Brasil—, ante la preocupación por la depreciación, las expectativas de inflación y la volatilidad que han mostrado sus monedas. Sobre estos países, es importante destacar que varios de sus fundamentos macroeconómicos —endeudamiento, déficit fiscal, cuenta corriente, entre otros— son débiles, y en algunos casos peores de lo que se observaba previo a la crisis financiera global del 2008 (gráfico I.8). Algunos países han intentando disminuir la volatilidad de sus monedas intensificando la intervención en sus mercados de divisas.

Una sorpresa de los últimos meses ha sido el aumento del precio del petróleo y sus derivados, en un contexto en que han subido las tensiones geopolíticas y se ha observado un descenso mayor al previsto de los inventarios. Durante mayo el precio del crudo llegó a máximos en cuatro años —cerca de US$70 y 80 el barril del WTI y Brent, respectivamente —, y tras anuncios de aumentos de la producción por parte de miembros relevantes de la OPEP se redujo algo (gráfico I.9). Considerando estos desarrollos, las proyecciones del precio promedio de ambos petróleos se volvieron a revisar al alza: US$70, 68 y 64 para el 2018, 2019 y 2020, respectivamente (US$63, 59 y 56 en marzo para los mismos años). Con todo, se mantiene una trayectoria descendente para su precio, mayormente por la respuesta esperada de la producción de crudo en Estados Unidos y en línea con lo que muestran los futuros de precios (Recuadro IV.1).

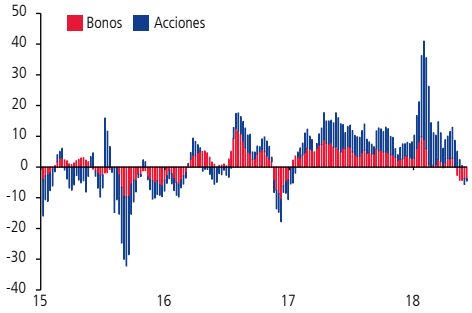
Las perspectivas para el precio del cobre no tienen mayores cambios, toda vez que sus fundamentos no se han modificado mayormente. Las importaciones

GRÁFICO I.5
Diferencial de tasas entre EE.UU. y Alemania y dólar multilateral
(puntos base; índice)



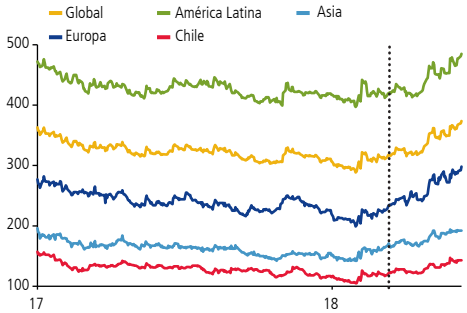
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6
Flujo de capital a países emergentes
(miles de millones de dólares, mes móvil)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

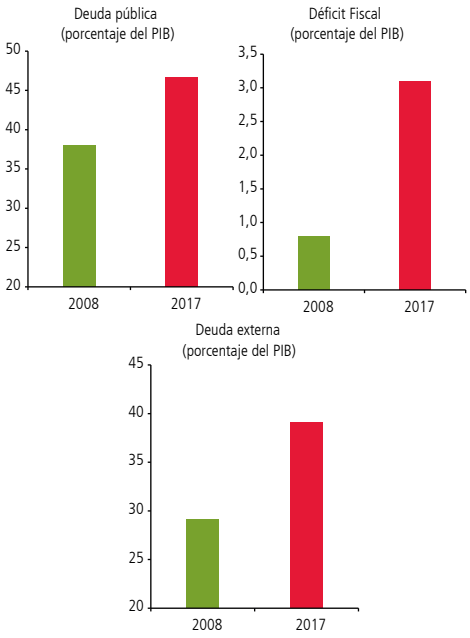
GRÁFICO I.7
Premios por riesgo (*)
(puntos base)



(*) Medidos por los EMBIs. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2018.

Fuente: Bloomberg.

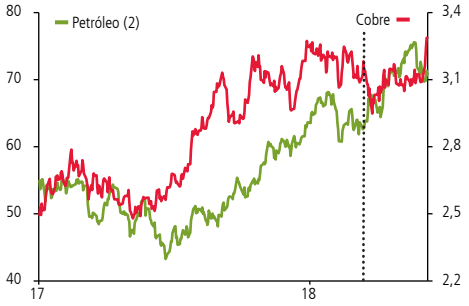
GRÁFICO I.8
Fundamentos macroeconómicos (*)



(*) Corresponde al promedio simple de Argentina, Brasil, China, Colombia, Rep. Corea, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

Fuentes: FMI y IIF.

GRÁFICO I.9
Precio de materias primas (1)
(dólares el barril; dólares la libra)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo del 2018. (2) Promedio simple entre el precio del barril de petróleo Brent y WTI.

Fuente: Bloomberg.

del metal rojo desde China siguen sólidas, al mismo tiempo que sus inventarios continúan elevados, más allá de alguna baja en el último tiempo. En todo caso, la preocupación respecto de anuncios proteccionistas agregaron volatilidad al precio en estos últimos meses. En este contexto, las proyecciones de precio promedio prácticamente no se modifican: US$3,10, 2,95 y 2,85 para este año y los dos próximos, en ese orden. Si bien hacia el cierre estadístico el precio del metal escaló hasta cerca de US$3,3 la libra, afectado, según reportes de mercado, por la incertidumbre en torno a paralizaciones por conflictos laborales, este movimiento sería de carácter transitorio. De concretarse este riesgo, podría ser necesario revisar tanto el precio proyectado del cobre como de otras variables macroeconómicas.

En este ambiente, los riesgos provenientes del escenario externo se mantienen sesgados a la baja en cuanto a su impacto en la actividad local, además, tomados en conjunto, la probabilidad de materialización de estos eventos negativos ha aumentado respecto del IPoM anterior. Los sucesos de los últimos meses han reafirmado la relevancia de un cambio en las percepciones sobre la trayectoria de tasas que adopte la Fed. Especialmente porque cambios motivados por sorpresas en los datos o efectos del paquete fiscal mayores que lo previsto sobre una economía prácticamente sin holguras, podría generar alzas abruptas de la tasa de fondos federales, deteriorando bruscamente las condiciones financieras para el mundo emergente. Algunos países han incubado vulnerabilidades macroeconómicas que limitan la implementación de políticas contra cíclicas, lo que pone de manifiesto la importancia de mantener esos pilares sólidos, en particular para una economía pequeña y abierta como la chilena. Como en los últimos años, sigue estando presente la preocupación por la situación de China, pues debe resolver varios desequilibrios en sus mercados. Traspiés en este proceso podrían tener efectos relevantes en los precios de los activos financieros mundiales y de las materias primas. Se suma a estos riesgos la evolución del precio del petróleo, en particular si este sigue subiendo o se mantiene en niveles elevados. En ese caso, a nivel global podrían verse mayores presiones inflacionarias y un efecto más significativo sobre el crecimiento. También persisten los riesgos por las consecuencias de las medidas proteccionistas impulsadas por EE.UU., las que se han ampliado a más países. Estas podrían generar reacciones de la misma índole, con consecuencias negativas para el comercio mundial y el crecimiento tendencial a nivel global. Por último, no pueden soslayarse los riesgos aún presentes en torno a la salida del Reino Unido desde la Unión Europea, como tampoco la posibilidad de que factores políticos, como los ocurridos recientemente en Italia, provoquen una excesiva volatilidad en los mercados.

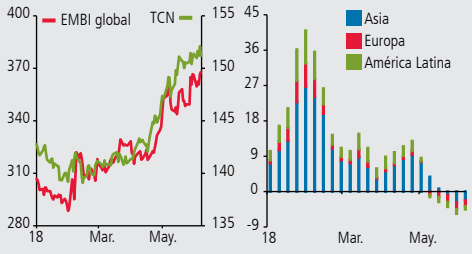
RECUADRO I.1
AJUSTE EN CONDICIONES FINANCIERAS GLOBALES Y EFECTOS SOBRE MERCADOS EMERGENTES

A partir de mediados de abril se ha observado un cambio en el apetito por riesgo en los mercados financieros, que ha derivado en salidas de flujos de capitales desde las economías emergentes. En este período, sus monedas se han depreciado contra el dólar más de 5% en promedio y sus premios por riesgo, medidos por el EMBI Global, han subido aproximadamente 50 puntos base (pb) (gráfico I.10). Los cambios en las expectativas sobre la velocidad de normalización de la política monetaria en EE.UU. han sido relevantes en estos eventos. ¿Qué tan sensibles son las distintas economías emergentes a episodios de estrés financiero, en el contexto de un proceso de normalización monetaria? ¿Qué dimensiones particulares afectan esta sensibilidad? En este Recuadro se repasa evidencia empírica que permite dar luz sobre estas preguntas, analizando algunos casos particulares.

GRÁFICO I.10

EMBI global y tipo de cambio nominal de economías emergentes
(puntos base; índice JPM)

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



Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

Varios artículos académicos analizan la importancia de las características institucionales y los fundamentos macroeconómicos en la respuesta de variables financieras locales ante un estrechamiento en las condiciones financieras globales. Respecto de las características institucionales, un estudio reciente de Obstfeld *et al.* (2018) confirma que en las economías emergentes los *shocks* financieros globales se transmiten con mayor intensidad cuando estas mantienen regímenes de tipo de cambio fijo. Ananchotikul y Zhang (2014), muestran que, frente a episodios de estrés financiero, la volatilidad de tasas es mayor en economías donde la moneda no fluctúa libremente. Esto obedecería a la inhibición del tipo de cambio para absorber el *shock*, un canal que fue enfatizado en el Recuadro II.1 del IPoM de marzo del 2018. Georgiadis (2016) sugiere que la integración comercial, el desarrollo del mercado financiero nacional, y un mercado laboral más flexible, también contribuirían a mitigar la vulnerabilidad de una economía emergente frente a *shocks* de política monetaria en EE.UU.

Respecto de los fundamentos macroeconómicos, Bowman *et al.* (2015) muestran que, cuando las condiciones externas se estrechan, los países con elevados niveles de inflación, altas tasas de interés o abultados déficit de cuenta corriente, son más propensos a sufrir ajustes significativos en los precios de sus activos. Saravia (2018) presenta evidencia empírica dando cuenta que un alza de la tasa de interés de la Reserva Federal afecta más a aquellos países que tienen una peor situación de solvencia y de liquidez, de acuerdo con su posición de activos externos[1]/.

En general, las economías emergentes han avanzado en mejorar sus instituciones para contener riesgos. Se ha otorgado autonomía a los responsables de política monetaria, quienes han optado crecientemente por regímenes cambiarios flexibles

[1]/ Si bien existe cierto consenso, estas relaciones no están libres de controversia. Por ejemplo, Dedola *et al.* (2017) no logra identificar una relación sistemática entre los fundamentos macroeconómicos y/o las características institucionales y la respuesta para distintas economías en sus precios de activos, en el caso particular de un *shock* monetario en EE.UU.

y también se han creado comités de estabilidad financiera. En varios casos se ha adoptado algún tipo de regla fiscal, lo que no siempre ha sido suficiente para mantener el crecimiento del gasto público alineado con la recaudación, derivando en mayores niveles de endeudamiento por parte de los gobiernos. Alfaro *et al.* (2017) alerta que en varias economías emergentes el endeudamiento externo ha crecido significativamente, especialmente a nivel corporativo. China, que ha ido adquiriendo un carácter sistémico, es un claro exponente de esta tendencia en la deuda corporativa. Así, el creciente endeudamiento de empresas y gobiernos de economías emergentes representa un riesgo en un contexto donde las tasas de interés en moneda extranjera se elevan (tabla I.2).

