



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

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
1 de abril de 2019

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

Introducción

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

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

En dicha Reunión, decidimos por unanimidad mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3 por ciento. Al mismo tiempo señalamos que, acorde con el menor nivel de la inflación, y sus perspectivas, se requeriría mantener el estímulo monetario por un tiempo más prolongado, haciendo una pausa en el proceso de normalización de la TPM que se inició en octubre pasado. En la medida que la economía siga por la senda prevista, dicho proceso deberá reanudarse hacia el mediano plazo para asegurar la convergencia de la inflación en el horizonte de política.

Esta decisión es coherente con el análisis y escenario base de proyección que les presentaré ahora. En particular, este considera que la economía registró un saludable crecimiento en 2018, liderado por la inversión, impulso que se prevé que se mantenga en 2019. En lo externo, el crecimiento en las principales economías ha mostrado una desaceleración por sobre la prevista, lo que ha llevado a sus autoridades a implementar mayores estímulos económicos.

La principal diferencia respecto del escenario base de diciembre se ha dado en la inflación local. Medida por el IPC de referencia calculado por el INE en base a la nueva canasta y metodología, la variación anual del IPC se ubica significativamente por debajo de lo previsto. Esta diferencia entre la inflación proyectada y efectiva se da en un contexto en que la actividad y la demanda han estado en línea con lo anticipado, lo que en este Informe se explica por un traspaso de la depreciación del peso menor a lo esperado, factores de oferta en algunos mercados y holguras de capacidad mayores a las que se habían estimado hasta ahora. Dichas holguras no se originan en una mayor debilidad de la demanda, sino en el efecto sobre la fuerza de trabajo de la fuerte inmigración que ha recibido el país, asunto

que el Banco ya ha venido destacando en sus presentaciones ante esta Comisión desde hace algunos trimestres.

En este contexto, nuestras proyecciones arrojan que la convergencia de la inflación a la meta de 3 por ciento se dará casi un año más tarde que lo proyectado en diciembre. Esto otorga espacio para que el retiro del estímulo monetario sea más pausado que lo anteriormente comunicado por el Consejo.

Este escenario se da en un contexto de mayor incertidumbre en el ámbito externo, donde los mercados financieros globales siguen muy susceptibles y no pueden descartarse escenarios más negativos. Por lo mismo, aunque creemos que la evolución de las condiciones macroeconómicas hará necesaria la reducción del estímulo monetario y que el impulso externo enfrentado por la economía chilena no ha registrado cambios significativos, seguiremos implementando este proceso con particular cautela.

Permítanme ahora pasar a darles más detalles de nuestra evaluación del escenario macroeconómico, sus perspectivas e implicancias para la política monetaria.

Evolución reciente de la inflación

Como es sabido, a partir de enero, el INE actualizó la canasta y la metodología de medición del IPC, dando origen a una nueva serie de IPC con base 2018=100, en reemplazo de la anterior, con base 2013. El nuevo IPC utiliza una canasta de productos que responde a los actuales patrones de consumo de la población, los que fueron registrados en la Encuesta de Presupuestos Familiares de 2017, e incorpora una serie de mejoras metodológicas en la recolección de algunos precios. Esto hace que el nuevo IPC sea, indudablemente, un indicador más preciso de la inflación actual. En la introducción de la nueva serie, el INE ha aplicado los mismos procedimientos que en las últimas dos actualizaciones —en 2009 y 2014—. Así, para efectos analíticos, ha generado una serie de referencia, que corresponde al nivel del IPC calculado con la nueva metodología para los meses de enero a diciembre de 2018. Esto permite calcular el promedio de precios que establece la base del indicador y calcular variaciones en doce meses, desde enero de 2019 en adelante. Al mismo tiempo, se mantiene como índice oficial la serie empalmada con el IPC con base 2013, la que se aplica para todos los efectos legales y contractuales, incluido el cálculo de la UF.

En su análisis sobre el comportamiento de la inflación, el Banco Central utiliza, al igual que en los cambios anteriores, la serie de referencia. Ello, porque, por las razones recién

expuestas, el nuevo IPC es un mejor termómetro de la evolución de las presiones inflacionarias y porque, dado que será la medida que regirá en los próximos años, la información de su comportamiento pasado es más útil para proyectar su evolución futura.

Al hacerlo, se revela una diferencia importante respecto de lo estimado hasta diciembre. Así, mientras con el indicador en base 2013=100 el IPC acumuló una variación de 2,1 por ciento entre febrero y diciembre (once meses), con la nueva canasta y metodología — 2018=100— sumó 1,7 por ciento. En el caso del IPCSAE —índice que excluye alimentos y energía— las cifras correspondientes fueron de 2 y 1,5 por ciento, respectivamente. Con esto, a febrero la variación anual del IPC y el IPCSAE se ubicaron en 1,7 y 2 por ciento anual, respectivamente (gráfico 1). Comparado con la variación del IPCSAE proyectada para esta fecha en el IPoM de diciembre, se observa que su valor actual es del orden de 80 puntos base menor.

Más allá de las razones metodológicas que explican los cambios en las cifras que arroja el nuevo IPC, es importante entender los fundamentos macroeconómicos de la menor inflación efectiva. Nuestro análisis identifica tres factores fundamentales. En primer lugar, se observan diferencias en el componente de bienes del IPCSAE, que indican un menor traspaso a precios locales de la depreciación del peso que se extendió durante 2018. Ello se explicaría porque en este período la variación de la paridad peso/dólar respondió a un movimiento del valor global del dólar, a diferencia de variaciones previas de la paridad — como en 2017— surgidas en respuesta a *shocks* idiosincráticos a Chile (gráfico 2). La diferencia en el coeficiente de traspaso de variaciones cambiarias a la inflación según el origen de las primeras fue ampliamente documentada en uno de los cuadros del IPoM de marzo de 2018 y la vemos hoy reflejada en el comportamiento reciente de la inflación.

En segundo lugar, también se aprecian diferencias que podrían estar más ligadas a factores de oferta en algunos mercados de productos y servicios. Un ejemplo es la mayor competencia en la industria automotriz, así como la irrupción de las alternativas *low cost* en el transporte aéreo de pasajeros, lo que se ha reflejado en el comportamiento del IPCSAE de servicios. Lo mismo ocurre con la mayor competencia en la oferta de paquetes de telecomunicaciones y servicios de telefonía móvil. Algunos de estos fenómenos han sido capturados por el nuevo IPC gracias a algunas de sus mejoras metodológicas (gráfico 3).

En tercer lugar, el mercado laboral presenta un mayor grado de holguras, producto de la importante inmigración de los últimos años. En diciembre pasado, el INE publicó las nuevas Proyecciones de Población que utilizan información del Censo 2017, las que ratificaron el

significativo aumento de la población inmigrante a partir de 2015. De acuerdo con estas cifras, entre 2015 y 2019 ingresaron del orden de 865 mil personas al país, lo que también tiene un efecto relevante en el nivel de la población (gráfico 4). Como reportamos ante esta Comisión en diciembre, un fenómeno migratorio de estas magnitudes tiene un impacto relevante sobre la fuerza laboral. Ello se potencia con el hecho que la población inmigrante tiene una tasa de participación en la fuerza laboral del orden de 80 por ciento según el Censo 2017, cifra mayor a la de la población chilena, que es algo superior a 60 por ciento en esa medición.

