

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2019



Pablo García S.  
Consejero

Banco Central de Chile, 4 de abril de 2019

# Principales mensajes

- En línea con lo previsto, la actividad económica interna recuperó su ritmo de crecimiento a fines de 2018 tras la pausa del tercer trimestre. La inversión lideró la expansión de la demanda.
- En lo externo, la desaceleración de la actividad de las principales economías ha sido superior a la prevista, llevando a sus autoridades a implementar mayores estímulos.
- La inflación medida por el nuevo IPC se ubica por debajo de lo esperado. Esto se explica por un menor traspaso cambiario y factores de oferta, lo que indica holguras de capacidad mayores que las estimadas.
- En este contexto, la inflación tardará más en converger a la meta, con lo que el retiro del estímulo monetario será más pausado que lo comunicado anteriormente por el Consejo.

1

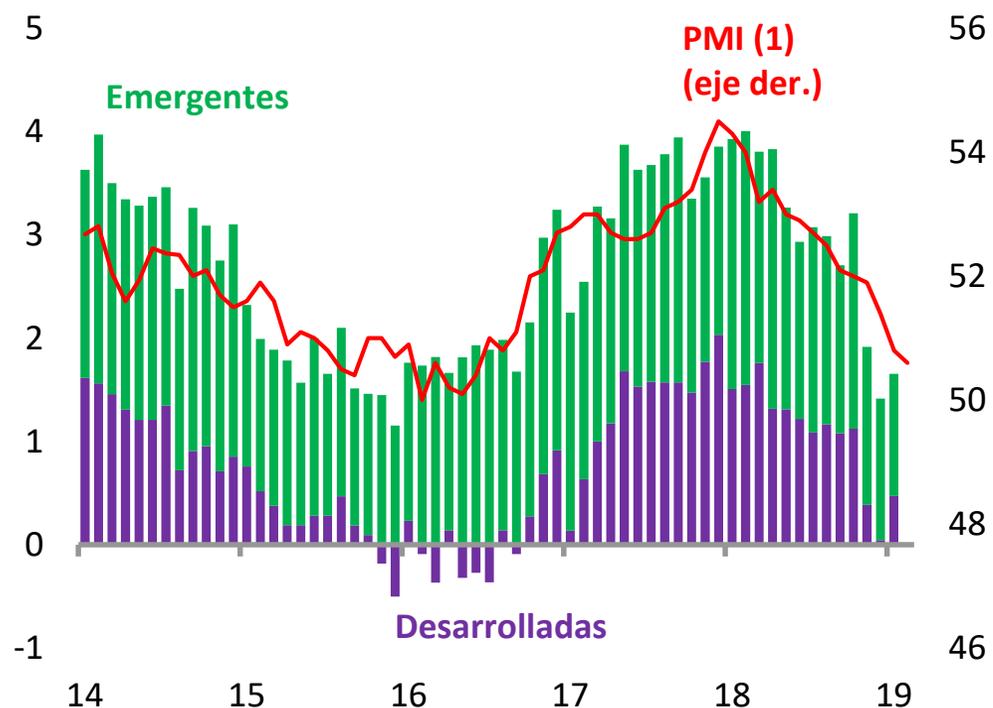
# Escenario internacional



En lo externo, se ha producido una desaceleración más marcada del crecimiento en las principales economías, con datos especialmente débiles en la Eurozona. Los registros más recientes han exacerbado las preocupaciones respecto de la intensidad de la desaceleración.

### Producción industrial y PMI global

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

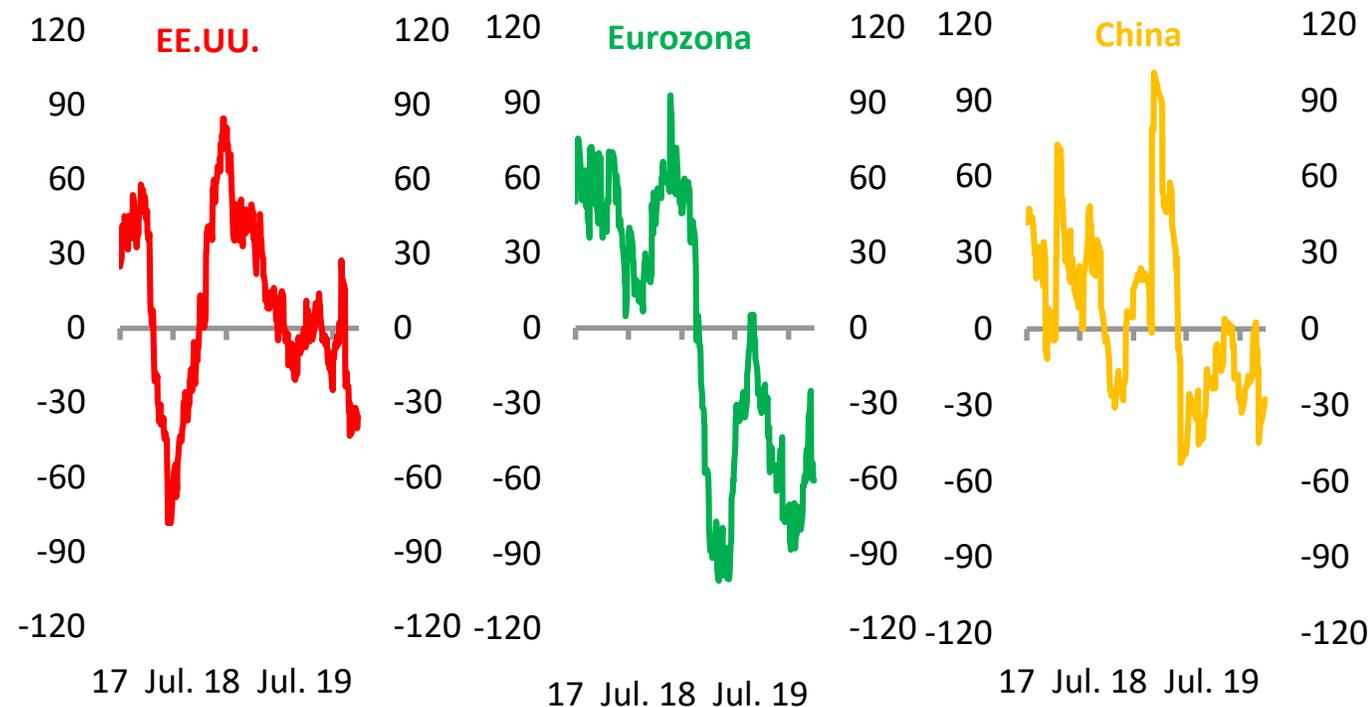


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).