El último episodio de *sell-off* es ilustrativo respecto de cómo una mayor vulnerabilidad macroeconómica afecta esta relación (gráfico I.11). En mayo, tanto Argentina como Turquía sufrieron salidas de capitales, depreciaciones cambiarias intensas y aumentos de sus premios por riesgo, todos cambios por sobre lo que se observó en otras economías emergentes. Esto se dio en un contexto donde ambas economías mostraban desequilibrios importantes en materia fiscal, de cuenta corriente, y desvíos significativos de inflación, validando los resultados reportados por Bowman *et al.* (2015) y otros estudios. Dada la magnitud de los movimientos cambiarios, ambas economías elevaron fuertemente sus tasas de política monetaria para enfrentar la depreciación de la moneda. Esto permitiría evitar un mayor desborde inflacionario a costa de un menor impulso monetario, justo en un contexto donde las perspectivas de actividad se deterioran. Durante la última semana, se conocieron los detalles del programa que acordó Argentina con el FMI, que apunta tanto a fortalecer la dimensión institucional como también a mejorar sus fundamentos macroeconómicos. Respecto de lo primero, se establece como un eje esencial fortalecer la autonomía del Banco Central argentino y eliminar sus transferencias al fisco. En lo segundo, el programa apunta a reducir el déficit fiscal y contener la inflación. El monto de financiamiento que entrega el programa permitiría procesar estos ajustes limitando la exposición a los mercados financieros.

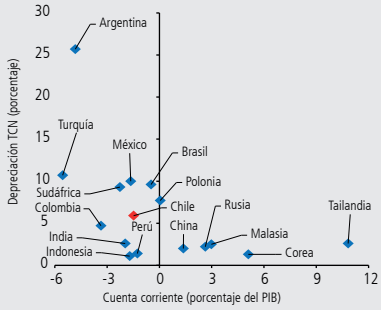
El caso de Chile sobresale positivamente si se compara su fortaleza institucional con la de otras economías emergentes. Posee un Banco Central independiente, comprometido con un régimen cambiario flotante. En lo fiscal, ha ido construyendo una institucionalidad donde destaca la regla de balance estructural, la que se busca perfeccionar con las modificaciones propuestas para el Consejo Fiscal Asesor. En parte esto se traduce en expectativas de inflación bien ancladas, que otorgan mayor espacio de maniobra para la política monetaria.

Pese a esto, cambios en las condiciones financieras globales igualmente pueden transmitirse con fuerza a la economía local, dependiendo de los niveles de deuda de los hogares y empresas, de si estos muestran descalces de moneda o si una fracción importante de ellos está sujeto a tasas variables. Como se destaca en el Informe de Estabilidad Financiera, en Chile las regulaciones vigentes y/o el desarrollo de diversos productos financieros ha acotado estas posibles debilidades. Es así como empresas, bancos, hogares y gobierno cuentan con niveles moderados de exposición a riesgos cambiarios y financieros. Solo a modo de ejemplo, en el caso de los hogares, la mayor fracción de su deuda corresponde a préstamos bancarios en cuotas a tasa fija; los ejercicios de estrés para la banca muestran que el riesgo de mercado, que incluye el riesgo de tasa de interés, es bajo en comparación con el riesgo de crédito. Algo similar se reporta para el sector corporativo, que además ha reducido su endeudamiento en los últimos trimestres. En cuanto al gobierno, la mitigación del riesgo de tasa de interés está ligada a la base de inversionistas en la economía, mayormente conformada por AFP y Fondos Mutuos.

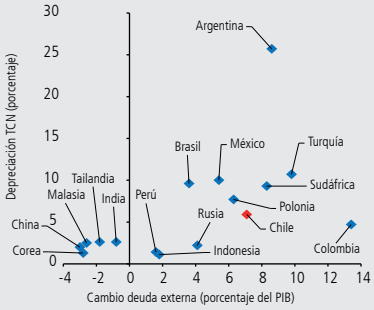
De cualquier forma, los riesgos del escenario externo y su probabilidad hacen necesario recomponer las holguras que han permitido sostener el marco de política macroeconómica de Chile. Especialmente importante a este respecto es velar por mantener niveles de endeudamiento público sostenibles en el tiempo, adoptar un marco para capitalizar a la banca y asegurar una evolución sostenible del endeudamiento de los hogares.

GRÁFICO I.11

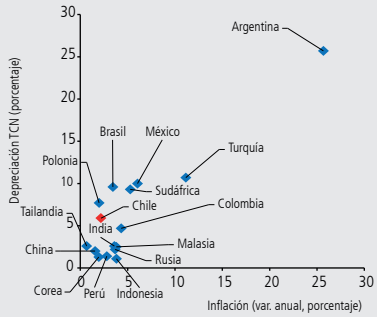
Cuenta corriente y tipo de cambio nominal (1)



Cambio en deuda externa y tipo de cambio nominal (2)



Inflación y tipo de cambio nominal (1)



(1) Tanto para la cuenta corriente como para la inflación corresponde al dato del 2017.
(2) Corresponde al cambio entre el 2014 y el 2017.

Fuentes: Bloomberg, FMI y IIF.

TABLA I.2

Antecedentes macroeconómicos y financieros (1)

	Inflación	Cuenta corriente	Deuda bruta	Deuda externa	Cambio deuda externa (2)	Reservas totales	Déficit fiscal	TCN (%)	CDS 5 años (pb)	Tasa 10 años (pb)
	FMI	FMI	FMI	IIF	IIF	IIF, BM	FMI	Var. entre el 19/04 y el 08/06 del 2018		
Argentina	25,7	-4,8	52,6	36,6	8,6	6,6	6,5	25,7	84	--
Brasil	3,4	-0,5	84,0	32,6	3,6	18,2	7,8	9,6	85	190
Chile	2,2	-1,5	23,6	65,5	7,1	13,3	2,7	5,9	11	18
China	1,6	1,4	47,8	14,0	-3,0	27,6	4,0	2,0	-2	8
Colombia	4,3	-3,4	49,4	40,2	13,4	15,4	3,1	4,7	23	18
Corea	1,9	5,1	39,8	27,3	-2,8	25,3	-1,9	1,3	26	7
India	3,6	-2,0	70,2	22,4	-0,8	16,3	6,9	2,6	16	32
Indonesia	3,8	-1,7	28,9	34,7	1,8	12,5	2,5	1,1	32	61
Malasia	3,8	3,0	54,2	65,0	-2,6	32,5	2,9	2,5	26	19
México	6,0	-1,6	54,2	37,9	5,4	15,0	1,1	10,0	45	39
Perú	2,8	-1,3	25,5	35,7	1,6	29,0	3,1	1,4	19	51
Polonia	2,0	0,0	51,4	71,8	6,3	21,6	1,7	7,7	20	12
Rusia	3,7	2,6	17,4	32,9	4,1	28,3	1,5	2,2	0	6
Sudáfrica	5,3	-2,3	52,7	49,6	8,3	14,5	4,5	9,3	42	96 (3)
Tailandia	0,7	10,8	41,9	33,0	-1,8	41,7	0,6	2,6	2	13
Turquía	11,1	-5,5	28,5	53,2	9,8	12,7	2,3	10,7	77	78

(1) En las primeras columnas, excepto para la inflación, las mediciones son respecto del PIB nominal y consideran el último dato anual disponible.
(2) Corresponde al cambio entre el 2014 y el 2017.
(3) Corresponde a la tasa de 9 años.

Fuentes: Banco Mundial, Bloomberg, IIF y FMI.

II. MERCADOS FINANCIEROS

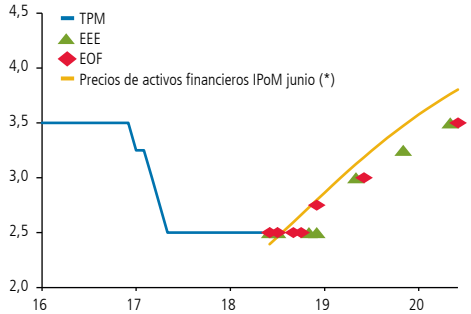
Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.

POLÍTICA MONETARIA

Los riesgos para la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política han disminuido. En el primer trimestre del año la actividad creció algo por sobre lo esperado, combinando sorpresas, probablemente transitorias, en sectores de oferta y un mayor dinamismo en líneas ligadas a la inversión y el consumo durable. No obstante, diversos indicadores sugieren que todavía hay holguras, entre ellos la evolución del mercado laboral, la inflación subyacente y medidas de uso de capacidad. El impulso externo que recibirá la economía chilena en el horizonte de proyección será levemente inferior al estimado en el IPoM anterior, por condiciones financieras que serán algo menos favorables y términos de intercambio algo menores, dado el mayor precio del petróleo. En este contexto, la inflación total volverá a 3% antes de lo previsto producto del impacto directo del mayor precio del petróleo. No obstante, en el escenario base la trayectoria de la inflación subyacente no ha cambiado mayormente y llegará a 3% hacia fines del 2019.

El Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,5% desde mayo del año pasado. Las distintas medidas de expectativas —encuestas a especialistas y precios de activos financieros— indican que este período de mantención se prolongaría hasta fines del 2018 o comienzos del 2019, fecha en la que sitúan la primera alza de la TPM. A dos años plazo, el segundo trimestre del 2020, ubican a la TPM entre 3,5 y 3,8% (gráfico y tabla II.1). El Consejo considera que el impulso monetario se mantendrá cercano a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%. Como supuesto de trabajo para la TPM, en el corto plazo se contempla una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre estadístico de este IPoM. Para el mediano plazo, el Consejo continúa considerando que hacia el 2020 la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral, que sigue estimando entre 4 y 4,5%.

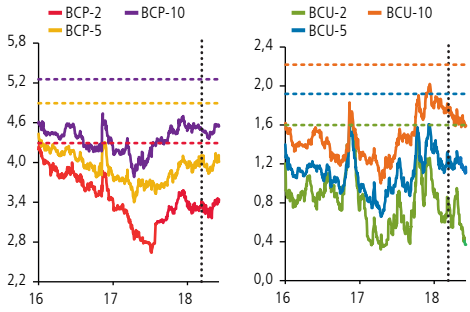
GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

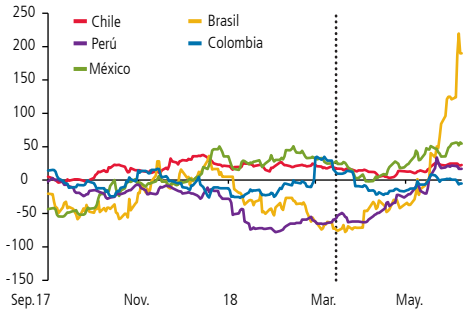
GRÁFICO II.2
Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1) (2)
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2018.
(2) Líneas punteadas horizontales corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

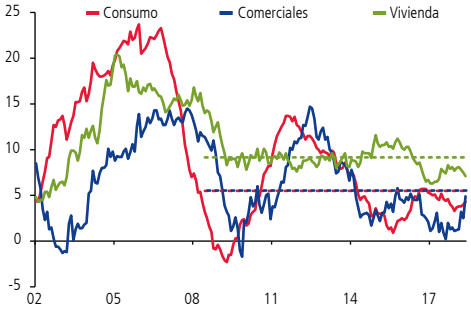
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.3
América Latina: tasas de interés a 10 años plazo (*)
(desvío respecto del promedio 2017-2018, puntos base)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2018.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.4
Colocaciones reales (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



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

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

TABLA II.1
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM marzo	IPoM junio	IPoM marzo	IPoM junio
EEE (1)	2,75	3,00	3,50	3,50
EOF (2)	2,75	3,00	3,50	3,50
Precios de activos financieros (3)	2,99	3,19	3,59	3,80

(1) Corresponde a las encuestas de marzo y junio del 2018.
(2) Corresponde a las encuestas previas a la RPM de marzo y junio del 2018.
(3) Para el IPoM de marzo y junio del 2018 considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 15/03/18 y al 08/06/18, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el mercado de renta fija local, las tasas de interés en pesos se mantuvieron en niveles similares a los del cierre estadístico del IPoM anterior, mientras que las tasas de los papeles en UF mostraron bajas tanto a dos como a diez años plazo (en torno a 40 y 15 puntos base, respectivamente). El movimiento en los BCU-2 respondió en gran medida a los cambios en las perspectivas de inflación, que aumentaron en el período. El BCP-10 se ha mantenido un tanto al margen del comportamiento que han mostrado las tasas largas a nivel global y en otras economías de la región (gráficos II.2 y II.3). Como ya se ha mencionado, la mayor estabilidad de las tasas de largo plazo locales es la respuesta a la flexibilidad cambiaria. Diversos estudios muestran que países que siguen regímenes cambiarios más flexibles reaccionan a *shocks* financieros globales con efectos más atenuados en sus mercados financieros. En esta línea, cabe resaltar que Chile destaca dentro de los países emergentes por seguir una política cambiaria flotante (Recuadro II.1, IPoM marzo 2018). Por el lado de las emisiones, en el período resaltaron las de algunos bancos privados y las licitaciones de bonos en UF por parte de la Tesorería General de la República, las que no generaron mayores cambios en el mercado. Entre los tenedores, siguen destacando los fondos de pensiones y el crecimiento de la tenencia de deuda soberana por parte de extranjeros.

CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones financieras locales continúan siendo favorables, sin mostrar mayores variaciones respecto de comienzos de año. Por un lado, el crédito interno sigue caracterizado por un crecimiento moderado de las colocaciones y por tasas de interés que permanecen bajas en perspectiva histórica (gráficos II.4 y II.5). La tasa de expansión anual de las colocaciones hipotecarias continúa siendo mayor a la del resto de las carteras. Eso sí, en el período se apreció un alza de la cartera comercial[1]/ y de consumo. La tasa de interés para la compra de viviendas se ha mantenido relativamente estable, mientras que para los créditos de consumo y comerciales mostró bajas ligadas mayormente a factores estacionales.

[1]/ Buena parte del aumento responde a una menor base de comparación luego del cambio de giro de Rabobank a sociedad financiera no bancaria en mayo del 2017, a la depreciación de la paridad peso/dólar y a una operación puntual correspondiente a un crédito a ENEL informado a la Comisión para el Mercado Financiero a través del hecho esencial del 28 de marzo del 2018. http://www.bolsadesantiago.com/Paginas/Descarga.aspx?attach=Noticias%2Fhechos+esenciales%2Fhes_2018030055602.pdf%20

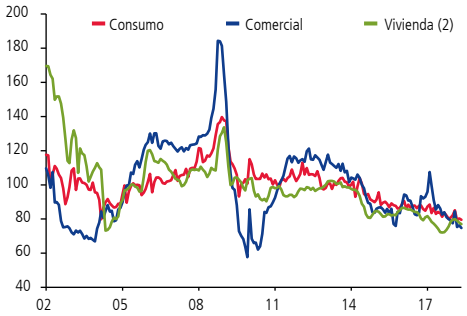
La Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre del 2018 reportó un fortalecimiento de la demanda para los créditos de consumo y comerciales para grandes empresas e inmobiliarias. Asimismo, dio cuenta de menores restricciones de oferta para las grandes empresas. Los entrevistados en el marco del Informe de Percepciones de Negocios de mayo siguieron calificando como favorable el nivel de las tasas de interés y los bancos visitados comentaron un mayor número de cotizaciones por financiamiento, aunque no todas terminaban materializándose. Además, los consultados señalaron que las condiciones de otorgamiento continuaban siendo muy restrictivas para los sectores que eran percibidos como más riesgosos. Respecto de la morosidad y los plazos de pago, los entrevistados indicaron que esta inquietud había bajado en gran parte del país, con excepción del norte en donde continuaba siendo un factor de preocupación tras el aumento registrado en años recientes.

La bolsa mostró vaivenes en los últimos meses, aunque el IPSA se ubica en un nivel similar al del cierre estadístico anterior (-1,5% comparado el cierre del IPoM de marzo y el actual). Esto, en medio de indicadores de riesgo local que han permanecido relativamente estables en comparación con sus símiles externos. El desempeño del IPSA contrasta con los descensos más marcados que mostraron los índices accionarios (MSCI) en otras economías emergentes, como en el caso de América Latina.

En el ámbito externo, las condiciones financieras son algo menos favorables en comparación con el cierre estadístico anterior, en particular para las economías emergentes. Esto, en un contexto de menor apetito por riesgo y mayor preocupación por la evolución de la política monetaria en el mundo desarrollado ante mayores presiones inflacionarias en EE.UU. Lo anterior ha provocado cambios en las tasas de largo plazo y ha fortalecido el dólar a nivel global. En las últimas semanas se han observado efectos particularmente evidentes en el mundo emergente, en donde sus monedas se han depreciado significativamente y con marcada volatilidad, los índices accionarios han retrocedido y han coincidido con salidas de capitales, especialmente en economías que se perciben más vulnerables. A esto se ha sumado la volatilidad que los conflictos geopolíticos y los anuncios de medidas proteccionistas han provocado en los mercados financieros globales.

El peso chileno ha seguido la tendencia global de fortalecimiento del dólar, depreciándose respecto de lo observado al cierre del IPoM de marzo. Con esto, al cierre de este IPoM se ubicó en torno a $630 por dólar (+4,7% en el período). La apreciación generalizada del dólar se observa en el comportamiento de indicadores más amplios, como el TCM, TCM-5 y TCM-X que dan cuenta de una depreciación nominal más acotada (gráfico II.6). En todo caso, comparada con la evolución de las monedas de otros exportadores de materias primas, la depreciación del peso ha sido similar, mientras que si se le compara con otras economías latinoamericanas ha estado en la parte baja (gráfico II.7 y tabla II.2). Entre los factores financieros, cabe señalar que por algunas semanas destacó el abrupto aumento de las posiciones compradoras de no residentes, provocando un predominio de las presiones depreciativas sobre la paridad peso/dólar.

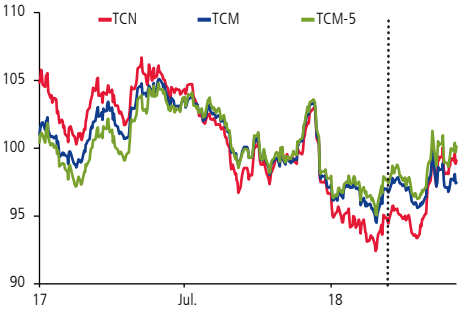
GRÁFICO II.5
Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(índice 2002-2018=100)



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

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

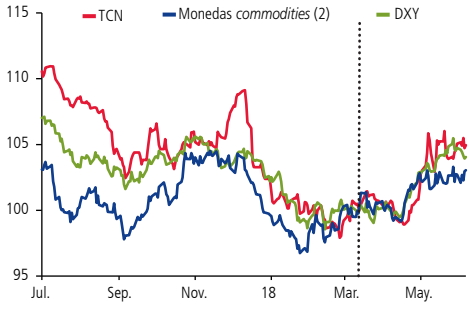
GRÁFICO II.6
Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (*)
(índice 2017-2018=100)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

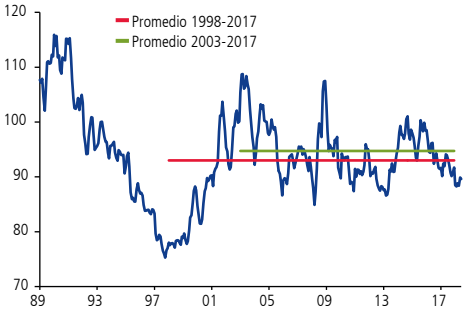
GRÁFICO II.7
Tipo de cambio, dólar multilateral y monedas *commodities* (1)
(cierre estadístico IPoM marzo 2018=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2018.
(2) Considera a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. Construido en base a los ponderadores WEO abril 2018.

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

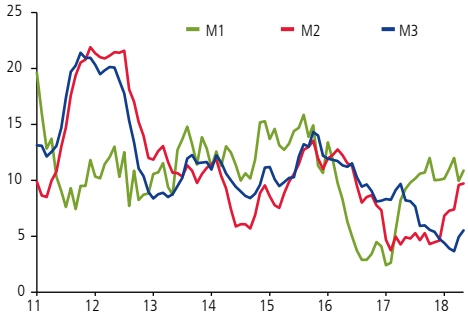
GRÁFICO II.8
Tipo de cambio real (*)
(índice 1986=100)



(*) Dato de mayo del 2018 corresponde a estimación preliminar. Para junio del 2018, considera información hasta el cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.9
Agregados monetarios nominales
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En este contexto, el tipo de cambio real (TCR, índice 1986=100) se mantuvo en torno a 90 hacia el cierre estadístico de este IPoM, aumentando moderadamente respecto del nivel que ha mostrado desde comienzos de año y con una depreciación real similar a las de otras economías comparables (BIS) (gráfico II.8). Como supuesto de trabajo, el escenario base de este IPoM considera que el TCR regresará a valores en torno a su promedio de los últimos quince a veinte años en el transcurso del horizonte de política.

En los agregados monetarios nominales, comparando entre el cierre estadístico de este IPoM y el anterior, la expansión anual de M1 se mantuvo relativamente estable (de 11 a 10,9% entre febrero y mayo). Resaltó el mayor crecimiento anual de M2, que aumentó desde 7,3% en febrero hasta 9,7% en mayo, principalmente por una mayor incidencia de los depósitos y captaciones a plazo en moneda local, por un alza en las emisiones de bonos por parte de los bancos. En el caso de M3, su tasa de variación anual subió en el período, en gran medida explicado por M2, bonos de la Tesorería General de la República y de empresas (gráfico II.9).

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

	Variación TCN IPoM junio 2018			
	IPoM Mar.18	IPoM Dic.17	IPoM Sep.17	IPoM Jun.17
América Latina (excl. Chile) (2)	**10,0**	**9,0**	**13,3**	**10,0**
Brasil	15,9	15,7	19,4	16,1
Chile	**4,7**	**-0,6**	**-1,9**	**-6,1**
Colombia	0,3	-4,5	-3,4	-1,3
México	7,4	6,4	13,2	7,7
Perú	0,4	0,9	0,9	-0,1
Exportadores de *commodities* (2)	**2,7**	**-1,3**	**2,3**	**-3,0**
Australia	3,0	0,1	4,4	-1,8
Canadá	0,3	1,6	3,1	-4,1
Nueva Zelanda	4,1	-1,9	3,9	-0,2
Sudáfrica	7,4	-9,5	-3,2	-2,9
Economías desarrolladas (2)	**4,8**	**-0,1**	**0,3**	**-3,6**
Eurozona	5,6	1,0	1,2	-4,4
Japón	3,0	-2,4	0,0	-1,9
Reino Unido	4,1	-0,7	-3,6	-3,0
Otras economías emergentes				
China	1,2	-3,2	-3,7	-6,9
Rep. Corea	0,3	-2,2	-5,2	-4,2
India	3,5	3,6	5,0	4,3
Indonesia	1,1	2,9	4,2	4,6
Polonia	8,0	2,7	1,8	-2,1

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

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

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

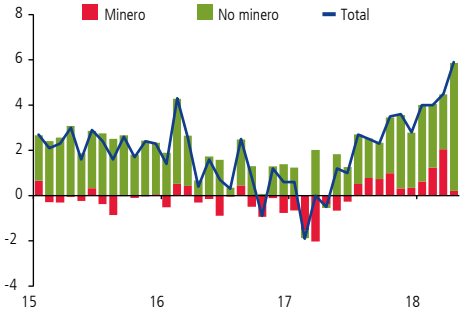
Este capítulo revisa la evolución reciente y las perspectivas de corto plazo para la actividad y la demanda, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

Los datos del primer trimestre del 2018 y comienzos del segundo cuarto dan cuenta de una economía que ha ido consolidando el proceso de recuperación iniciado en la segunda mitad del 2017. De hecho, en este período el crecimiento del PIB fue algo superior a lo previsto en el IPoM de marzo, tanto por aumentos por sobre lo esperado en sectores de oferta, probablemente transitorios, como por un mayor dinamismo en líneas ligadas a la inversión y el consumo durable. De cualquier forma, el mayor incremento anual de la economía en el primer semestre era anticipado hace tiempo, dada la baja base de comparación de inicios del 2017 en la minería y, especialmente en abril, la mayor cantidad de días hábiles que se registró en el 2018 (gráfico III.1). Medido en términos de velocidad, tras una aceleración importante en el tercer trimestre del año pasado, la actividad ha moderado su tasa de expansión en lo que va del 2018. En todo caso, cabe consignar que buena parte del ritmo de crecimiento de la economía en el primer trimestre provino de la pesca y electricidad, gas y agua, que se cuentan entre los rubros más volátiles, que presentan una menor persistencia y, en general, tienen una relación con las demás ramas de la economía más acotada que la de los principales sectores distintos de la minería[1]/ (gráfico III.2).