Tal como lo señalamos en un recuadro del IPoM de diciembre de 2018, los efectos de la inmigración se manifiestan mediante canales de oferta y demanda que en conjunto generan un efecto expansivo sobre el producto y tienen un impacto inflacionario acotado. Por un lado, el aumento de la población trae consigo una mayor demanda agregada por bienes y servicios de consumo, presionando la inflación al alza. Pero, por otro, la inmigración expande la oferta de trabajo, lo que modera los aumentos salariales y reduce los costos marginales de las empresas, presionando a la baja la inflación. Durante el período en que la economía se ajusta para absorber el aumento de la población, no es claro si predominará el canal de la mayor demanda agregada o el de la mayor oferta de trabajo. Esto dependerá de la propensión al ahorro de la población inmigrante (considerando el envío de remesas), la disposición a trabajar a distintos niveles salariales y la velocidad de ajuste del stock de capital para responder a la mayor escala de la economía. La información de los últimos meses, con una actividad en línea con lo previsto, una inflación menor que la esperada y salarios nominales que se han desacelerado durante 2018, sugiere que hasta ahora ha predominado el efecto expansivo sobre la oferta de trabajo.

De esta manera, es posible identificar algunos fenómenos económicos recientes que permiten comprender analíticamente los fundamentos de la menor inflación. Algunos de estos fenómenos —como la inmigración y las diferencias en el *pass through* cambiario— habían sido señalizados por el Banco Central en Informes anteriores, pero su traducción efectiva en menor inflación solo se vino a manifestar con el cálculo del nuevo IPC.

Evolución reciente de la actividad

Respecto de la actividad, los datos de los últimos meses confirmaron que la economía recuperó su dinamismo tras la pausa del tercer trimestre de 2018. Como lo reportamos en diciembre, en ese trimestre la actividad tuvo una desaceleración que fue superior a la

esperada, entre otros factores por un efecto significativamente mayor a lo previsto de la combinación de días feriados de septiembre.

Los datos del cuarto trimestre, confirmaron la transitoriedad de ese efecto, con lo que el PIB total cerró el año con un crecimiento de 4 por ciento, cifra que fue de 3,9 por ciento para el PIB no minero. Por el lado de la demanda, sigue destacando el mayor dinamismo de la inversión —especialmente de maquinaria y equipos— que se acentuó en el transcurso del año. El consumo habitual —bienes no durables y servicios— continuó expandiéndose a tasas acordes con el crecimiento del PIB, mientras que el consumo durable redujo de forma importante sus tasas de expansión, fundamentalmente por la normalización del volumen de ventas del sector automotriz (gráfico 5).

Respecto de 2019, los datos parciales de actividad del primer trimestre muestran variaciones anuales de la actividad inferiores a las de fines del año pasado. En ello se mezclan una base de comparación más elevada y, especialmente, un débil desempeño del sector minero (gráfico 6). Esto último se acentuó en febrero como producto de la paralización de faenas en zonas afectadas por el intenso invierno altiplánico, como lo indica el Índice de Producción Industrial del INE, que para este sector registra una caída de 9,4 por ciento en ese mes. Diversos antecedentes sugieren que el menor crecimiento al inicio del año sería un fenómeno más bien acotado.

En cuanto a los determinantes de la demanda, resalta que el costo del crédito sigue siendo favorable en perspectiva histórica y sus condiciones de otorgamiento y de demanda han mejorado en los últimos trimestres. En materia de expectativas, se aprecian señales mixtas. Así, mientras las de consumidores —medidas por el IPEC— muestran un retroceso respecto de fines de año, las de empresas —medidas por el IMCE— señalan una mejoría en el mismo lapso, destacando el avance del sector construcción. En el mercado laboral, la tasa de desempleo nacional se ha mantenido en torno a 7 por ciento.

Por el lado de la inversión, el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) ratificó el importante incremento de los proyectos en ejecución que se verificó a fines de 2018. Incluso, corrigió al alza las perspectivas para este y los próximos dos años, con especial énfasis en 2020, siendo la inversión en proyectos mineros la que continúa generando el mayor aporte en el catastro. Las existencias tuvieron un aumento importante a lo largo del año, pasando su variación acumulada desde 0,5 a 1,3 por ciento del PIB entre 2017 y 2018, concentrada en buena medida en el sector exportador y la importación de maquinarias y equipos.

Las exportaciones chilenas tuvieron un buen desempeño durante 2018, reflejando en parte un aumento de volúmenes exportados en la generalidad de los sectores económicos. Destacó el comportamiento de los envíos industriales, que alcanzaron su mayor crecimiento nominal desde 2011, respaldado además por precios internacionales que evolucionaron favorablemente a lo largo del año para buena parte de estos productos (gráfico 7)

Escenario internacional

En el ámbito externo, en los últimos meses se ha producido una desaceleración más marcada del crecimiento en las principales economías. Los datos han sido especialmente débiles en la Eurozona, con un significativo ajuste del comercio dentro y fuera de la región en el cuarto trimestre de 2018. En China, el crecimiento pasó de 6,8 por ciento el primer trimestre a 6,4 por ciento en el último. Además, las preocupaciones respecto de la intensidad que podría alcanzar esa desaceleración global de la actividad se han exacerbado. Distintos datos de actividad de corto plazo se han ubicado por debajo de lo previsto por el mercado: se han deteriorado las perspectivas de las firmas en el sector manufacturero (PMI), se ha desacelerado o incluso contraído la producción industrial en varias economías y ha decaído el comercio internacional (gráfico 8).

La preocupación por el debilitamiento del desempeño económico, junto con menores presiones inflacionarias y alta volatilidad financiera, llevó a un incremento de los estímulos monetarios y/o fiscales en varios países. En el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal tuvo un giro considerable en la orientación de su política monetaria, mostrándose abierta a mantener su expansividad por más tiempo, en contraste con las señales más restrictivas que se habían dado hasta el tercer trimestre. Ello dio paso a un descenso significativo de las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. que incluso se han traducido en una inversión de la curva de rendimiento de ese país (gráfico 9). Por su parte, el Banco Central Europeo postergó el inicio de la normalización monetaria y anunció nuevas iniciativas de provisión de liquidez. En China, las autoridades han anunciado nuevas medidas de estímulo fiscal y monetario, que se suman a las que se fueron adoptando en el curso de 2018.