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

### Sorpresas económicas (2)

(índice, neutral=0)

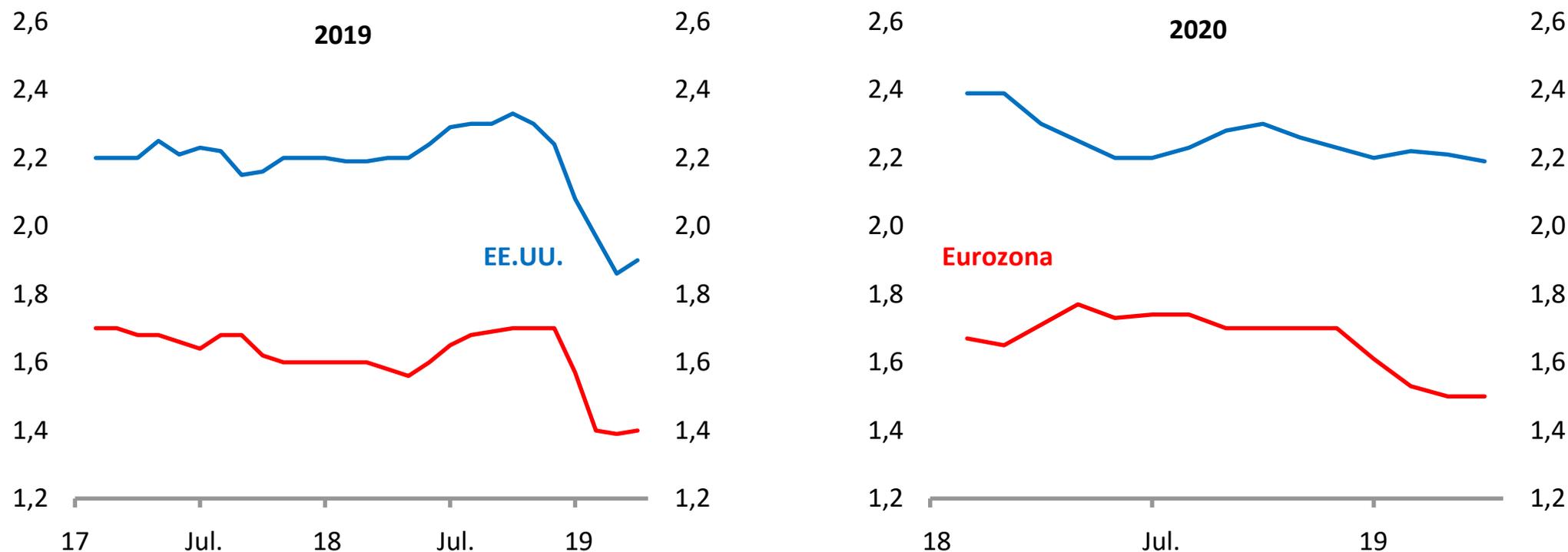


(2) Un valor positivo (negativo) indica cifras mejores (peores) que lo esperado por el mercado.

Fuente: Citigroup.

Además, en la última parte del 2018 varias economías desarrolladas comenzaron a exhibir una moderación de la inflación anual y sus perspectivas, especialmente para este año.

### Expectativa de inflación anual para EE.UU. y la Eurozona (porcentaje)

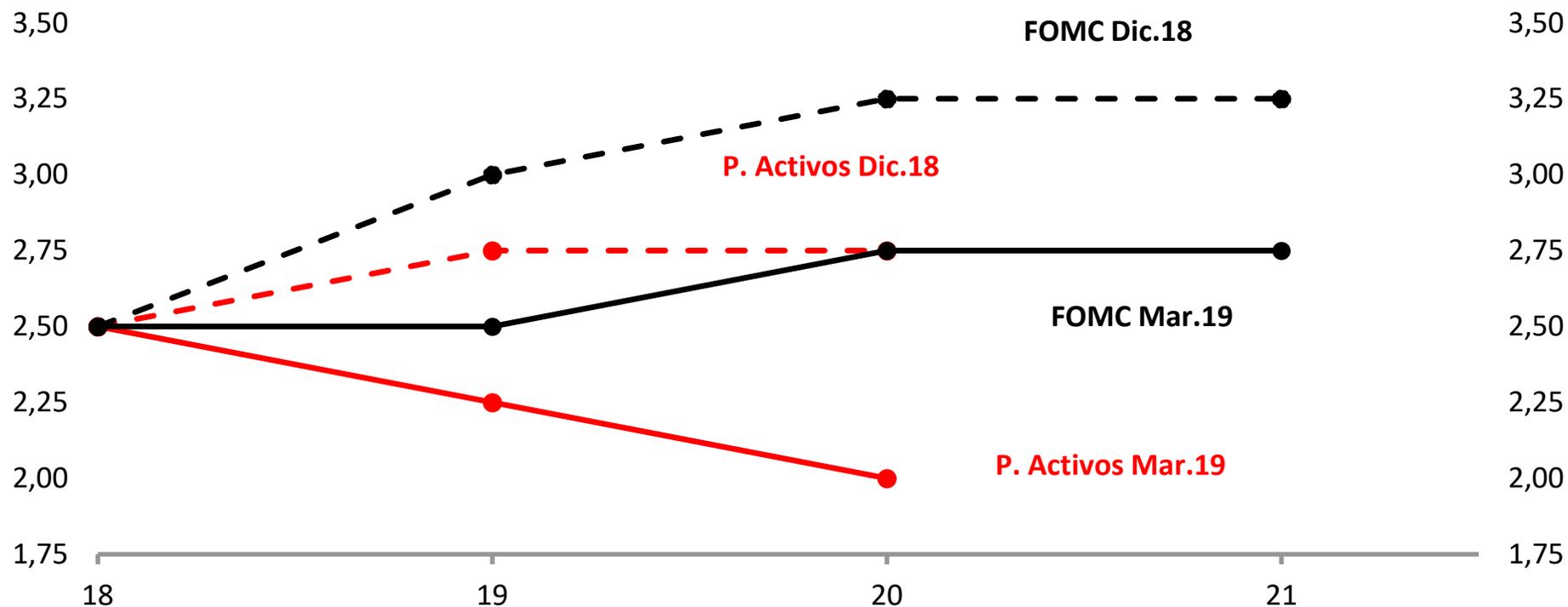


Fuente: Bloomberg.