Diversos elementos sugieren que la economía aún mantiene holguras de capacidad importantes, más allá que los datos del primer trimestre cierren en parte la brecha de actividad. Entre otros, ello se desprende de la evolución de distintos indicadores de uso de capacidad, de la inflación subyacente y del mercado laboral. Respecto de este último, el empleo asalariado privado continúa sin mostrar mayor movimiento y se ha agregado una disminución en la expansión de los salarios nominales, lo que impacta en el crecimiento de la masa salarial y las perspectivas para el consumo. El Consejo sigue estimando que en el período 2018-2020 la economía crecerá a un ritmo que le permitirá cerrar las holguras existentes e impulsar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política. Esto considera que este año la economía crecerá entre 3,25 y 4%, y que en el 2019 y 2020 lo hará entre 3,25 y 4,25%, y entre 3 y 4%, respectivamente. Esto se enmarca en un contexto en que el impulso externo es mayor que en años previos, mientras que a nivel local las confianzas de los agentes se ubican entre sus mejores valores en varios trimestres, las condiciones crediticias persisten favorables y la política monetaria seguirá expansiva por varios trimestres más. Las perspectivas privadas de crecimiento del PIB se ajustaron al alza desde el IPoM anterior, a 3,8% para este y el próximo año (3,5 y 3,7% en marzo, respectivamente), y a 3,9% el 2020 (3,8% en marzo).

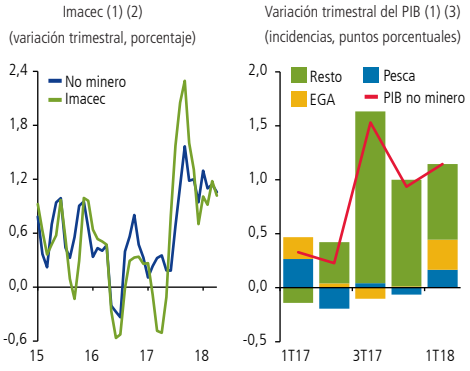
[1]/ Recuadro III.1, IPoM diciembre 2017.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2



(1) Series desestacionalizadas.
(2) Trimestres móviles.
(3) Resto incluye comercio, industria, servicios financieros y empresariales, construcción, agricultura, transporte y comunicaciones, servicios de vivienda, servicios personales, administración pública, IVA y derechos de importación.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

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

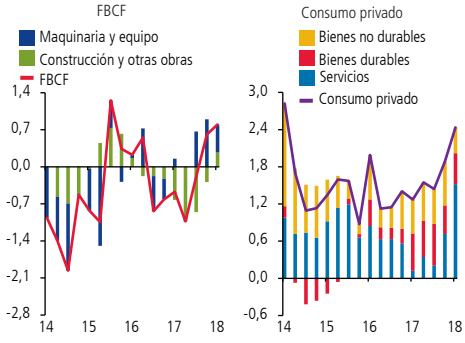
(*) Incluye educación, salud y otros servicios.
Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.2
Demanda interna
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

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

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

GRÁFICO III.3
Contribución en el PIB por componentes de la demanda final
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

ACTIVIDAD

El PIB creció 4,2% anual en el primer trimestre del año (3,3% en el cuarto anterior), destacando el desempeño de la minería, que aumentó 19,3% anual en ese lapso (tabla III.1). Como se preveía, este rubro incrementó significativamente su tasa de expansión (en torno a 13 puntos porcentuales (pp)) debido al efecto de la baja base de comparación que dejó el paro de Escondida en el primer trimestre del 2017, a lo que se agregó una mayor capacidad productiva del sector.

El PIB no minero creció 3,1% anual en el período (2,9% el trimestre anterior), con un comportamiento de los sectores asociados a la inversión que siguió mejorando, principalmente en la construcción y los servicios empresariales (gráfico III.2). El primero tuvo un avance anual tras tres trimestres consecutivos de contracción. El mayor dinamismo fue visible tanto en actividades especializadas como en la edificación habitacional y no habitacional. Entre los segundos, resaltó el desempeño de los servicios de arquitectura e ingeniería, que crecieron después de varios años de retroceso. El Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de mayo también recalcó la mayor contratación de este tipo de servicios en varias empresas. Aun así, los rubros relacionados con el consumo continúan liderando el aumento del PIB no minero. De hecho, el comercio alcanzó su mayor incremento en cuatro años, destacando el resultado de las líneas mayoristas, donde el aporte principal provino de las ventas de maquinaria y equipo.

DEMANDA INTERNA

Por el lado de la demanda interna, resalta el mayor impulso en la inversión en construcción y otras obras, lo mismo que en el consumo durable y de servicios (tabla III.2 y gráfico III.3). La formación bruta de capital fijo (FBCF) creció 3,6% anual en el primer trimestre (2,7% en el precedente), con un componente de construcción y otras obras que retomó tasas de expansión positivas luego de casi dos años. Se añade que maquinaria y equipos sigue siendo la parte más boyante de la FBCF, con importaciones de bienes de capital que a mayo, excluyendo transporte no regular, continuaban mejorando. Esto, en un contexto en que las expectativas empresariales (IMCE) han vuelto a la zona de optimismo en el agregado. En todo caso, algunas cifras señalan que aún es temprano para asegurar un dinamismo relevante de la inversión. Por un lado, diversos indicadores de la construcción dan cuenta de alguna estabilización en lo más reciente, como las ventas y despachos de materiales y el empleo sectorial. Por otro lado, el último Catastro de la CBC corrigió a la baja la inversión prevista en construcción y obras de ingeniería para este año debido al aplazamiento de algunos proyectos. En la parte habitacional, cifras actualizadas de la CChC muestran que las ventas de viviendas se han mantenido estables, a la vez que el stock disponible, en general, aún es elevado. Por último, el IPN de mayo reporta visiones dispares acerca de los planes de inversión de las empresas, señalándose aún capacidad ociosa relevante en algunas, en especial en el norte del país y en sectores específicos.

El consumo privado creció 3,9% anual en el primer cuarto del año (3% en el anterior), liderado por la incidencia del componente de servicios, cuya expansión anual fue de 5% en el período —alrededor de 2,5pp más que a fines del 2017. El consumo de bienes no durables mantiene un bajo dinamismo. Por el lado de los durables, sigue sobresaliendo el importante impulso del sector automotriz, cuyas ventas e importaciones permanecen entre sus máximos de los últimos años. En general, las internaciones de bienes de consumo continúan en niveles altos. En el plano cualitativo, los consultados del IPN relatan un débil comportamiento de las ventas de ítems de consumo no durable, indicando en varios casos que han resentido la menor presencia de turistas argentinos, a la vez que ratifican el auge del rubro automotriz.

Respecto de los determinantes del consumo, destaca la reducción del crecimiento anual de la masa salarial real en los primeros meses de este año, desde 4% promedio en la segunda mitad del 2017 a poco más de 3%. El principal determinante de esto ha sido la menor expansión de los salarios nominales, que al cierre estadístico según las distintas medidas se ubicaba en torno a 3,5% anual, bastante menor al promedio de los últimos años —del orden de 6% anual en la última década[2]/ (gráfico III.4). Aunque con mayor rezago y un poco más volátiles, algunas fuentes alternativas a la información de salarios del INE sugieren caídas menos pronunciadas (gráfico III.5).

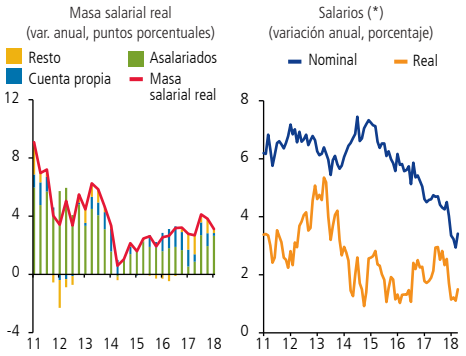
Aunque el mercado laboral —empleo y salarios— regularmente reacciona con rezagos a la evolución de la actividad, la baja del crecimiento de los salarios coincide con varios desarrollos en la oferta y demanda laboral. En los primeros, se aprecia una mayor participación femenina, que en trimestres recientes ha subido de modo importante y más rápido que los patrones históricos, así como el efecto de los flujos migratorios. En los segundos, se observan los ajustes tecnológicos y cambios en la productividad, cuyo impacto en la contratación podría ser más notorio una vez que la economía recupere tasas de crecimiento cercanas al potencial.

En el plano cualitativo, información recogida en el marco del IPN indica que la mayoría de los consultados percibe bajas presiones salariales. Varios de ellos reportan que el bajo nivel de actividad de los últimos años disminuyó el crecimiento de los sueldos y en muchos casos se congelaron desde hace algunos trimestres. Otros entrevistados agregan que los reajustes por inflación se han dado solo en caso que ello haya sido previamente convenido. Por otro lado, se menciona que la llegada de inmigrantes ha permitido aminorar la escasez de mano de obra en algunos sectores, como la agricultura, reduciendo las presiones al alza sobre los salarios.

El bajo dinamismo de la creación de empleo asalariado privado contrasta con su contraparte pública. Esta categoría continúa creciendo a tasas elevadas y lidera el avance del componente asalariado (gráfico III.6). Por su parte, a abril, la variación anual del empleo por cuenta propia permanecía en valores más bajos que el promedio del 2017.

[2]/ Estas cifras consideran una serie distinta a la referencial (2016=100) publicada por el INE. En todo caso, estos últimos datos también muestran un aumento más acotado de los salarios en lo más reciente, con promedios similares a los descritos arriba.

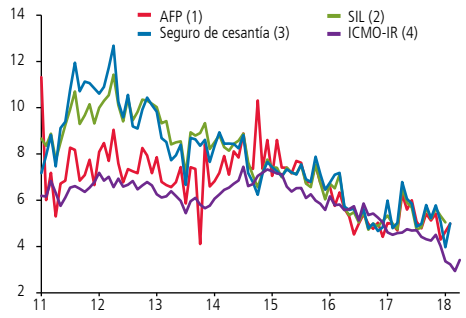
GRÁFICO III.4



(*) Promedio simple IR e ICMO.

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

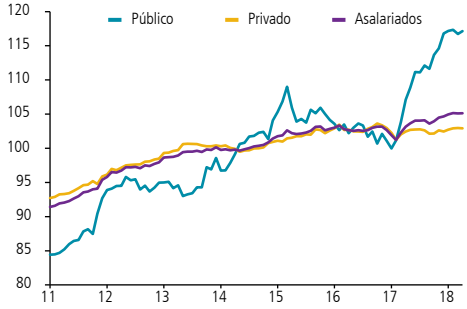
GRÁFICO III.5
Indicadores de salarios nominales
(variación anual, porcentaje)



(1) Ingreso imponible promedio. (2) Servicio de Información Laboral del Ministerio del Trabajo. Base del seguro de cesantía a nivel nacional. (3) Remuneración imponible promedio de los cotizantes del seguro de cesantía. (4) Promedio simple.

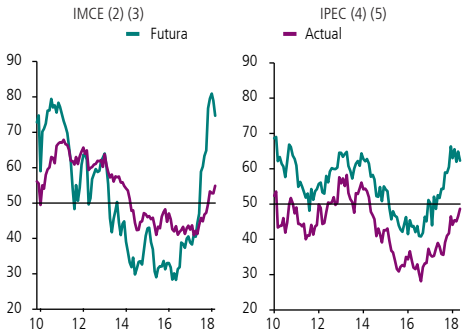
Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio del Trabajo y Superintendencia de Pensiones (SAFP).

GRÁFICO III.6
Empleo asalariado por componentes
(índice 2011-2018=100, series desestacionalizadas)



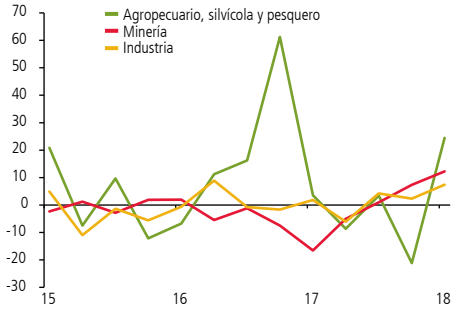
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.7
Expectativas de empresas y consumidores (1)
(serie original)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Promedio simple entre comercio, construcción e industria. (3) Expectativas sobre la situación futura corresponden al promedio simple entre la perspectiva futura económica global del país y la situación general del negocio. Para el sector construcción corresponde a la expectativa sobre situación financiera de la empresa. (4) Expectativas sobre la situación actual corresponden al promedio simple entre la percepción de la situación económica actual personal y país. (5) Expectativas sobre la situación futura corresponden al promedio simple entre la perspectiva de la situación económica del país a 12 meses y la familiar.
Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO III.8
Volúmenes de exportaciones
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La confianza de consumidores (IPEC) y empresas (IMCE sin minería) se ha mantenido en terreno optimista en los últimos meses. En ambos casos, las expectativas acerca de la situación futura continúan superando a las percepciones sobre el escenario actual (gráfico III.7). Ello vuelve a coincidir con lo señalado por los entrevistados para el IPN, que en gran parte siguen previendo un repunte más sustantivo de la economía a partir del segundo semestre de este año.