No obstante, los mercados financieros globales siguen susceptibles a noticias potencialmente negativas, como lo reflejan las tensiones de fines de 2018 y las ocurridas al cierre estadístico de este IPoM. Así, se han observado vaivenes en el apetito por riesgo, los flujos de capitales y las monedas emergentes. El tipo de cambio en Chile también ha experimentado volatilidad. Considerando el promedio de los diez días previos al cierre

estadístico, el tipo de cambio real (TCR) está algo por debajo de sus promedios de los últimos quince y veinte años. Como supuesto de trabajo, en el escenario base se prevé que el TCR volverá a esos niveles durante el horizonte de proyección.

El escenario base del IPoM contempla que durante 2019 y 2020 la economía mundial crecerá 3,3 y 3,2 por ciento, respectivamente, cifras inferiores al promedio de 3,7 por ciento de los dos años previos y a la proyección incluida en el escenario base del IPoM de diciembre (3,5 y 3,3 por ciento, respectivamente). Los socios comerciales de Chile tendrán las mismas tasas de expansión en ese lapso (3,6 por ciento en 2017-2018). Estas proyecciones consideran que EE.UU. crecerá a tasas más cercanas a 2 por ciento, con lo que se aproximará gradualmente al crecimiento de tendencia. En el caso de China, se proyecta que crecerá 6,1 por ciento este año y 6 por ciento en 2020, cifras inferiores a las de años previos y coherentes con el proceso de convergencia a tasas de expansión menores una vez que la economía va adquiriendo mayor tamaño. Estas proyecciones son algo inferiores a las que se observan en las contrapartes habituales. En particular, en marzo la OCDE señaló que prevé expansiones del crecimiento mundial de 3,3 y 3,4 por ciento para 2019 y 2020, cifras idénticas a la última publicación de Consensus Forecasts y algo menores a las proyecciones publicadas por el FMI en enero (gráfico 10).

Respecto de los términos de intercambio, la mayoría de las materias primas tuvo un aumento de sus precios desde el IPoM de diciembre. En el escenario base, se suponen precios para el cobre y el petróleo algo superiores a los previstos en diciembre. Para el primero, se proyectan precios de 2,9 dólares la libra para este año y los dos siguientes. Esto se compara con precios entre 2,85 y 2,80 dólares la libra que suponíamos en diciembre para 2019 y 2020, respectivamente. En el caso del petróleo se prevén precios promedio entre el Brent y el WTI de 62 dólares el barril para 2019 y 2020 (59 dólares para ambos años, en diciembre) y de 60 dólares para 2021. Con esto, y las revisiones de las cifras históricas, los términos de intercambio tendrán este año un incremento superior al esperado en diciembre, pero en términos de niveles, estos serán similares (gráfico 11).

Proyecciones 2019 – 2021

En nuestro escenario base de proyección, el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años será menor al de los dos años previos. No obstante, este seguirá siendo positivo, combinando el ajuste a la baja del crecimiento mundial y condiciones financieras algo más favorables que las previstas en diciembre. Internamente, la evolución reciente de la demanda y las perspectivas para el consumo y la inversión siguen

indicando que la economía continuará reduciendo las holguras de capacidad en los trimestres venideros.

En lo que respecta a la magnitud de estas holguras, sin embargo, la combinación de un menor nivel efectivo de inflación y un crecimiento robusto del PIB no minero apunta a que serían mayores a las estimadas previamente, lo que, como se ha indicado, es coherente con la expansión de la fuerza de trabajo producto del fuerte flujo inmigratorio, entre otros factores. Para reducir la incertidumbre respecto del valor de este y otros parámetros estructurales necesarios para la calibración de la política monetaria, el Consejo ha resuelto actualizar estas estimaciones en el IPoM de junio.

Actividad

En nuestro escenario base prevemos que la economía chilena crecerá entre 3 y 4 por ciento en 2019. Este rango es algo inferior al proyectado en diciembre (3,25 y 4,25 por ciento), debido a un desempeño de sector minero menor al esperado previamente, lo que, como ya comenté hace unos momentos, es claramente apreciable en las cifras de comienzos de año. Para 2020, proyectamos que la economía crecerá entre 3 y 4 por ciento, algo por sobre lo previsto en diciembre. Por último, en este IPoM presentamos la primera proyección para el crecimiento del año 2021, la que se ubica en un rango entre 2,75 y 3,75 por ciento.

En el gasto, seguimos anticipando que la inversión será su componente más dinámico, con un crecimiento anual superior a 6 por ciento en 2019. Para 2020 y 2021, su expansión se reducirá a valores en torno a 4 por ciento. El consumo seguirá creciendo a tasas acordes con el PIB. En el ámbito fiscal, como supuesto de trabajo, se asume que en 2019 la economía recibirá un impulso coherente con el presupuesto aprobado. Desde ahí en adelante, se supone que el déficit estructural seguirá la senda de descenso gradual definida por la autoridad (tabla 1).

Inflación

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

finalizará 2019 en 2,4 por ciento y se ubicará en torno a 3 por ciento en la segunda mitad del próximo año (gráfico 12).

Política Monetaria

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

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

Escenarios de riesgo

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

En lo externo, pese a haberse ido incorporando menores perspectivas de crecimiento, el balance de riesgo continúa sesgado a la baja. El principal riesgo sigue siendo una reversión abrupta de las condiciones financieras para las economías emergentes, lo que podría gatillarse por diversos motivos, incluyendo una desaceleración más abrupta y generalizada del crecimiento mundial o una evolución negativa en los diversos focos de tensión geopolítica que han persistido en el último tiempo. Si bien en un escenario de este tipo los principales bancos centrales probablemente aumentarían la expansividad de sus políticas monetarias, también podría observarse un menor apetito por riesgo y descensos en los precios de las materias primas que más que compensen esas menores tasas de interés.

En lo interno, se estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación se encuentra equilibrado. Primero, es posible que la fuerte inmigración de los

últimos años tenga un efecto mayor sobre el crecimiento y la inflación. Como ya señalé, si bien en el mediano plazo se espera que la inmigración tenga un efecto expansivo sobre el producto y tenga un impacto inflacionario acotado, en el proceso de ajuste, no es claro cómo interactúan los canales de oferta y demanda y cuál de ellos predominará. Segundo, del lado de la actividad, es posible que la inversión logre un dinamismo aún mayor en la medida que sigan activándose proyectos de mayor envergadura, pero también puede ocurrir que los mayores riesgos externos induzcan un comportamiento más conservador de empresarios y consumidores. Tercero, la evolución prevista de la inflación también podría verse afectada si el traspaso de la depreciación del peso del último año vuelve a magnitudes más cercanas al promedio antes de lo esperado y eleva la inflación de bienes del IPCSAE. Por último, no puede descartarse un agotamiento algo más rápido de los efectos por una vez derivado de los *shocks* de oferta sectoriales, en particular de la mayor competencia en algunos sectores.

Palabras finales

El escenario económico mundial presenta desafíos importantes para Chile. Desde hace ya dos años que se vienen desarrollando eventos que han agregado incertidumbre a las perspectivas para el crecimiento mundial, como el conflicto comercial entre Estados Unidos y China o la resolución del Brexit. Así, hemos visto diversos episodios en los que los mercados globales se han tensionado, generando condiciones menos favorables para el mundo emergente. El más reciente de estos eventos está aún en desarrollo, presionando a las economías que se perciben con fundamentos macroeconómicos más débiles.