Ello, junto con episodios de volatilidad financiera, llevó a un giro considerable en la orientación de política monetaria de los principales bancos centrales. Resaltó la Fed, que indicó que no aumentaría su tasa este año, que la dirección de su próximo movimiento no es clara y que reduciría a la mitad el ajuste de su balance.

### Límite superior esperado para la Fed Fund (\*)

(a diciembre de cada año, porcentaje)

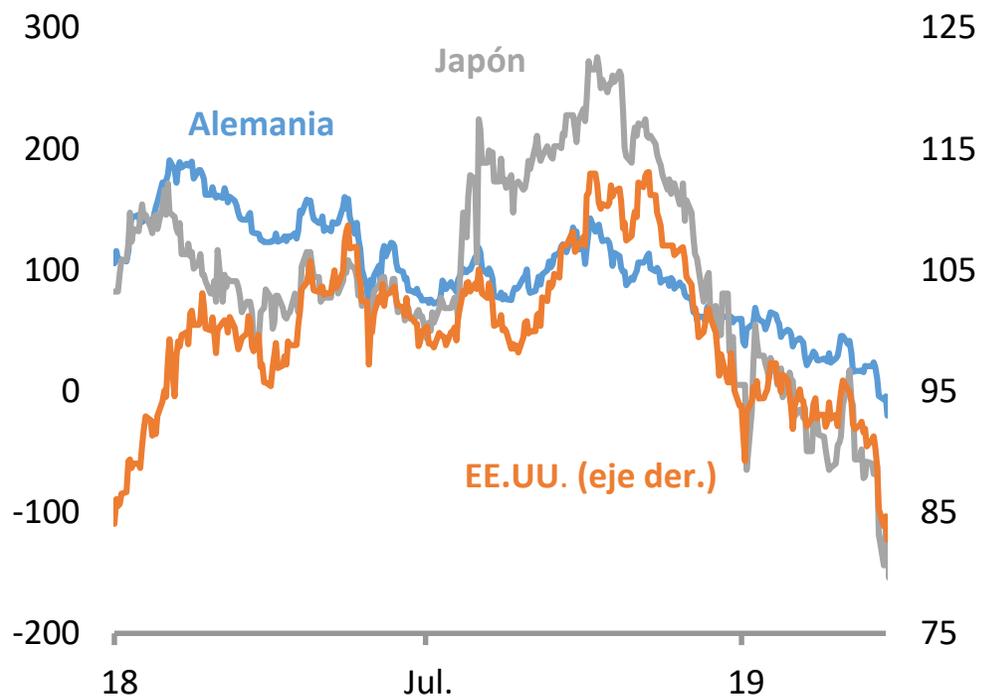


(\*) Considera que el valor entregado por la Fed se refiere al punto medio del rango para la tasa.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

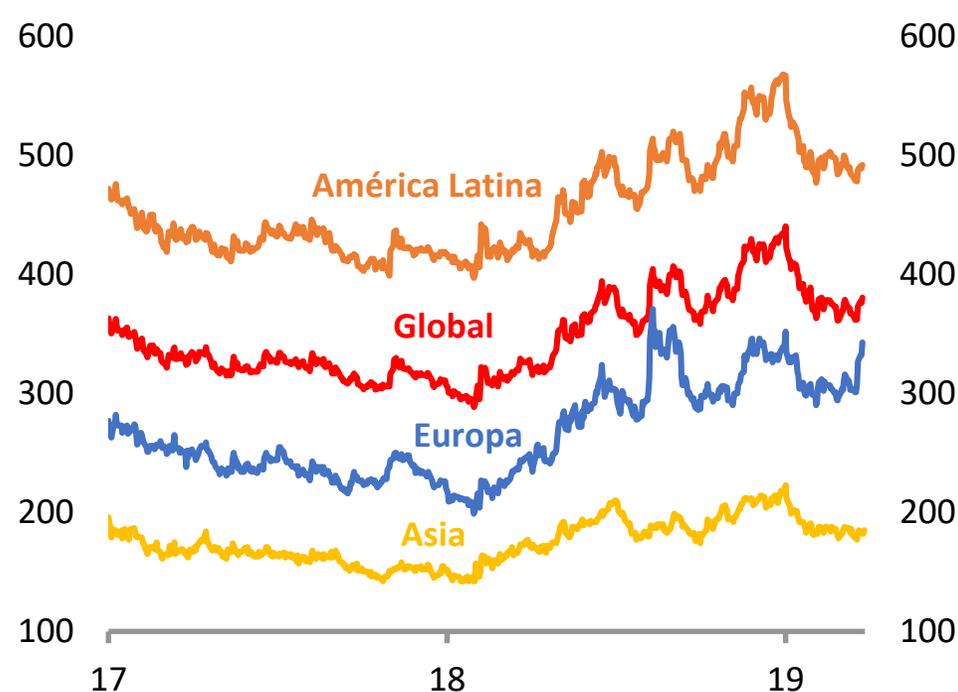
Todo esto ha dado paso a un descenso significativo de las tasas de interés de largo plazo, en especial en EE.UU. Así, las condiciones financieras para las economías emergentes son algo más favorables que lo previsto en el último IPoM.

**Tasas de interés a 10 años**  
(índice 2018-2019 = 100)



Fuente: Bloomberg.

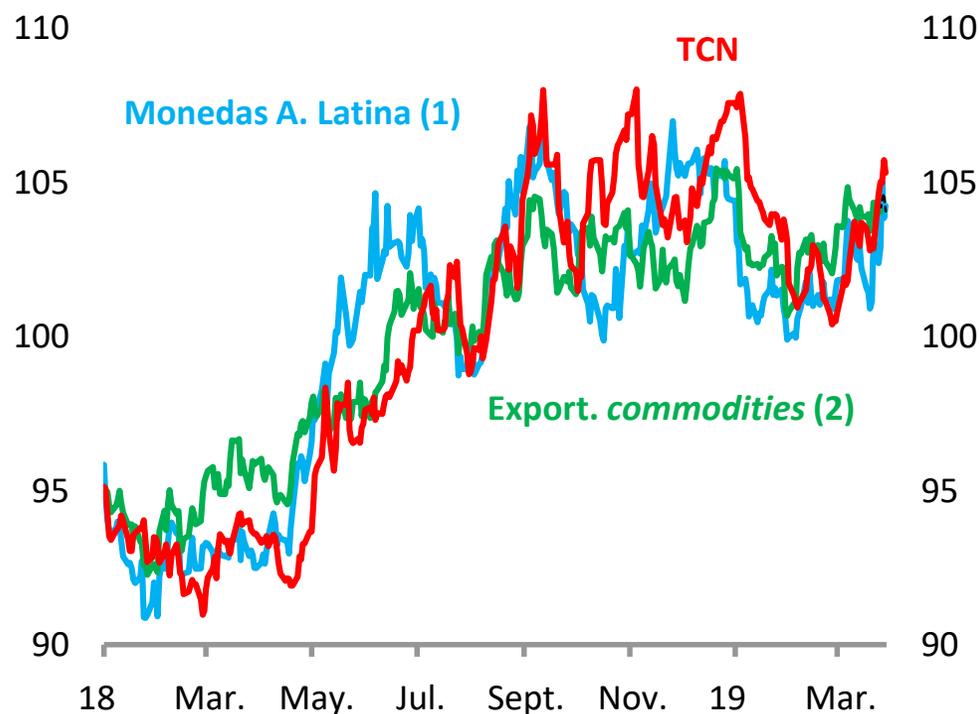
**EMBI**  
(puntos base)