El panorama en el mercado crediticio local no ha variado mayormente. Las tasas de interés siguen en niveles favorables y el crecimiento de las colocaciones bajo en perspectiva, liderado por el segmento hipotecario. Acorde con la Encuesta de Crédito Bancario, las condiciones de otorgamiento muestran algunos cambios en la parte corporativa, y en la demanda destaca el fortalecimiento en varias carteras.

Sobre el comercio exterior, en el primer trimestre del año las exportaciones e importaciones aumentaron su crecimiento anual a 7,2 y 6,1% anual, respectivamente (2,5 y 5,2% en el trimestre previo). En ambos casos, las alzas respondieron al componente de bienes. Por el lado de los envíos, el incremento estuvo asociado a la minería, dada la baja base de comparación de las exportaciones cupríferas por el paro en el sector en el 2017. También destacó el mayor avance de las exportaciones frutícolas, igualmente favorecido por un efecto base, dado el adelanto de la cosecha de productos como las cerezas y los arándanos el año pasado, pero además por los altos volúmenes de producción de estas mismas frutas en esta temporada (gráfico III.8). En cuanto a las internaciones, si bien en general hubo un alto dinamismo, resaltaron las de automóviles y maquinarias de uso industrial, entre otras. La balanza comercial anotó un superávit mayor en ese lapso, contribuyendo de manera importante a reducir el déficit de la cuenta corriente. Este acumuló 1,1% del PIB en año móvil finalizado en el primer trimestre (1,5% al cuarto trimestre del 2017).

Al primer trimestre del 2018, la variación de existencias alcanzó un ratio acumulado anual de 0,6% del PIB. Incidió en ello el mayor stock de inventarios manufactureros y mineros. La evaluación acerca de la situación actual de existencias (IMCE) muestra que se han acercado gradualmente a su nivel óptimo en los diferentes sectores, aunque aún se perciben algo por sobre este umbral.

IV. PRECIOS Y COSTOS

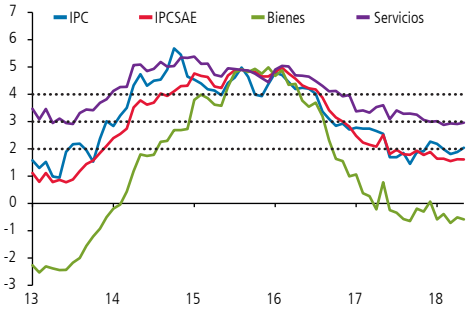
En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de la inflación y los costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias y su probable evolución futura.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En los últimos meses, la dinámica inflacionaria ha seguido mayormente dominada por la apreciación acumulada del peso, una economía que ha mantenido holguras de capacidad abiertas por varios trimestres y la indexación a tasas de inflación menores. Ninguno de los indicadores de inflación muestra mayores sorpresas respecto de lo previsto en el IPoM de marzo. A mayo, la variación anual del IPC se ubica en 2% y la del IPCSAE en 1,6%, al mismo tiempo que la inflación de servicios del IPCSAE está en 3% y la de bienes es levemente negativa (gráfico IV.1). En cuanto a los elementos más volátiles, los alimentos y la energía siguieron aportando positivamente a la inflación anual y tampoco mostraron mayores sorpresas respecto de lo previsto en marzo (gráfico IV.2). Desde el IPoM anterior, la evolución del escenario macroeconómico ha reducido los riesgos para la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política. La recuperación de la economía se ha ido consolidando y las expectativas de inflación a dos años plazo se ubican en 3%. Se suma que el aumento del precio del petróleo a nivel internacional y su impacto directo en los componentes más volátiles de la canasta del IPC han aumentado las proyecciones de inflación de corto plazo. De esta manera, en el escenario base la inflación total volverá a 3% antes de lo previsto en el IPoM de marzo. No obstante, la trayectoria futura para la inflación subyacente no ha cambiado mayormente y se estima llegará a 3% hacia fines del 2019. Ello, en un contexto en que la economía todavía tiene holguras de capacidad y, se espera, al igual que en marzo, que su cierre sea paulatino en el trascurso de los próximos dos años.

La inflación anual del IPCSAE de bienes siguió con un aporte levemente negativo a la inflación total, influenciado en parte por la apreciación que ha experimentado el peso respecto de un año atrás — en torno a 8% comparando el promedio entre enero y mayo de este año con el anterior (gráfico IV.3). En los últimos meses se ha observado un descenso del precio de algunos productos, entre ellos el precio de los automóviles nuevos — 4% de la canasta del IPC—, que en los últimos trimestres ha tenido caídas que van bastante más allá de lo que podría esperarse dada la relación histórica de estos precios y el tipo de

GRÁFICO IV.1
Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

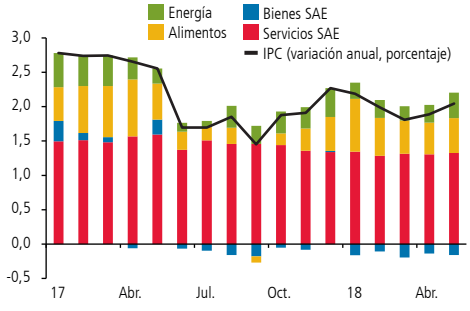


(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

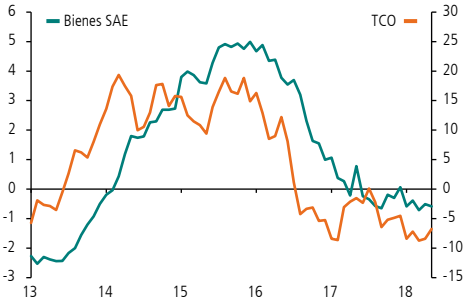
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

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



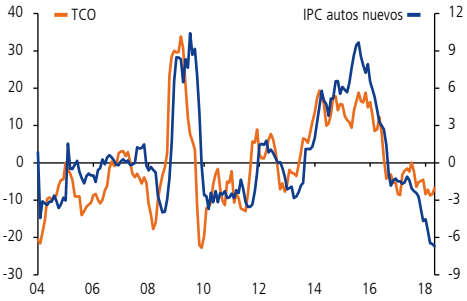
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.3
Tipo de cambio y bienes SAE
(variación anual, porcentaje)



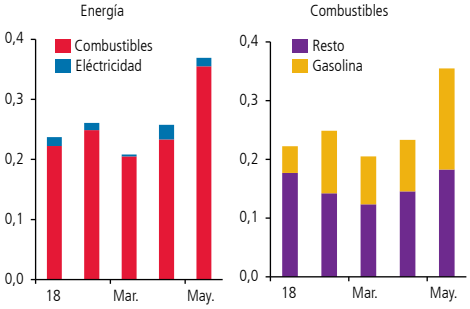
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.4
IPC automóviles nuevos y tipo de cambio
(variación anual, porcentaje)



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

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



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

cambio (gráfico IV.4). Ello puede deberse, según opiniones recogidas en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), a la fuerte competencia en el mercado automotriz por mantener o aumentar la participación de mercado que ha llevado a aplicar importantes descuentos en los precios de venta.

En lo que va del 2018, los servicios del IPCSAE muestran una relativa estabilización en su crecimiento anual, coherente con diversos antecedentes que apuntan a que las presiones de costos son bajas, en un contexto, como ya se mencionó, en que la economía aún presenta holguras de capacidad. En particular, la actividad ha ido retomando dinamismo sin que el empleo asalariado muestre un incremento relevante, lo que ha llevado a un aumento de la productividad media. Al mismo tiempo, el crecimiento de los salarios nominales, medidos por el ICMO e IR, se ha reducido por debajo de sus promedios de la última década. Ambos fenómenos deberían traducirse en menores presiones de costos.

Si bien el mercado laboral regularmente reacciona con rezago a los cambios en la actividad, la baja del crecimiento de los salarios nominales coincide con un aumento de la oferta laboral (mayor participación femenina y flujos de inmigración) y con una demanda afectada por los ajustes tecnológicos y los cambios en la productividad en los últimos años. De todos modos, cabe señalar que mediciones alternativas (mas rezagadas y un poco más vólatiles) sugieren caídas menores.

La información cualitativa también apunta a bajas presiones inflacionarias. De hecho, la mayoría de los entrevistados en el marco del IPN señalan que los precios de venta se mantendrán relativamente estables por algún tiempo, incluso si la actividad crece más rápido. Por una parte, si bien varios entrevistados indican un repunte de la actividad, destacan que aún es incipiente, en un ambiente en que la competencia sigue siendo elevada, por lo que no ven oportunidad de subir los precios en los próximos meses. Por otra, opciones de bajar precios por menores costos, como por ejemplo por una apreciación del peso, tampoco se darían. Ello, pues desde hace algún tiempo los entrevistados señalan un énfasis en recuperar márgenes, principalmente a través de mejoras de eficiencia. Lo anterior, debido a que la disminución de precios de venta en respuesta al débil desempeño de la economía en años anteriores estrechó los márgenes. En cuanto a las presiones salariales, los entrevistados del IPN señalan que han permanecido bajas en el último tiempo.

Respecto de los precios externos, el de los bienes de consumo importados en dólares (IVUM) disminuyó su crecimiento anual desde 3% el último trimestre del 2017 a 2% el primero de este año. El índice de precios externos (IPE) medido en dólares siguió con tasas de crecimiento anual elevadas, pero algo menores que las registradas hasta principios de este año (7,5% en enero versus 6,7% en abril).

En cuanto a los elementos más volátiles de la canasta del IPC, su evolución ha estado en línea con lo considerado en el IPoM de marzo. Los alimentos redujeron su incidencia en la inflación anual respecto de principios de año, especialmente por el comportamiento del precio de las frutas y verduras frescas

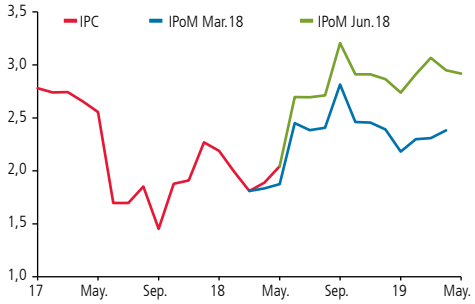
(FyV), que pasó de crecer 7% anual en febrero a 3,9% en mayo. Ello respondió principalmente a mayores bases de comparación, como consecuencia de aumentos que no se dieron este año, y en menor medida a niveles de precios que disminuyeron algo respecto de febrero. En algunos meses, al igual que lo ocurrido en el IPoM anterior, el precio de las FyV volvió a mostrar un comportamiento estacional distinto a sus patrones históricos, tal como lo hizo en gran parte del 2017. Por su parte, el precio del resto de los alimentos aumentó su expansión anual de 1,9% en febrero a 2,3% en mayo. En cuanto al precio de la energía, su incidencia en la inflación anual subió en mayo, por un mayor aporte de los precios de los combustibles ante su incremento a nivel internacional, en particular de la gasolina (gráfico IV.5). Cabe señalar que, como es habitual, el traspaso a los precios internos ha ido con rezago principalmente por la aplicación del MEPCO. Es por esto, que se estima que el aumento de estos precios seguirá impactando a la inflación local en lo venidero (Recuadro IV.1). A ello se suma la reciente depreciación del peso. En las tarifas eléctricas destacó en abril un aumento derivado del alza de los costos de transmisión por la entrada en vigencia de la actualización de nuevos pliegos tarifarios por cargos de transmisión de electricidad[1]/, que no logró ser compensada por la aprobación de un nuevo decreto que redujo el precio nudo en función de la apreciación pasada[2]/.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En el escenario base, la proyección de corto plazo para la inflación anual se ajusta al alza, principalmente por el mencionado aumento del precio de los combustibles en pesos. Así, en el escenario base, a diciembre la variación anual del IPC se ubicará en 2,8% (2,3% en el IPoM de marzo). Por su parte, se sigue anticipando una lenta convergencia del IPCSAE a 3%—no muy distinta de la considerada en marzo—. Ello, coherente con una economía, que más allá de los datos recientes, cerrará sus holguras de capacidad en el transcurso de los próximos dos años y con un tipo de cambio real que volverá a valores en torno a su promedio de los últimos quince a veinte años en ese período. De este modo, la evaluación sobre la convergencia de la inflación en el mediano plazo, reflejada principalmente en la trayectoria del IPCSAE, no ha cambiado mayormente desde marzo.