Chile, por ser una economía pequeña e integrada comercial y financieramente al mundo no ha estado ajena a estas tensiones. Como acabo de presentarles, el impulso externo que recibiremos en los próximos dos años será menor al que recibimos en los dos años previos. Asimismo, como lo hemos planteado desde hace varios Informes, creemos que el balance de riesgos externos está sesgado a la baja.

Sin embargo, también se debe ser claro que este escenario externo encuentra a la economía chilena en buen pie. La economía ha crecido a tasas bastante superiores a las de años previos, la inversión es el componente más dinámico del gasto y el país ha ido absorbiendo un significativo aumento de la fuerza laboral sin que se aprecie un aumento del desempleo, mientras los salarios siguen creciendo. El menor nivel actual de la inflación y sus implicancias para la convergencia a dos años plazo, no solo permite adecuar el ritmo de normalización de la política monetaria, sino que otorga espacio para monitorear y analizar la evolución de

las condiciones externas sin la presión de un ajuste inminente de la tasa. A ello se agrega el tradicional efecto amortiguador de la flotación cambiaria y un mercado interno de capitales profundo.

En suma, la política monetaria se encuentra hoy en una posición expansiva, con una TPM que se ha mantenido baja durante largo tiempo. Si bien en nuestro escenario base creemos que sigue siendo necesario que esta aumente durante los próximos dos años, también hemos sido claros respecto de la conveniencia de realizar una pausa en los próximos meses.

Desde que se inició el proceso de normalización de la política monetaria hemos señalado que conduciríamos dicho proceso con gradualidad y cautela, asegurando que la economía pudiera adecuarse a un menor estímulo monetario y estando atentos a cambios en las condiciones macroeconómicas que hicieran aconsejable ajustar el ritmo del proceso. Los giros recientes en la economía internacional y la nueva medición de la inflación que surge de la actualización del IPC corresponden a esta categoría de cambios. Fiel a su compromiso, el Banco ha examinado a fondo estos desarrollos, los ha incorporado a sus proyecciones y ha concluido en la necesidad de realizar un ajuste a la trayectoria prevista de la política monetaria. Así, hemos postergado la continuación del proceso de normalización por algunos trimestres, de modo de permitir que la inflación retome una senda de convergencia.

Del mismo modo, frente a la incertidumbre respecto del valor de los parámetros estructurales en que se apoya la política monetaria luego de cambios relevantes en la economía, hemos decidido realizar una actualización en el IPoM de junio, lo que nos permitirá calibrar su trayectoria futura.

Estas acciones expresan el compromiso del Banco con su misión institucional, así como su vocación de actuar en base a evidencia sólida y un análisis riguroso de los antecedentes. De este modo, reflejamos nuestro propósito de ser una institución en la que la ciudadanía puede confiar el resguardo de la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, como determinantes fundamentales de su bienestar.

Muchas gracias

Gráfico 1

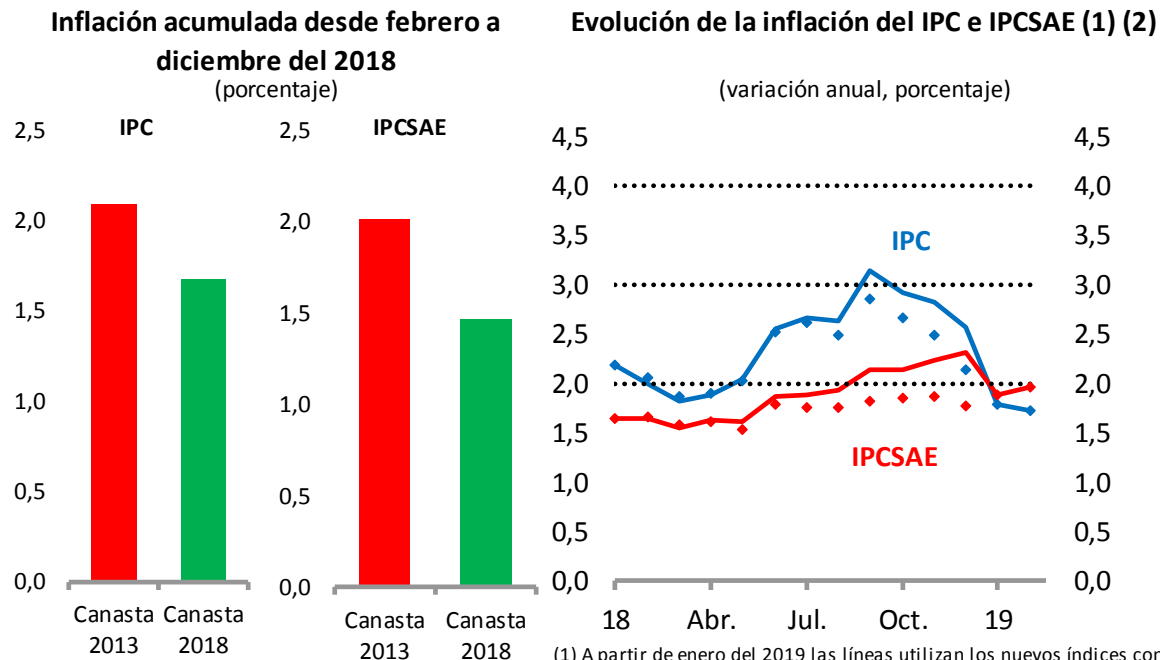


Gráfico 2

Tipo de cambio y bienes SAE

(variación anual, porcentaje)