Fuente: Bloomberg.

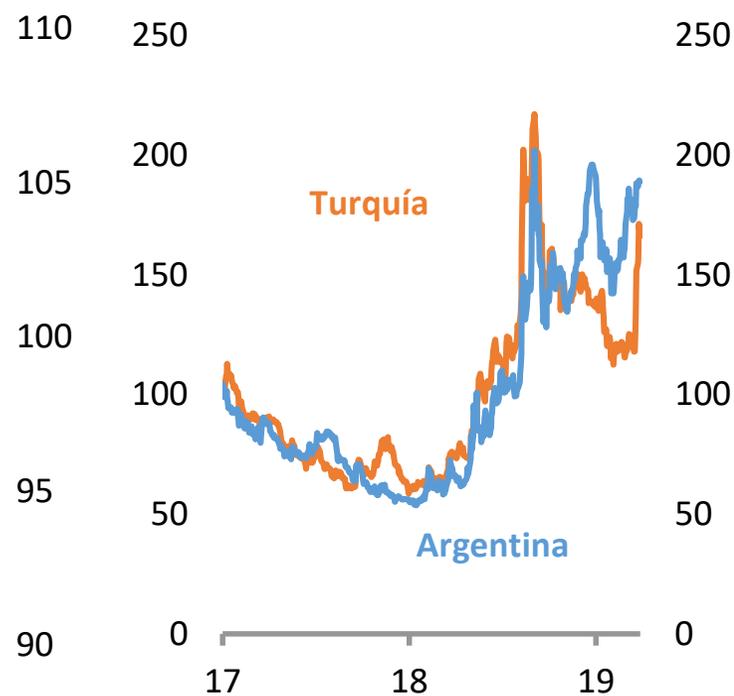
No obstante, los mercados financieros siguen susceptibles a noticias potencialmente negativas. Las tensiones más recientes son reflejo de ello. Se han reavivado los temores sobre algunas economías con fundamentos macroeconómicos que se perciben como más débiles, como Argentina y Turquía.

**Tipos de cambio**  
(índice 2018-2019=100)



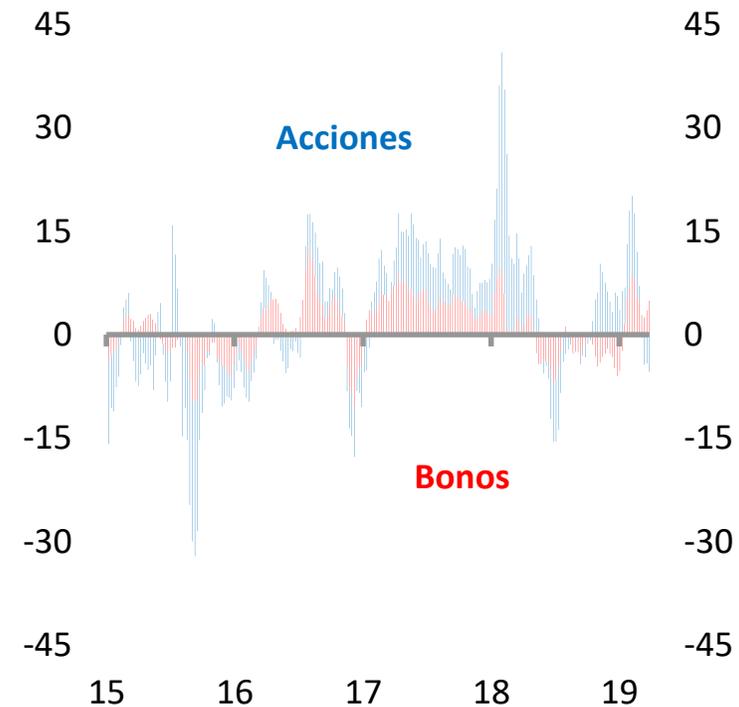
(1) Considera monedas de Brasil, Colombia, México y Perú.  
(2) Considera a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.  
Fuente: Bloomberg.

**Premio por riesgo corporativo (3)**  
(índice 2018-2019=100)



(3) Corresponde a los CDS *spread* de los bonos corporativos a 5 años. Fuente: Bloomberg.