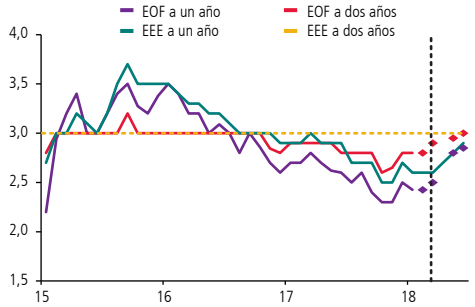
Las expectativas de inflación de mercado para plazos más cortos también aumentaron. Los seguros de inflación a diciembre del 2018 anticipan que la variación anual del IPC se ubicará en 2,9%, 50 puntos base por sobre lo esperado al cierre estadístico del IPoM de marzo (gráfico IV.6). A igual mes, la proyección de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio se ajustó al alza a 2,8% anual (2,6% en marzo). A un año plazo, las distintas medidas de expectativas subieron y se sitúan en 2,9% anual. A dos años plazo, la última Encuesta de Operadores Financieros (EOF) disponible al cierre estadístico de este IPoM elevó en una décima su proyección a 3,0% anual, mientras que la EEE de junio la mantuvo en 3% (gráfico IV.7).

GRÁFICO IV.6
Inflación efectiva y seguros de inflación
(variación anual, porcentaje)



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

GRÁFICO IV.7
Expectativas de inflación de encuestas (1)(2)
(variación anual, porcentaje)



(1) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero, representada con rombos, se publica dos días hábiles luego de la publicación de la Minuta de la RPM y tres días antes de la RPM.
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo.

Fuente: Banco Central de Chile.

[1]/ Resolución Exenta N°239, de 03 de abril de 2018.

[2]/ Decreto N°12T.

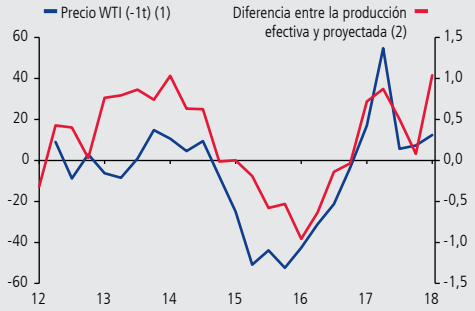
RECUADRO IV.1
RELEVANCIA DEL PETRÓLEO EN LA ECONOMÍA CHILENA

El precio del petróleo ha tenido un aumento relevante e inesperado en los últimos meses. Así, en el escenario base de este IPoM, para el período 2018-2020 se proyectan precios promedio Brent/WTI algo más de 10% superiores a los de marzo. Este cambio afecta el escenario base en varias dimensiones. Por lo pronto, tiene un efecto directo en la inflación de corto plazo que explica en buena parte la corrección al alza para diciembre de este año. A mediano plazo, sus efectos se canalizan a través de menores términos de intercambio, menor ingreso disponible y un impacto en la actividad. Estos efectos, aunque relevantes, son menores que en el pasado, pues el petróleo es menos importante en la matriz energética internacional y nacional, con lo que su impacto en el crecimiento es menor. Además, se espera que la producción de petróleo a nivel mundial sea hoy más elástica a cambios en los precios, por la presencia del *shale oil*, lo que da menos sustento a precios que se mantengan elevados por un periodo prolongado. Con todo, cambios persistentes en el precio del petróleo y en su trayectoria esperada deben ser considerados para la configuración del escenario macroeconómico. De hecho, los cambios en el costo de la energía ha sido continuamente foco de análisis del Banco Central[1]/.

En el segundo trimestre, el precio del petróleo subió de manera significativa, alcanzando en mayo valores máximos de los últimos cuatro años. Una parte importante de los movimientos se asocian a las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, en un contexto en que la demanda global se mantiene sólida, la producción de la OPEP y Rusia está contenida, y los inventarios globales retornaron a su promedio de los últimos cinco años.

En el escenario base, se prevé que los precios descenderán, en línea con lo que indican los futuros al cierre estadístico. Esto es congruente con que la irrupción del *shale oil* en la industria estadounidense ha aumentado la elasticidad de la oferta a los precios. Asi, como ha sucedido en los últimos años, en la medida que los precios aumentan, la cantidad de petróleo producido mediante esta tecnología debiese subir, limitando los incrementos del precio (gráfico IV.8).

GRÁFICO IV.8
Precio petroleo WTI y diferencia entre la producción efectiva y proyectada
(porcentaje; millones de barriles diarios)



(1) Corresponde a la variación anual del precio del petróleo WTI rezagado en un trimestre. (2) Diferencia entre producción efectiva y proyectada para el año siguiente en millones de barriles diarios.

Fuente: Energy Information Administration.

Si bien es esperable que en el mediano plazo los precios caigan, en el corto plazo existen factores que podrían generar desviaciones. Por un lado, la capacidad de distribución de petróleo en EE.UU. podría provocar cuellos de botella e impactar la producción asociada al *shale oil*, generando que en el corto plazo la respuesta de la oferta a cambios en los precios sea menor que en el mediano plazo. Esto podría explicar, en parte, por qué el WTI (que se comercializa en el mercado de EE.UU.) ha tenido un aumento menor que el Brent (comercializado en mercados de Europa). Por otro lado, eventos geopolíticos en Medio Oriente —particularmente en Irán— y Venezuela podrían representar un riesgo al alza para los precios, cuyas consecuencias de mediano plazo dependerán de su desarrollo.

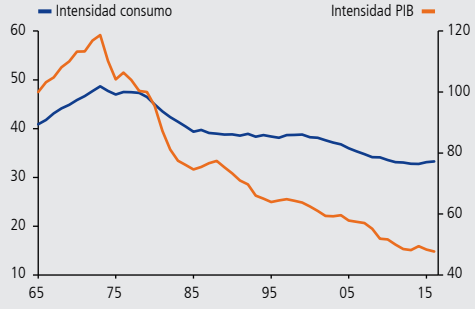
En un país importador neto, como Chile, es esperable que un incremento en el precio del petróleo disminuya la actividad y aumente la inflación. Desde un punto de vista conceptual, un aumento del precio del petróleo afecta a la economía por dos canales, el consumo y la producción. Por el primero, un aumento del precio del petróleo y, como consecuencia del costo de la energía, reduce el poder adquisitivo y, por lo tanto, por efecto

[1]/ Entre otros, ver Recuadro I.1 IPoM Marzo 2011, Recuadro IV.2 IPoM Marzo 2012, Recuadro V.1 IPoM Diciembre 2013.

ingreso reduce la demanda por todos los bienes consumidos (de manera más intensa en el consumo de energía por un efecto sustitución adicional). Por el lado de la producción, aumentan los costos marginales y se contrae la demanda por todos los factores productivos (especialmente del petróleo por efecto sustitución), contrayéndose la oferta agregada local y aumentando los precios.

La magnitud de estos efectos dependerá de qué tan sostenido sea el incremento del precio del petróleo y de las características propias de cada economía, especialmente las que se refieren a las intensidades de uso y consumo del petróleo y la capacidad de sustituirlo. En Chile, la incidencia del petróleo en la producción se ha reducido considerablemente en los últimos años, lo que acota los efectos del incremento actual. Un reporte reciente del Banco Mundial muestra que este es un fenómeno global, señalando la tendencia a la baja en la intensidad de uso y de consumo en el mundo[2]/ (gráfico IV.9). A su vez, a diferencia de eventos anteriores, el incremento del precio del petróleo podría resultar expansivo en EE.UU. dada la irrupción del *shale oil*, cambiando la respuesta de la actividad de los socios comerciales de Chile.

GRÁFICO IV.9
Intensidad de uso del petróleo (*)
(porcentaje; índice 1965=100)



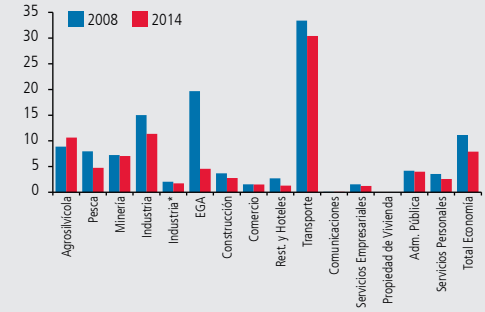
(*) La intensidad consumo se mide como el consumo de petróleo sobre el consumo del total de energía primaria. La intensidad PIB se mide como el consumo de petróleo relativo al PIB real.

Fuente: Banco Mundial (2018).

[2]/ Ver *"The 2014-16 Oil Price Collapse in Retrospect: Sources and Implications"*, Banco Mundial (2018).

En línea con lo anterior, las matrices insumo producto de la economía chilena muestran que la relevancia del petróleo y sus derivados en los costos de producción ha disminuido en los últimos diez años. De acuerdo con las matrices del 2008 y del 2014, la participación en el consumo intermedio cayó desde niveles cercanos a 11% a cerca de 8%[3]/ (gráfico IV.10). Al considerar estos costos respecto al valor bruto de producción, el porcentaje pasó de 6 a 4%.

GRÁFICO IV.10
Consumo intermedio de petróleo y sus derivados
(porcentaje del consumo intermedio total)

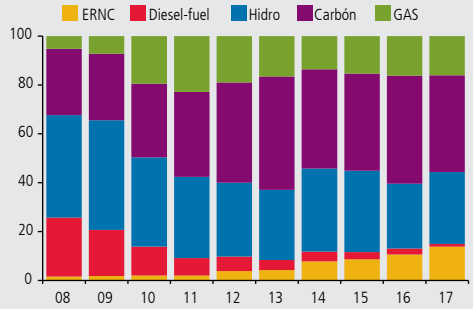


(*) Sin la actividad de elaboración de combustibles.

Fuente: MIP 2008 y 2014, Banco Central de Chile.

En los últimos años también ha bajado considerablemente la importancia del petróleo en la generación de energía eléctrica, sustituyéndose el diésel y el petróleo por otras fuentes, en particular energías renovables no convencionales (gráfico IV.11).

GRÁFICO IV.11
Matriz energética: SIC y SING
(porcentaje)



Fuente: Coordinador Electrónico Nacional.

[3]/ Si bien este ratio se calcula a través de valores nominales, la caída del ratio no se debería a una caída del precio promedio del petróleo (entre 2008 y 2014), considerando que tanto el IPC de combustibles como el WTI en pesos es mayor en el 2014 que en el 2008.

Como resultado de lo anterior, las importaciones de petróleo han disminuido como fracción de las importaciones totales. Así, en términos reales, pasaron de representar en torno a 30% en el 2003 a 10% en lo que va de esta década (gráfico IV.12).

GRÁFICO IV.12
Importación de petróleo y sus derivados
(porcentaje de las importaciones totales, promedio móvil trimestral)

Fuente: Banco Central de Chile.

Sin cambios relevantes en la ponderación de los productos energéticos en la canasta de consumo en los últimos años, los efectos en los precios relevantes para el consumidor se ven atenuados por otros mecanismos, como el MEPCO y las fórmulas de indexación asociadas a las tarifas de suministro eléctrico. Esto hace que el traspaso de un alza del precio internacional del petróleo hacia los precios locales de combustibles o las tarifas eléctricas no sea ni inmediato ni directo. En el caso de las tarifas eléctricas es menor que en años previos por la diversificación de la matriz energética. A su vez, traspasos a precios de otros productos de la canasta de consumo dependerán de la importancia del petróleo entre los costos de producción, que como se mencionó, ha disminuido en el tiempo, y en donde destaca el rol de este insumo principalmente en los servicios de transporte (gráfico IV.10).