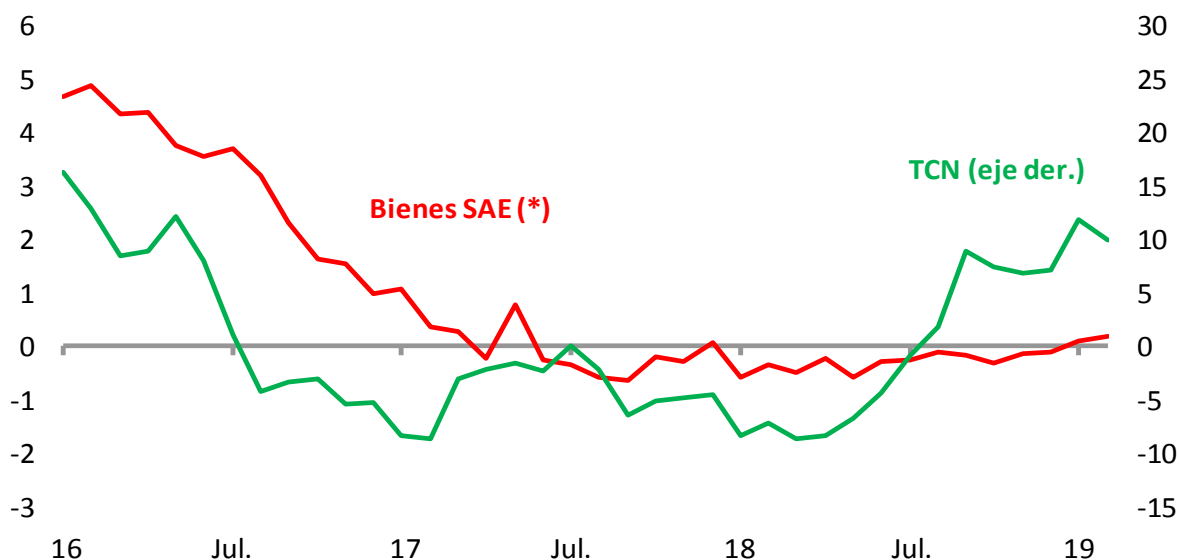
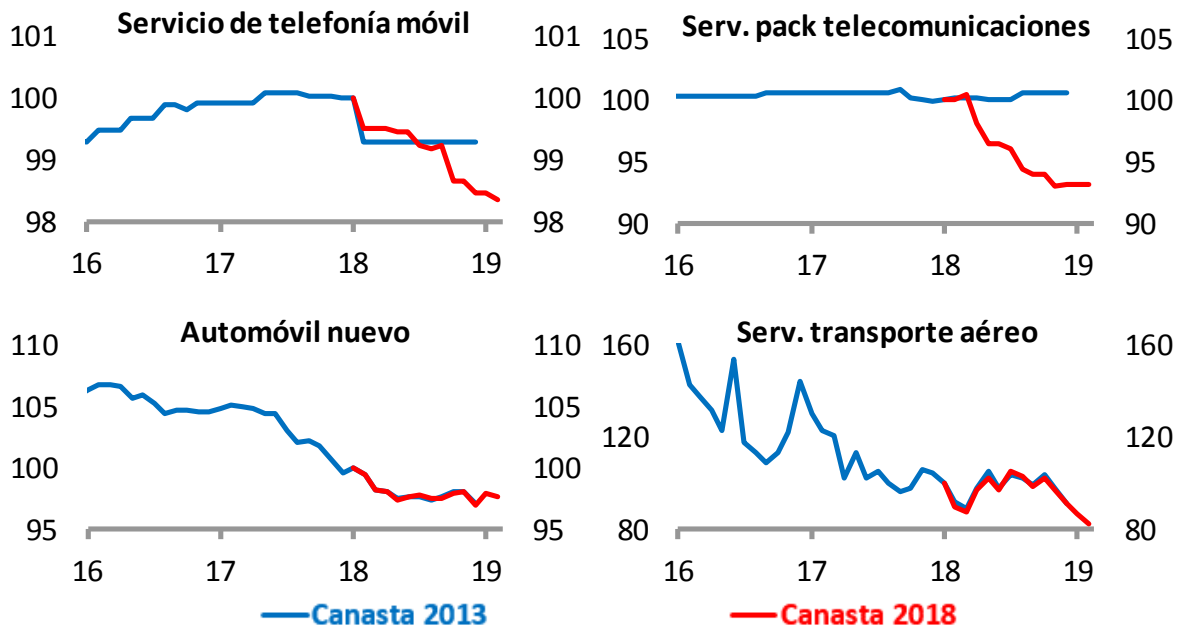