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

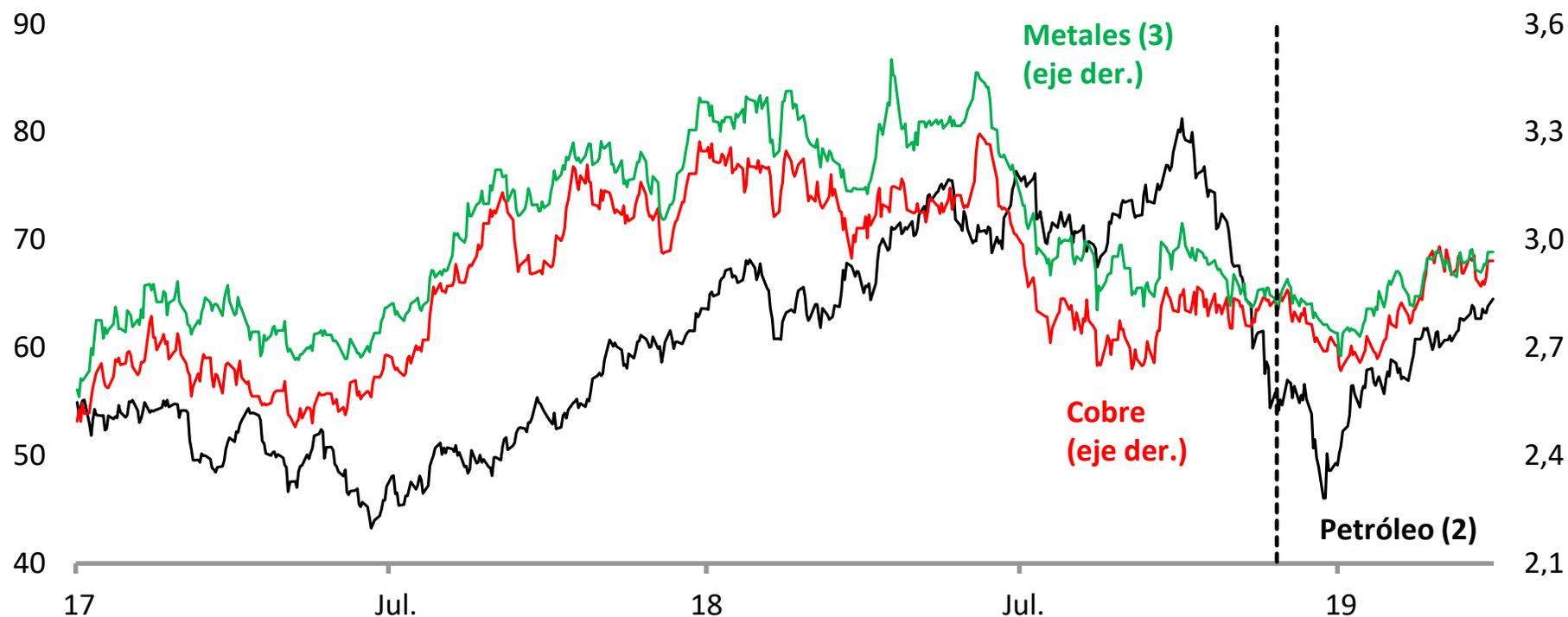


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

# Los precios de gran parte de las materias primas subieron desde diciembre y se han visto menos afectados por los desarrollos recientes

## Precio de materias primas (1)

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



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre. (2) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI. (3) Corresponde al índice de precios de metales elaborado por Standard & Poor's y Goldman Sachs. Fuente: Bloomberg.

2

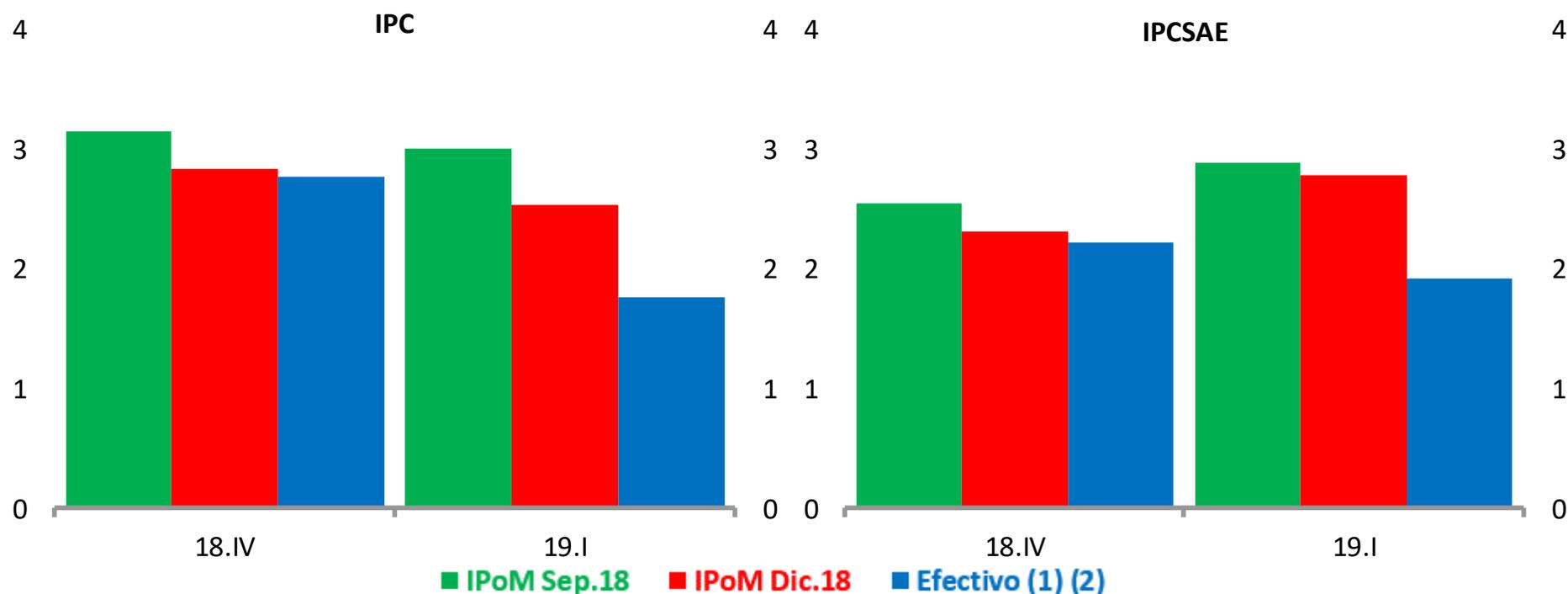
## Escenario interno



La inflación se ubicó significativamente por debajo de lo previsto, en un contexto en que la actividad y demanda han tenido una recuperación notoria.