En este contexto, es esperable que los movimientos recientes del precio del petróleo tengan un efecto en la actividad y la inflación en el mediano plazo, pero de una magnitud más acotada que en el pasado. Considerando los supuestos del escenario base, un precio del petróleo que es en promedio algo más de 10% mayor para el período 2018-2020 provoca un alza de en torno a 0,3/0,5 puntos porcentuales (pp) para la inflación a diciembre del 2018, al mismo tiempo que reduce el crecimiento de la actividad del 2019 en 0,1/0,3pp.

En definitiva, el reciente incremento del precio del petróleo es una noticia relevante para la economía chilena, pero cuyo impacto en la actividad debiese ser menor al observado en otros episodios. Esto, tanto por la menor importancia que tiene hoy el petróleo en el proceso productivo como por la mayor respuesta que se espera tenga la producción de petróleo a nivel mundial. En la inflación proyectada en el corto plazo, el efecto es algo mayor, constituyendo el factor más relevante en explicar el cambio en la inflación proyectada a diciembre de este año.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

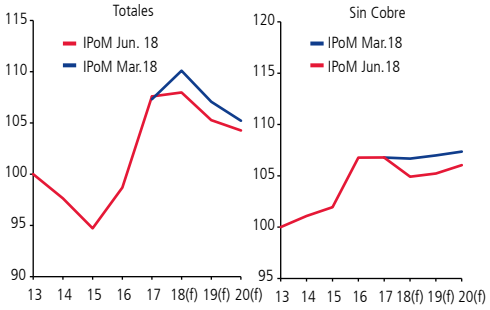
Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables para la inflación y el crecimiento. Como estas son condicionales a los supuestos del escenario base, además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

La evolución del escenario macroeconómico ha reducido los riesgos de que se retrase la convergencia de la inflación a 3%. La actividad ha ido afianzando el proceso de recuperación iniciado el año pasado, creciendo algo por sobre lo previsto en el primer trimestre del 2018, combinando un mayor dinamismo en líneas ligadas a la inversión y al consumo durable, y sorpresas probablemente transitorias en sectores de oferta. Al mismo tiempo, el mayor precio del petróleo ha aumentado las proyecciones de inflación de corto plazo y las expectativas de inflación se han mantenido alineadas con la meta en el horizonte de dos años. Con todo, la trayectoria prevista para la inflación subyacente no dista mayormente de lo considerado en marzo, previéndose que retornará gradualmente a 3% en los próximos dos años. Esto se basa en una economía que aún presenta holguras y que no las cerrará a un ritmo muy diferente al proyectado en marzo. Además, el impulso externo que recibirá la economía chilena es levemente menor al considerado en marzo, con condiciones financieras que se ajustarán más rápido —con una apreciación global del dólar e incrementos de las tasas de interés— y términos de intercambio menos favorables, principalmente por el alza del precio del petróleo. En este contexto, el Consejo ha mantenido la TPM en 2,5%, y ha anunciado que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%.

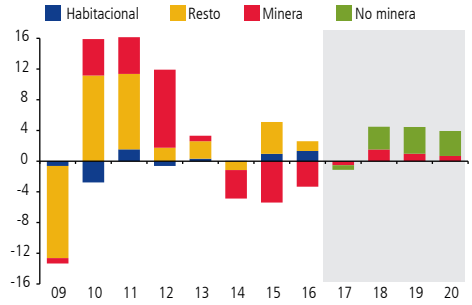
El impulso externo que recibirá la economía chilena en el escenario base es levemente menor al contemplado en el IPoM de marzo. Por el lado de la actividad, las proyecciones no tienen cambios en el agregado, salvo algunas economías específicas. Así, se sigue previendo que en el período 2018-2020 los socios comerciales crezcan por sobre su promedio de los tres años previos. En las economías desarrolladas destaca el mayor dinamismo de EE.UU. en comparación con la Eurozona y Japón. Para la primera, se prevé una expansión de 2,7% este año y de 2,3 y 1,9% los dos años siguientes. Ello, en un contexto de un mercado laboral estrecho, de elevada confianza de consumidores, planes

GRÁFICO V.1
Términos de intercambio
(Índice 2013=100)



(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.2
Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)
(puntos porcentuales)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

de inversión en sus máximos de los últimos años y un paquete de impulso fiscal importante. Para la Eurozona, se sigue previendo una expansión algo menor que la del 2017, con proyecciones que no tienen cambios respecto de lo contemplado en marzo (2% en promedio en el 2018-2020). En línea con lo previsto, en el primer trimestre esta economía se desaceleró y la mayoría de los indicadores coyunturales sigue apuntando a una expansión moderada en lo venidero. Para Japón se prevén tasas de expansión más acotadas y marginalmente menores a las proyectadas en marzo, recogiendo las cifras efectivas de lo que va corrido del año.

Las condiciones financieras internacionales siguen siendo favorables en perspectiva histórica, pero el escenario base contempla que se ajustarán más rápido. De hecho, este IPoM considera que el proceso de alzas de tasas de interés en el que está embarcado la Reserva Federal se llevará a cabo algo más rápido. Ello tomando en cuenta el estado de las holguras en esa economía, tanto por el lado del mercado laboral como por el crecimiento y la trayectoria de la inflación, en un contexto en que, además, se está inyectando un impulso fiscal relevante. El contraste con lo que acontece en la Eurozona y Japón —donde el proceso de cierre de brechas aparece más rezagado y por tanto las trayectorias de normalización de su política monetaria también—, ha llevado a movimientos del dólar, las tasas de interés y los flujos de capitales en los mercados globales. Si bien el ajuste de las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes era un escenario que se había venido previendo en varios IPoM anteriores, los eventos de los últimos meses parecen haberlo adelantado. En ese contexto, algunas economías que acumularon vulnerabilidades en el pasado —elevados déficits de cuenta corriente o fiscales— y/o que pasan por situaciones políticas o sociales complejas pueden enfrentar mayores dificultades de financiamiento (Recuadro I.1). Con todo, dado que la economía chilena no presenta desequilibrios macroeconómicos importantes, el escenario base considera que predominará el efecto positivo de la mayor expansión económica a la que responde el ajuste de las condiciones de financieras externas, sin que se contemplen ajustes disruptivos en las condiciones para Chile.

Los términos de intercambio son menos favorables en comparación con el IPoM de marzo, especialmente por la evolución reciente del precio del petróleo y sus derivados (gráfico V.1). En los últimos meses su precio se ha elevado y, de hecho, el Brent alcanzó a US$80 en algunos momentos del segundo trimestre. Aunque los futuros apuntan a una reducción del precio en adelante, considerando que parte de la menor oferta podría ser suplida por la OPEP y los productores de *shale oil* en EE.UU., el mayor punto de partida lleva a que las proyecciones del escenario base para el promedio del barril de petróleo Brent y WTI se eleven a US$70, 68 y 64 el 2018, 2019 y 2020, respectivamente. El cobre se ha mantenido en valores por sobre US$3 la libra desde el cierre del IPoM pasado y sus proyecciones para los 2018, 2019 y 2020 se mantienen prácticamente sin cambios respecto de marzo. Esto, en un contexto en que las importaciones de China del metal siguen dinámicas y los niveles de inventarios en bolsa se han reducido. Hacia el cierre estadístico de este IPoM su precio se elevó hasta cerca de US$3,30 la libra, afectado, según reportes de mercado, por la incertidumbre en torno a paralizaciones por negociaciones laborales. En el escenario base se considera que este aumento es de carácter transitorio.

Los precios de otros productos de exportación han tenido comportamientos dispares, destacando las alzas del precio del salmón y las bajas en algunas frutas específicas. Con ello, los términos de intercambio tendrán una reducción del orden de 3% en el horizonte de proyección.

En lo interno, en lo que va del año la actividad ha crecido algo por sobre lo anticipado en marzo. Si bien se preveían tasas de expansión del orden de 4% anual para el PIB en la primera parte del año —considerando la baja base de comparación que dejaron el paro en Escondida y los menores días trabajados a principios del 2017— los datos efectivos han estado por sobre las expectativas. Las principales sorpresas se dieron por un mayor dinamismo en sectores asociados a la inversión y algunos ítems del consumo durable, mejores resultados en algunos yacimientos y algunos temas puntuales en Pesca y EGA. En la medida que estos factores se diluyan, las tasas de crecimiento del segundo semestre serán menores que las de la primera mitad del año. Ello lleva a proyectar que este año el PIB crecerá entre 3,25 y 4%, lo que se compara con el rango de 3,0-4,0% considerado en marzo[1]/. Los rangos para el 2019 y el 2020 no tienen cambios respecto de lo previsto en marzo.

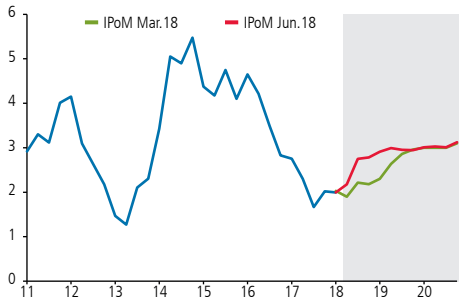
Considerando estas cifras, en promedio, la economía crecerá por sobre su potencial en el período 2018-2020, con lo que brecha de actividad se cerrará durante el horizonte de política, similar a lo previsto en el IPoM de marzo. El Consejo sigue estimando que el crecimiento potencial de la economía se ubica entre 2,5 y 3% e irá acercándose al crecimiento tendencial —entre 3 y 3,5%— en la medida que se recupere la tasa de inversión, desaparezcan restricciones de corto plazo y se asignen recursos hacia actividades más productivas.

Las proyecciones del escenario base se apoyan en que la política monetaria seguirá siendo claramente expansiva en el horizonte de proyección y que el ajuste de la inversión minera y habitacional llegará a su fin. Además, se utiliza como supuesto de trabajo que en el 2018 la economía recibirá un impulso fiscal acorde con lo contemplado en el presupuesto vigente, incluyendo los ajustes anunciados por el Gobierno. Desde ahí en adelante, se supone que el gasto seguirá la senda de consolidación gradual definida en el decreto recién emitido por la autoridad.

En cuanto a los componentes del gasto, el mayor dinamismo de los primeros meses del año en la formación bruta de capital fijo (FBCF) es clave para explicar el ajuste en el rango de crecimiento del PIB en el 2018. La actualización de la información que permite construir una descomposición sectorial de la inversión da cuenta que luego de cuatro años de contracción, el ajuste del ciclo de inversión minera habría concluido a fines del 2017 (gráfico V.2). En particular, hacia fines de ese año habría comenzado un proceso de recuperación ligado principalmente a proyectos emprendidos por Codelco, lo que, de acuerdo con información parcial, ha continuado este año. Por el contrario, ni los catastros de proyectos de inversión ni la información recopilada en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) da cuenta de una aceleración evidente de la minería privada. Por el lado de la inversión habitacional, la nueva información

[1]/ En este IPoM corresponde ajustar el rango de proyección de crecimiento para el año en curso desde un punto porcentual a 0,75 puntos porcentuales. Recuadro V.1, IPoM marzo 2016.

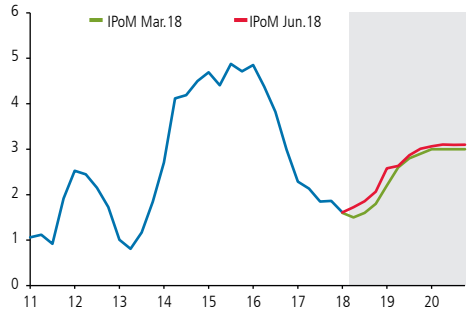
GRÁFICO V.3
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



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

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

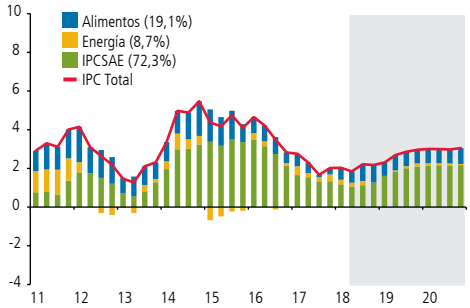
GRÁFICO V.4
Proyección de inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



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

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

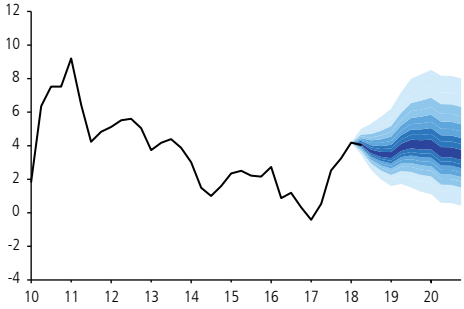
GRÁFICO V.5
Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



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

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

GRÁFICO V.6
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la actividad que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que en el corto plazo la TPM tendrá una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre de este IPoM. Para el mediano plazo, el Consejo sigue estimando que la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral hacia el 2020, el que considera se ubica entre 4 y 4,5%.