Gráfico 3

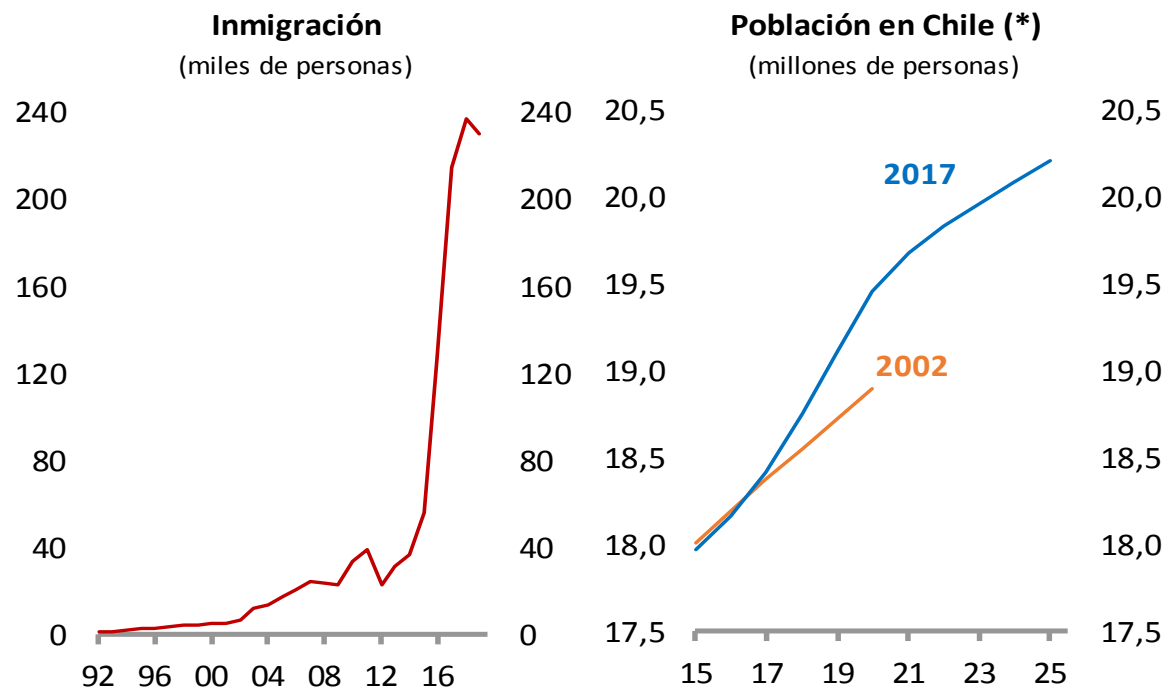
IPC precios específicos

(índices, enero 2018=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

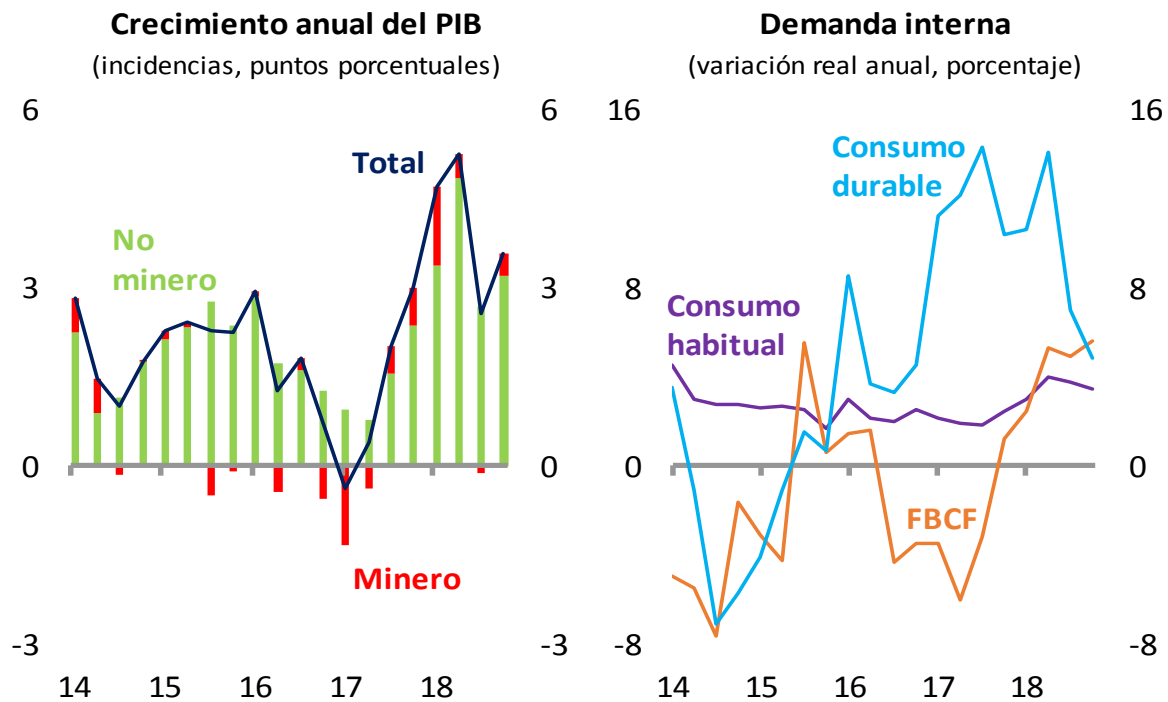
Gráfico 4



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

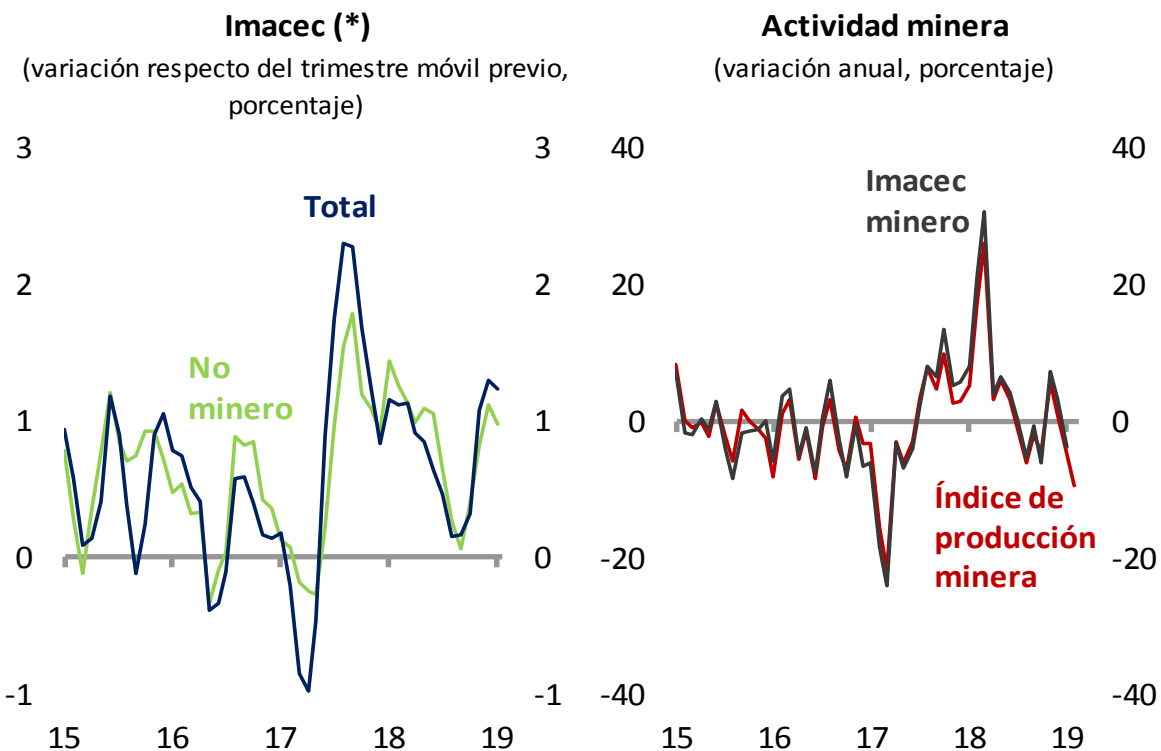
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 5



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6



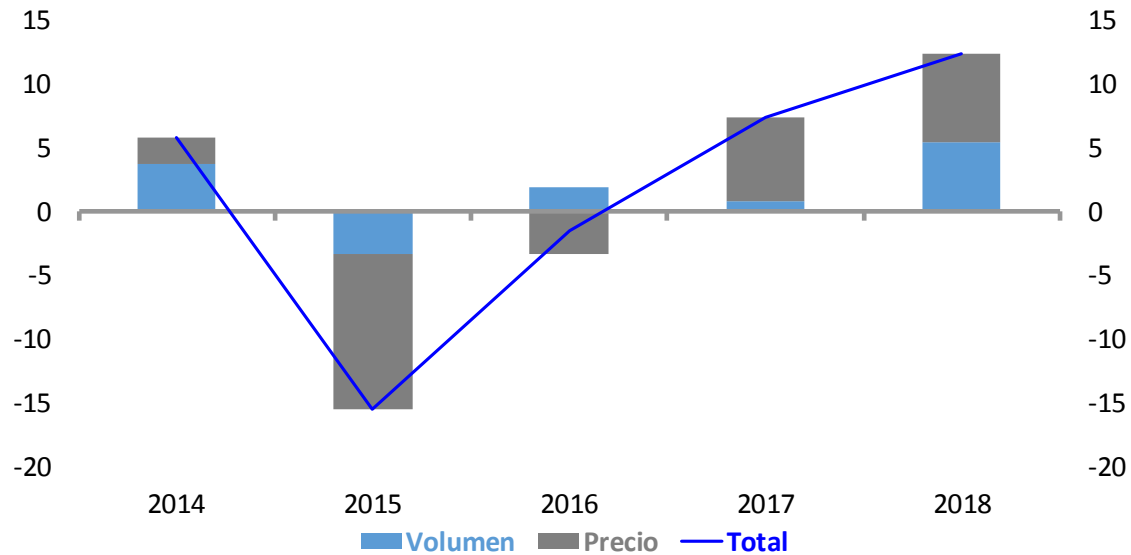
(*) Serie desestacionalizada.