### Inflación efectiva versus proyectada en los IPoM

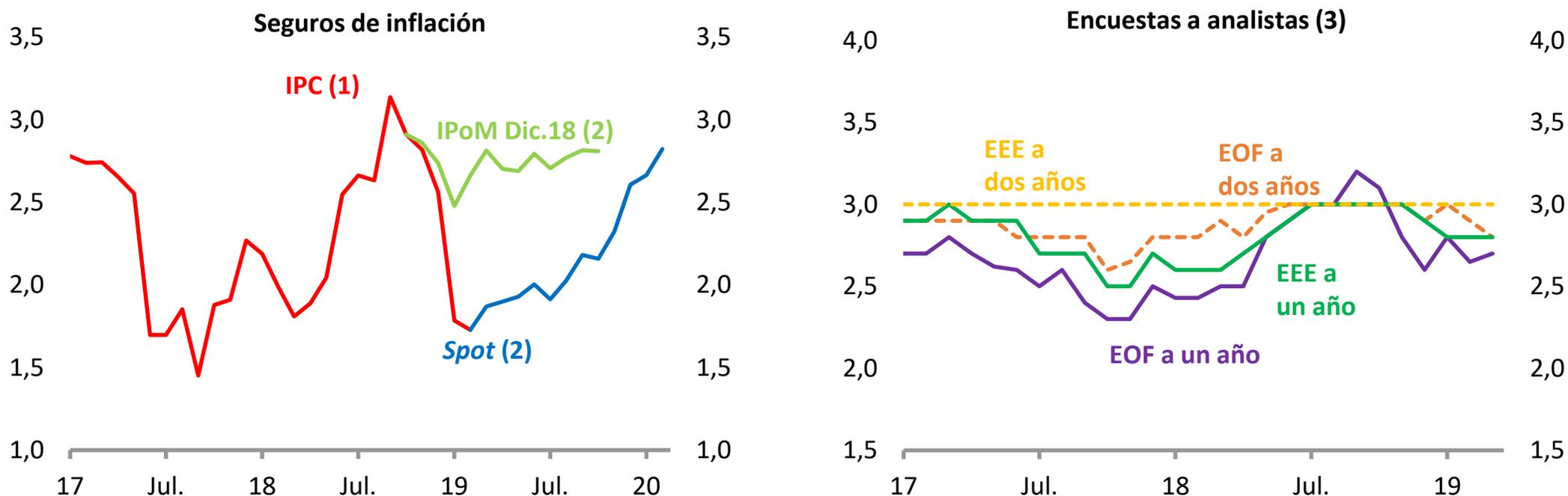
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el primer trimestre del 2019, corresponde al promedio de las variaciones anuales de enero y febrero del 2019. (2) A partir de enero del 2019 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Acorde con el cambio en el nivel de la inflación, las expectativas se han corregido a la baja para el corto plazo. Para fines del 2019, la EEE de marzo la ubica en 2,7%. A dos años, las distintas medidas permanecen en torno a 3%.

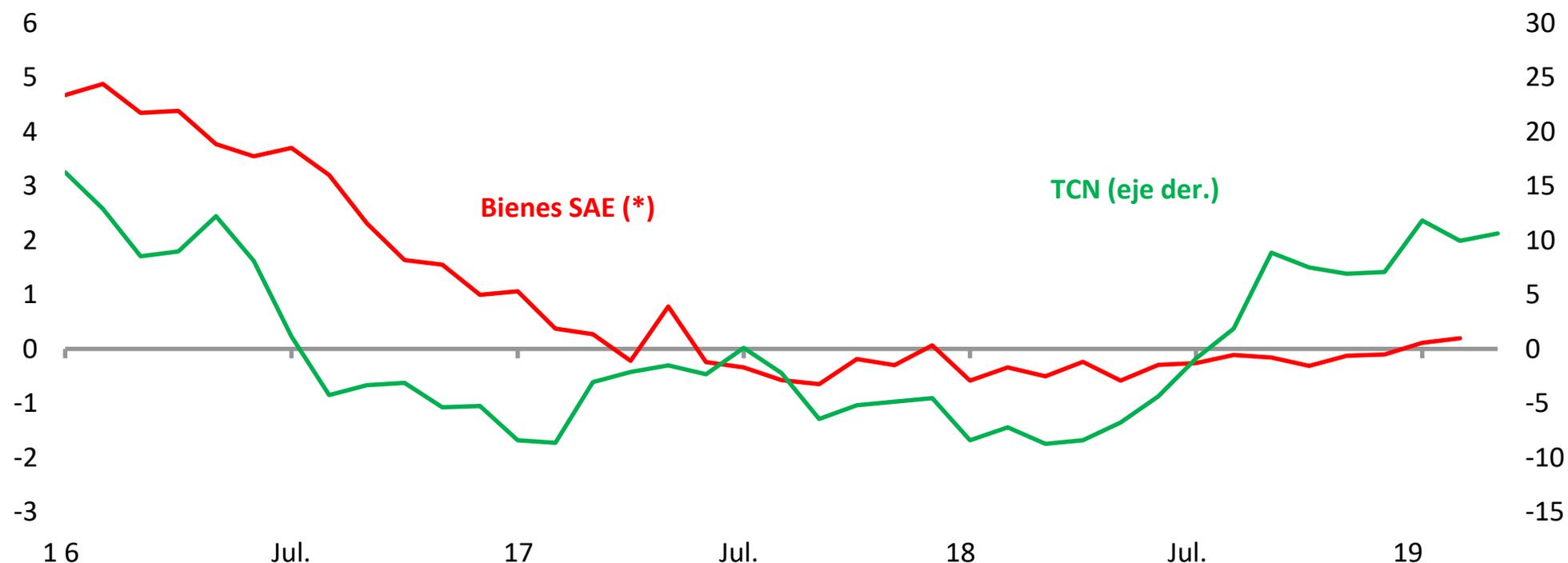
### Expectativas de inflación (variación anual, porcentaje)



(1) A partir de enero 2018 se utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) Para el IPoM de diciembre y la curva *spot*, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 28/11/2018 y al 29/03/2019, respectivamente. (3) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes. En los meses que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La menor inflación es explicada por varios factores. El primero, un menor traspaso de la depreciación del peso que ayuda a explicar las discrepancias en el componente de bienes del IPCSAE. Ello, pues el efecto en la inflación es menor cuando la depreciación se debe a factores globales que inciden sobre el dólar.