Fuentes: Banco Central de Chile.

apunta a que el ciclo originado por los cambios tributarios fue más marcado. En el 2016 —año en que se sintió con mayor fuerza el impulso dado por las ventas de viviendas sin IVA—, la inversión del sector creció 8,9% anual, mientras que en el 2017 presentó una contracción mayor a la antes considerada. Hacia adelante, la corrección a la baja de la inversión en construcción prevista para el 2018 en el Catastro de la CBC, la estabilidad de las ventas de viviendas y niveles de stock de vivienda que en el agregado siguen elevados, llevan a proyectar una estabilización en el ciclo de inversión del sector. En cuanto a la inversión productiva, la mayoría de los entrevistados en el marco del IPN señala que solo prevén un repunte más notorio hacia fines de año. En términos de los componentes de la inversión, tendrá especial preponderancia la inversión en maquinaria y equipos, cuyo mayor crecimiento es explicado por la necesaria reposición después de varios años de crecimiento acotado. Para el 2019 y el 2020, las proyecciones de crecimiento de la FBCF tienen cambios muy menores. Con ello, en el 2018 la FBCF como porcentaje del PIB será de 21,7 y 21,6% en términos reales y nominales, respectivamente, para luego subir marginalmente en los años posteriores.

Por el lado del consumo, los ajustes en las proyecciones de este año recogen un mayor dinamismo en el consumo de bienes durables y algunos servicios, con lo que el consumo privado se expandirá marginalmente más que lo previsto en marzo. Sin embargo, hacia adelante, el estado del mercado laboral —uno de sus principales determinantes— lleva a moderar este mayor dinamismo. La nula creación de empleo asalariado privado y una tasa de crecimiento de los salarios que es menor a sus promedios históricos, junto con la proyección de inflación algo superior, llevan a una corrección a la baja de la masa salarial real a 4% en promedio en el horizonte de proyección (4,5% en marzo), acotando la expansión del consumo.

En el escenario base, la cuenta corriente será más deficitaria que lo previsto en marzo a lo largo de todo el horizonte de proyección, dando cuenta principalmente del deterioro de los términos de intercambio y su impacto en las importaciones de petróleo. A precios de tendencia[2]/ el déficit de la cuenta corriente se ubicará en valores en torno a 3,5% del PIB.

El panorama general para las presiones inflacionarias subyacentes no reviste mayores cambios en comparación con lo considerado en marzo. La variación anual del IPC total llegará más prontamente a 3% como consecuencia del mayor precio internacional del petróleo, a lo que se suman los de algunos alimentos (gráficos V.3, V.4 y V.5). El efecto de la mayor depreciación cambiaria respecto de lo previsto en marzo en los precios de los importados se contrarresta en parte por el impacto que el menor crecimiento de los salarios tendrá sobre la inflación de servicios. Hacia adelante, el escenario base supone que el tipo de cambio real volverá a valores en torno a sus promedios de los últimos quince a veinte años en el transcurso del horizonte de proyección, en esta ocasión

[2]/ 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).

el segundo trimestre del 2020. En el escenario base, el IPC llegará a 3% en la primera mitad del 2019, impulsado por su componente más volátil, para luego fluctuar en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección. De cualquier modo, se debe tener presente que es posible que en algunos meses del 2018 la inflación anual del IPC se ubique temporalmente en 3% o algo por sobre ese valor. En particular, en los próximos meses se verificarán temas puntuales en varios componentes de la inflación, que tendrán efectos relevantes especialmente en junio y septiembre. Entre los principales, el de alimentos se verá afectado por las bajas bases de comparación que dejó el inusual comportamiento de algunos de ellos en igual período del 2017. Con esto, no es de extrañar que la variación anual del IPC e IPCSAE tenga incrementos marcados en algunos meses que no respondan a cambios en la tendencia inflacionaria. El IPCSAE seguirá bajo o en torno a 2% en lo que queda del año y solo se aproximará a 3% hacia fines del 2019, siguiendo así una trayectoria muy similar a la contemplada en marzo.

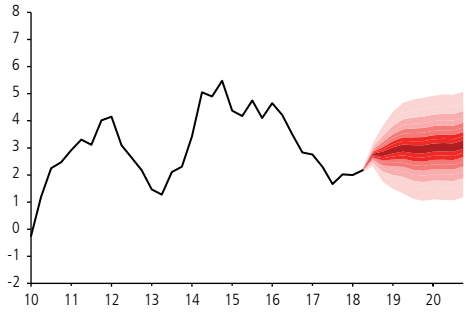
La dinámica prevista para la inflación es coherente con información cualitativa recogida en el marco del IPN, donde los entrevistados señalan pocas posibilidades de subir precios en lo próximo. Ello, por la aún elevada competencia y porque los esfuerzos de las empresas para recuperar márgenes se han enfocado en políticas de reducción de costos, más que en alzas de precios. Además, la trayectoria prevista para la inflación se condice con una economía que, más allá de los datos recientes, cerrará sus holguras de capacidad en el curso de los próximos dos años. Por ello, el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%. Como supuesto de trabajo para la TPM, en el corto plazo se considera una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre de este IPoM. Para el mediano plazo, el Consejo sigue estimando que la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral hacia el 2020, el que considera se ubica entre 4 y 4,5%.

ESCENARIOS DE RIESGOS

Como siempre, la implementación de la política monetaria y eventuales ajustes en la TPM serán contingentes a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación (gráficos V.6, V.7 y V.8).

Al igual que en marzo, desde el punto de vista de su incidencia en la actividad local, el balance de riesgos del escenario externo se encuentra sesgado a la baja. El principal riesgo en este frente sigue siendo un deterioro abrupto de las condiciones financieras externas, sobre todo en un contexto en que los mercados parecen estar más reactivos a las noticias negativas. Lo que ocurra con la economía estadounidense es relevante en este ámbito, en particular porque de darse un aumento más marcado de las presiones inflacionarias podría requerir un alza abrupta de la tasa de fondos federales. Tampoco es descartable que en un ambiente de menor apetito por riesgo, noticias de distinto signo generen un aumento de la volatilidad. También persisten los riesgos por las medidas en materia de política comercial impulsadas por EE.UU.,

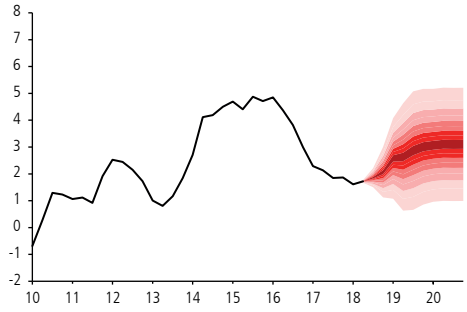
GRÁFICO V.7
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que en el corto plazo la TPM tendrá una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre de este IPoM. Para el mediano plazo, el Consejo sigue estimando que la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral hacia el 2020, el que considera se ubica entre 4 y 4,5%.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.8
Proyección de inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo considera como supuesto de trabajo que en el corto plazo la TPM tendrá una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre de este IPoM. Para el mediano plazo, el Consejo sigue estimando que la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral hacia el 2020, el que considera se ubica entre 4 y 4,5%.

Fuente: Banco Central de Chile.

considerando las renovadas tensiones con sus principales socios comerciales. Asimismo, China sigue siendo una fuente de riesgos, pues aún le falta por resolver desequilibrios en varios de sus mercados. Se suma a estos riesgos la evolución del precio del petróleo. Si este aumenta o se mantiene en niveles similares por un tiempo superior al previsto, podrían verse mayores efectos sobre la inflación y el crecimiento global.

El sesgo y probabilidad de los escenarios de riesgo externo refuerza la necesidad de mantener fundamentos macroeconómicos sólidos, en particular para una economía pequeña y abierta como la chilena. De hecho, los eventos del último tiempo han tenido mayores impactos en países con mayor endeudamiento, déficit fiscal y/o de cuenta corriente.

En lo interno, el Consejo estima que los riesgos para la actividad están sesgados al alza. Los datos de los últimos meses han sido superiores a lo esperado y no es descartable un escenario en que persista este mayor dinamismo. En particular, si la inversión muestra cifras mejores que las proyectadas. Matiza algo este riesgo la posibilidad que el mercado laboral, y en particular el empleo asalariado privado, demore más que lo previsto en responder al mayor crecimiento.

Respecto de la inflación, el Consejo estima que los riesgos están balanceados. Los riesgos a la baja para su convergencia a 3% se han atenuado. No obstante, se proyecta que la inflación subyacente seguirá en niveles bajo 2% por un tiempo más, acorde con que los determinantes de la convergencia de la inflación a 3% en el mediano plazo son similares a los delineados en marzo. En este contexto, el Consejo considera que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3%. De esta manera, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

GLOSARIO

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

Brecha de actividad: Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores 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 *World Economic Outlook* (WEO, abril 2018). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2018-2020 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 3,6% para el período indicado.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, abril 2018). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 2% 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.

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

Emerging Markets Bonds Index (EMBI): Es un indicador de riesgo soberano, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países emergentes, y los bonos del Tesoro de EE.UU., que se consideran "libres" de riesgo.

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

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

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

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

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

IVUM: Índices de precios de importaciones.

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

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

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

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

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

BIS: Bank for International Settlements

CCNN: Cuentas Nacionales

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

ICMO: Índice de Costo de la Mano de Obra

IIF: The Institute of International Finance

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía

IPN: Informe de Percepciones de Negocios

IPEC: Índice de Percepción Económica

IPSA: Índice de Precio Selectivo de Acciones

IR: Índice de Remuneraciones

MSCI: Morgan Stanley Capital Internacional

SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alfaro, L., G. Asis, A. Chari y U. Panizza. 2017. "Lessons unlearned? Corporate debt in emerging markets." National Bureau of Economic Research. No. w23407.
- Ananchotikul N. y M.L. Zhang. 2014. "Portfolio Flows, Global Risk Aversion and Asset Prices in Emerging Markets." International Monetary Fund. No. 14-156.
- Bowman, D., J.M. Londono y H. Sapriza. 2015. "US unconventional monetary policy and transmission to emerging market economies." Journal of International Money and Finance, vol. 55, pp.27-59.
- Barclays Capital. 2018. Global Economics Weekly. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2018. Informe de Percepciones de Negocios. Mayo.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Primer Semestre 2018.
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Dedola, L., G. Rivolta y L. Stracca. 2017. "If the Fed sneezes, who catches a cold?" Journal of International Economics, vol. 108, pp. S23-S41.
- Fondo Monetario Internacional. 2018. World Economic Outlook. Abril.
- Georgiadis, G. 2016. "Determinants of global spillovers from US monetary policy." Journal of International Money and Finance. vol. 67, pp. 41-61.
- JP Morgan Chase. 2018. Global Data Watch. Varios números.
- Obstfeld M., J. D. Ostry y M. Qureshi. 2018. "Global Financial Cycles and the Exchange Rate Regime: A Perspective from Emerging Markets." CEPR Discussion Papers. No. 12696.
- Saravia, D. 2018. "The Effects of US Conventional and Unconventional Monetary Policy on Capital Flows: The Role of Fundamentals." Banco Central de Chile. Mimeo.
- Stocker M., Baffes J., Y. Modeste Some, Vorisek D., Wheeler C. M. "The 2014-16 Oil Price Collapse in Retrospect". Banco Mundial, working paper, No8419. En: http://documents.worldbank.org/curated/en/211351524855152792/pdf/WPS8419.pdf

Alejandro Zurbuchen S.
REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

JUNIO 2018

ISSN: 0716-2219
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-22670 2000
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.°17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2018