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

Gráfico 7

Exportaciones industriales (*)

(incidencias en la variación anual, puntos porcentuales)



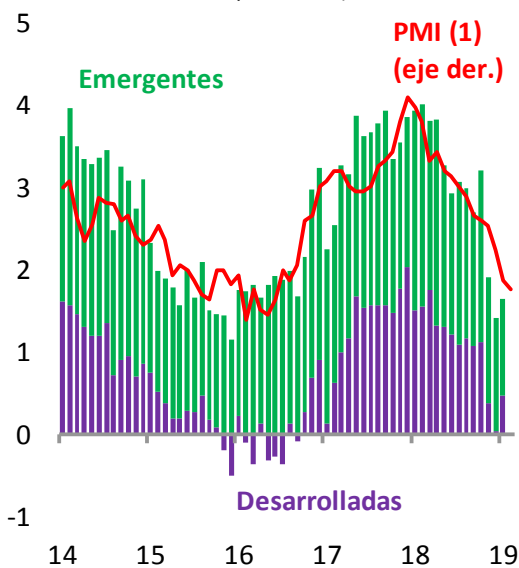
(*) Componente de precio obtenido mediante diferencial entre exportaciones nominales y reales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

Producción industrial y perspectiva manufacturera global

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

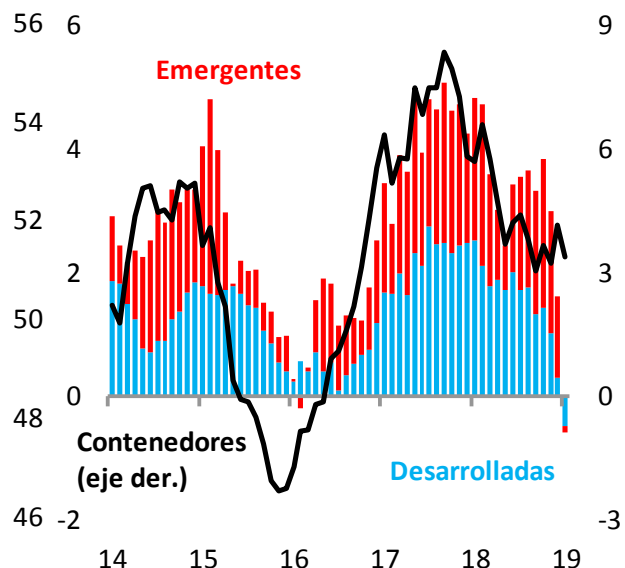


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).

Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y J.P. Morgan.

Exportaciones reales y tráfico de contenedores (2)

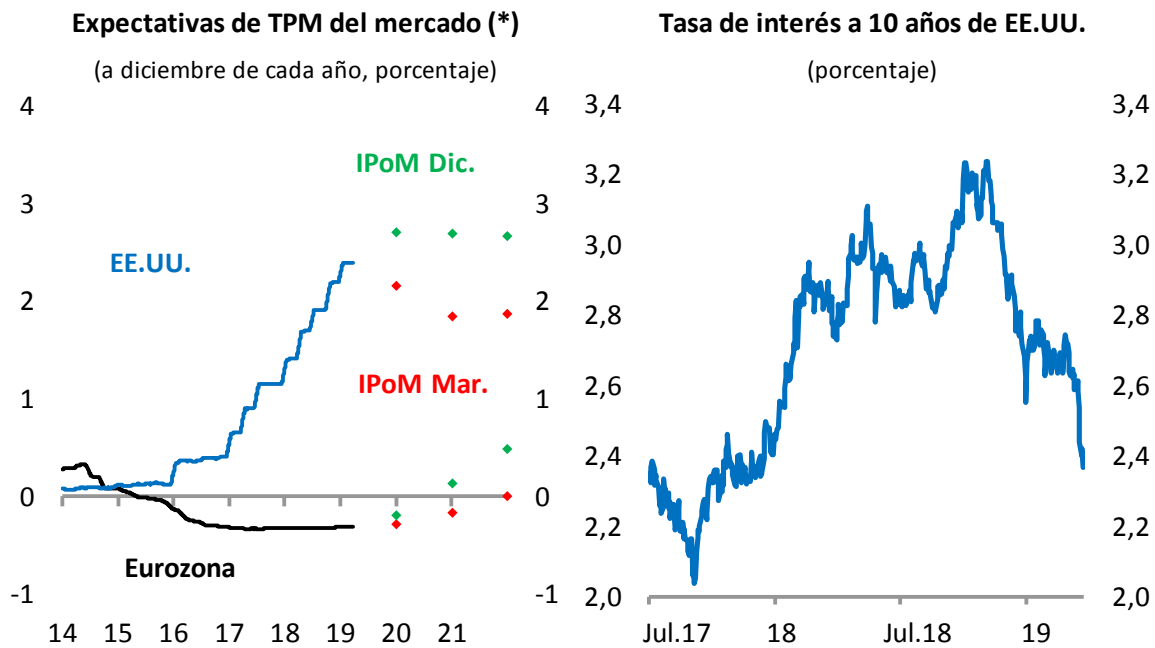
(variación anual, porcentaje)



(2) Media móvil de tres meses.

Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Institute of Shipping Economics and Logistics.

Gráfico 9



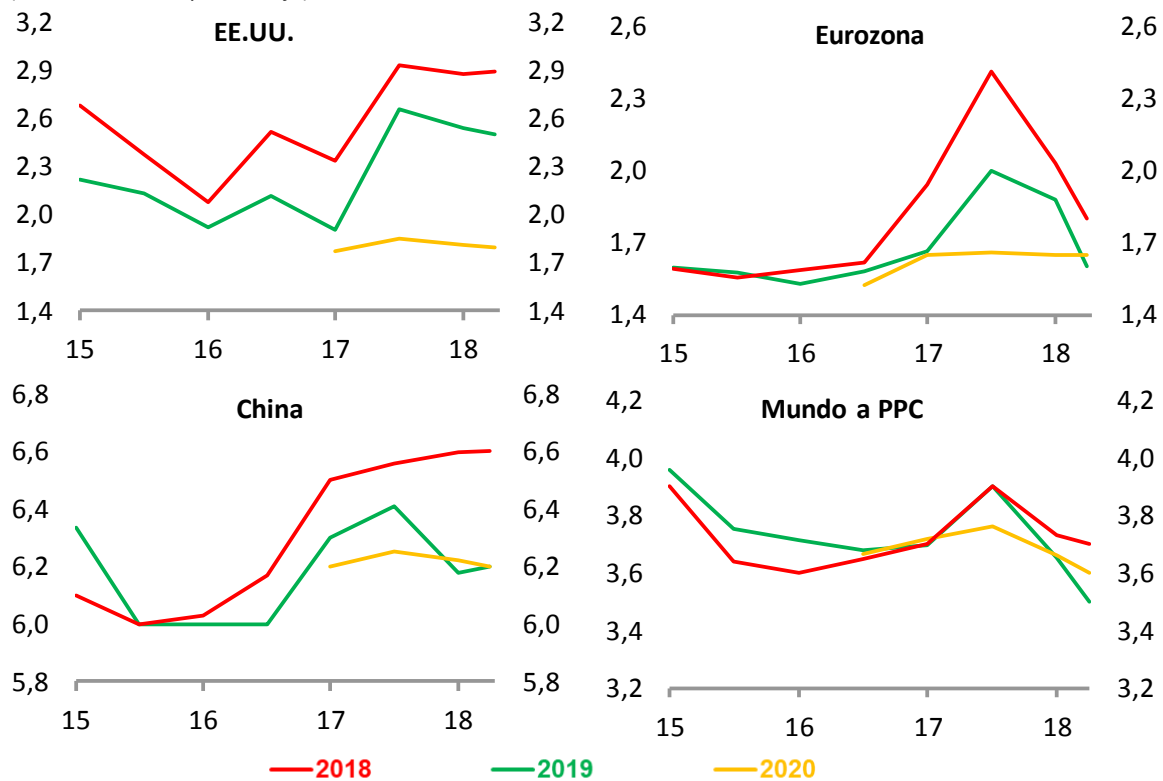
(*) En EE.UU. corresponde a la tasa Fed Funds y en la Eurozona a la Euribor.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10