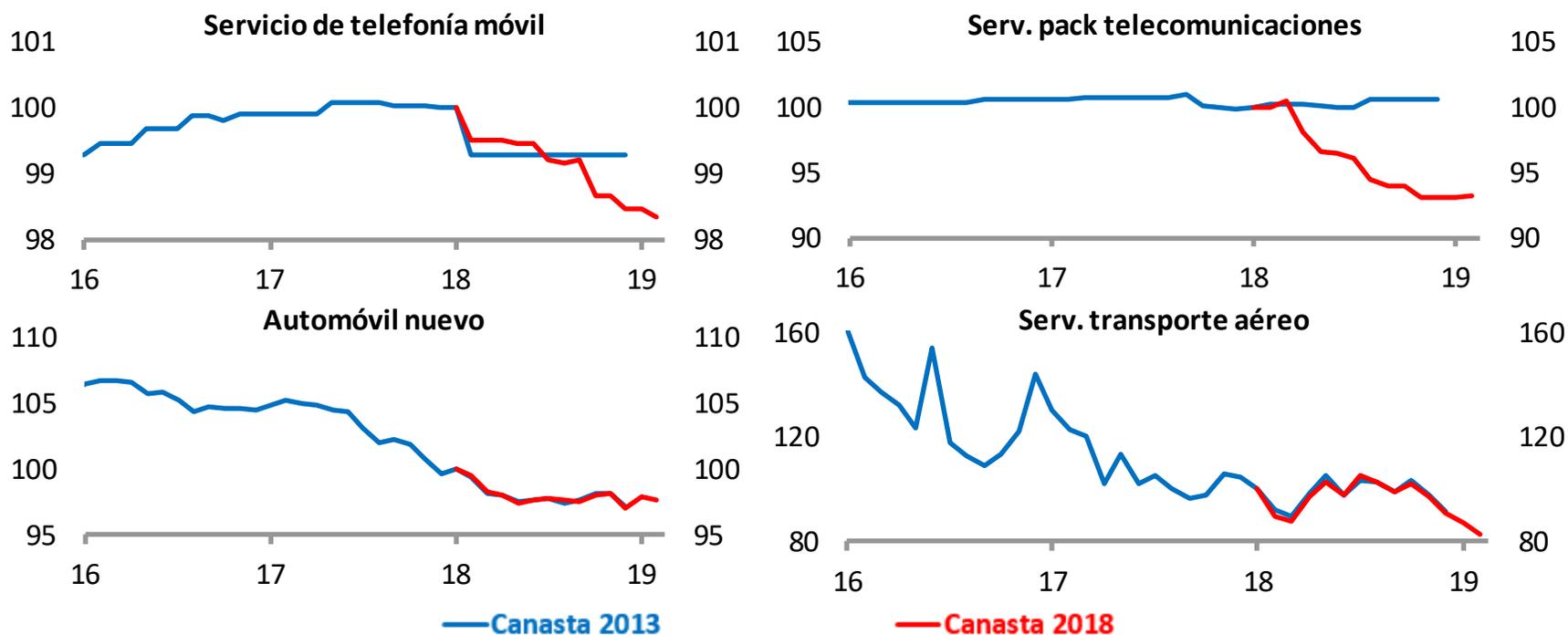
### Tipo de cambio y bienes SAE (variación anual, porcentaje)



(\*) A partir de enero del 2019 la línea utiliza los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

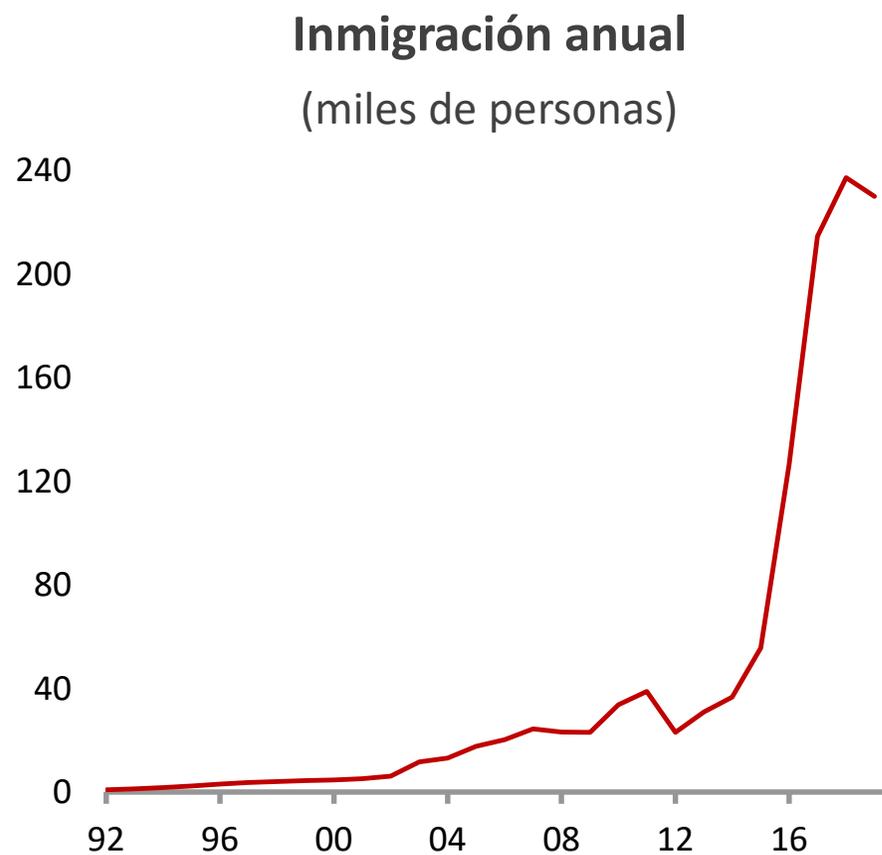
El segundo, hay factores de oferta que han contenido la inflación. Entre ellos, la mayor competencia en algunos sectores económicos: en la industria automotriz, en el transporte aéreo de pasajeros por irrupción de las alternativas *low cost*, y en los paquetes de telecomunicaciones y servicios de telefonía móvil.