Proyecciones de crecimiento

(variación anual, porcentaje)

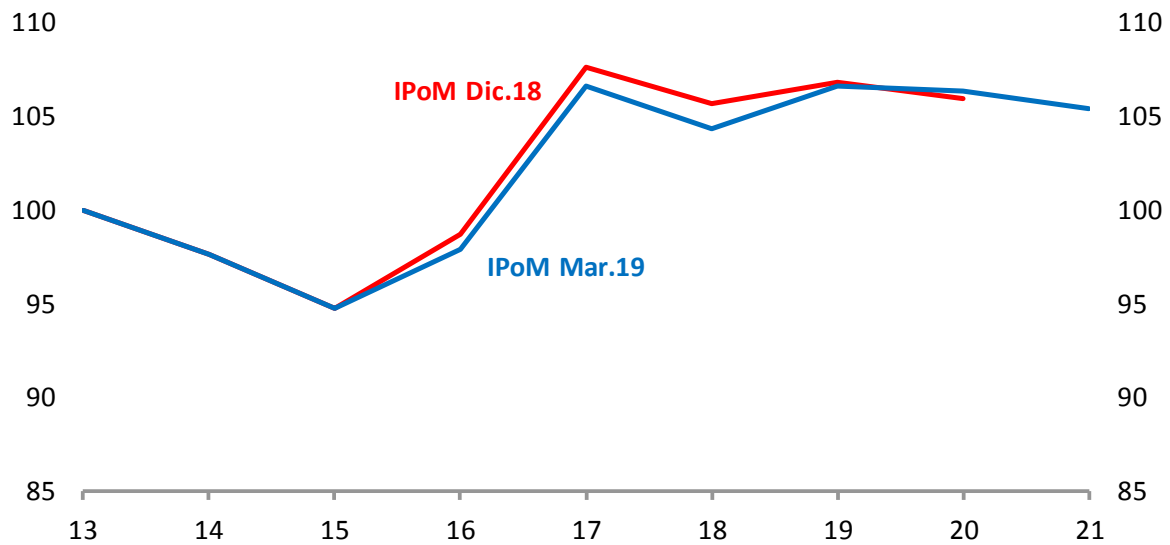


Fuente: FMI.

Gráfico 11

Términos de Intercambio

(índice 2013=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

Escenario interno

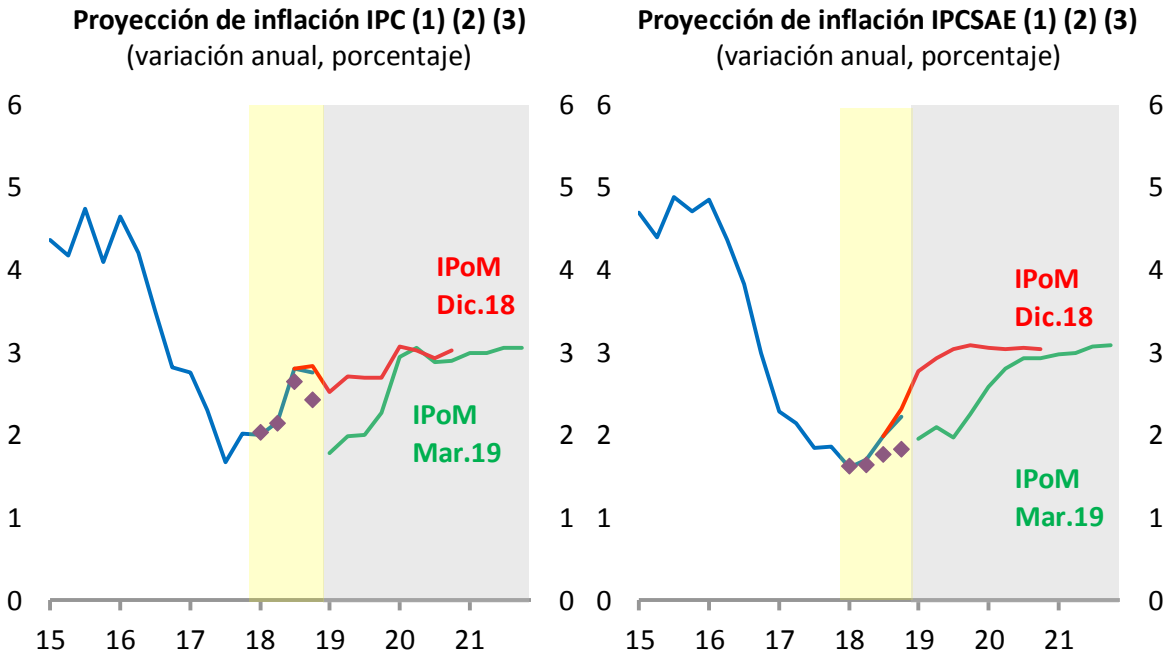
(variación anual, porcentaje)

	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)
		IPoM Dic.18	IPoM Mar.19	IPoM Dic.18	IPoM Mar.19	IPoM Mar.19
PIB	4,0	3,25-4,25	3,0-4,0	2,75-3,75	3,0-4,0	2,75-3,75
PIB minero	5,2					
PIB no minero	3,9					
Demanda interna	4,7	3,8	3,7	3,3	3,5	3,3
Demanda interna (sin var. de existencias)	3,9	3,9	3,9	3,6	3,7	3,5
Formación bruta de capital fijo	4,7	6,0	6,2	3,9	4,3	3,9
Consumo total	3,7	3,3	3,3	3,5	3,5	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	5,0	4,1	3,6	2,8	2,9	2,9
Importaciones de bienes y servicios	7,6	5,0	4,5	3,0	2,9	2,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-2,7	-2,9	-2,8	-2,7	-2,7
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	19,6	20,9	20,1	20,8	20,3	20,4
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	21,3	22,6	21,8	22,8	22,0	22,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12



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

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