### IPC precios específicos (índices, enero 2018=100)

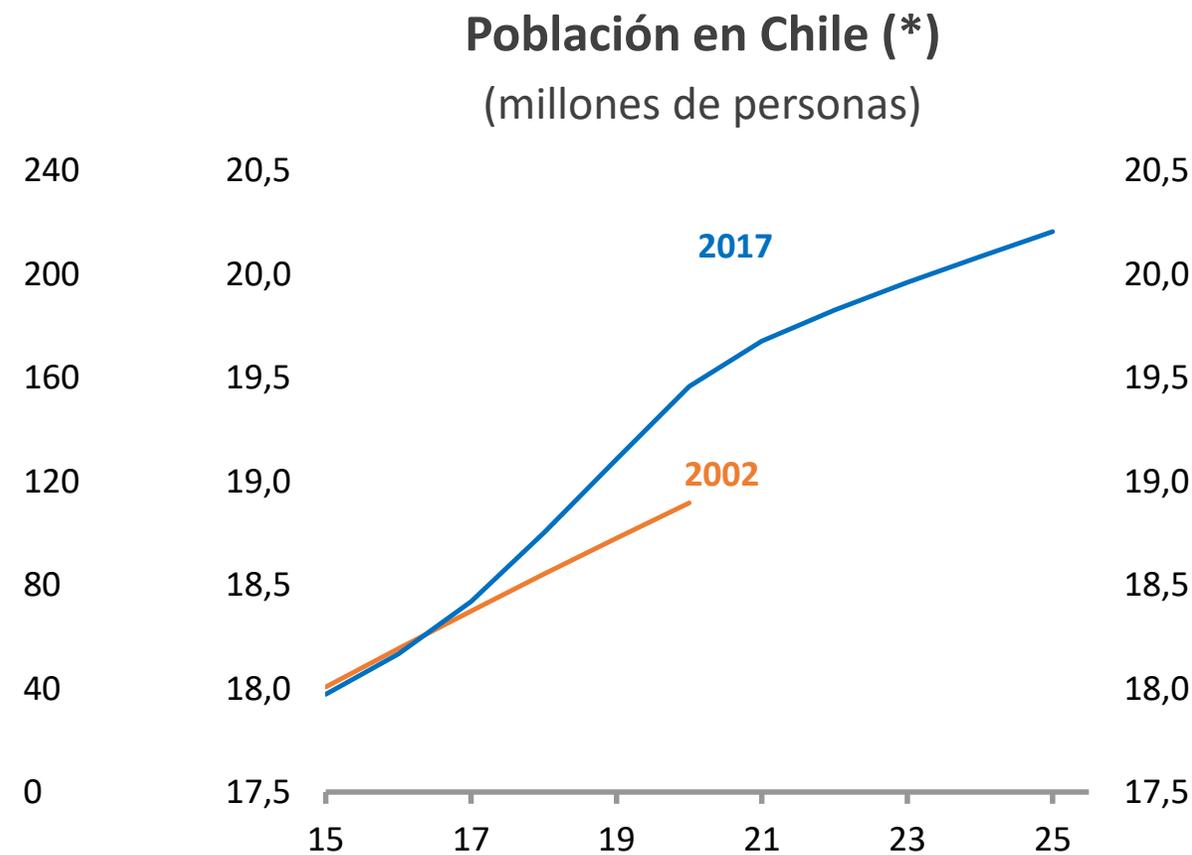


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Por otro lado, el significativo aumento de la población inmigrante tiene un efecto importante en la fuerza de trabajo. Ello sugiere mayores holguras en el mercado laboral.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



(\*) 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.

La inmigración actúa a través de canales de oferta y demanda que, en el largo plazo, generan un efecto expansivo sobre el PIB y un aumento acotado en la inflación. En el corto plazo, sin embargo, la velocidad de los ajustes no es evidente. Considerado el nivel actual de la inflación, el canal de la oferta estaría siendo dominante.

## Efectos de la inmigración en la inflación

En el período de ajuste, depende de:

- disposición a trabajar a distintos niveles salariales
- velocidad de ajuste del stock de capital.
- evolución de la productividad.

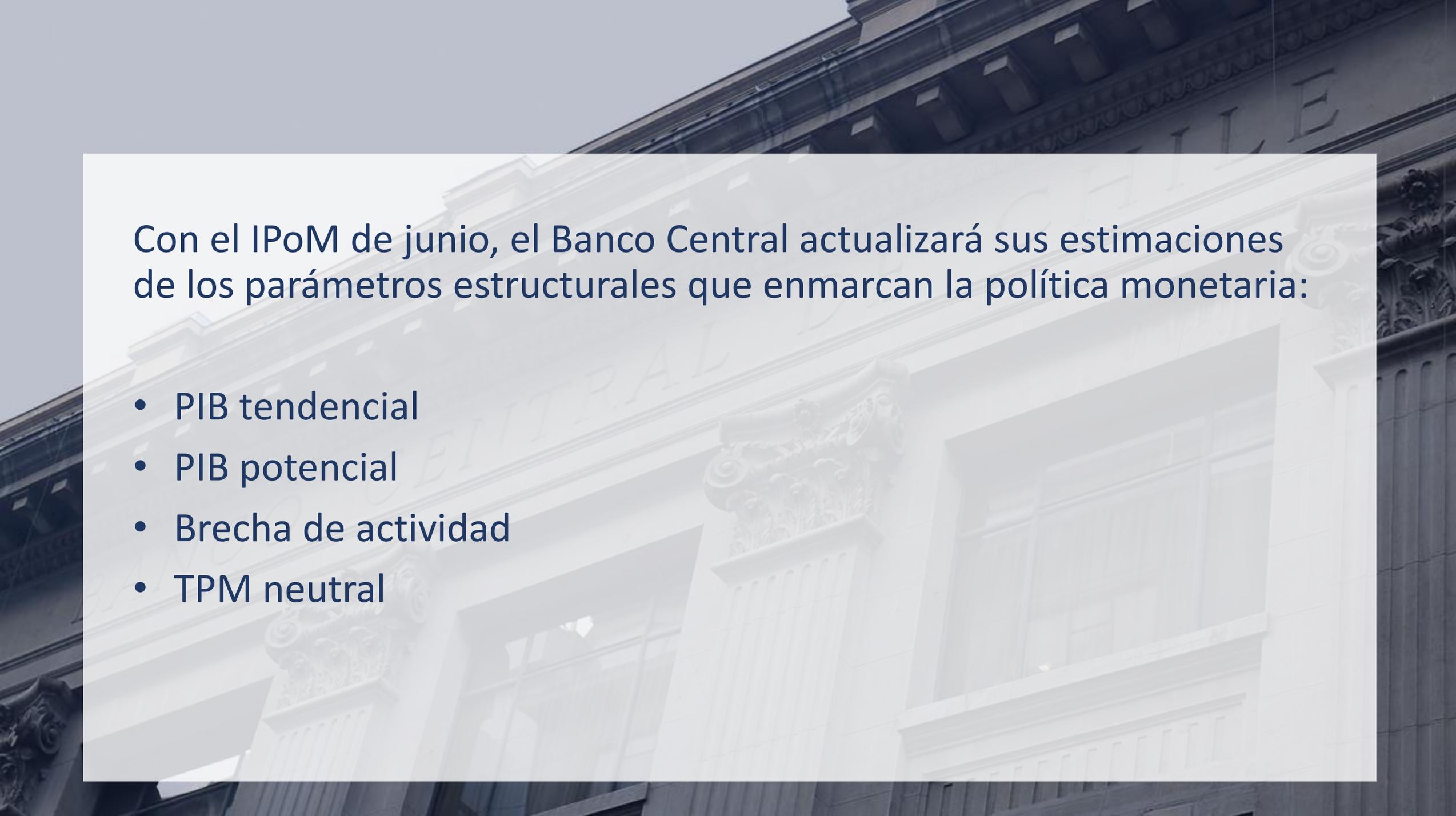


Aumento de la fuerza laboral  
Reducción de las presiones de costos

Aumento del consumo  
Aumento de la inversión

En el período de ajuste, depende de:

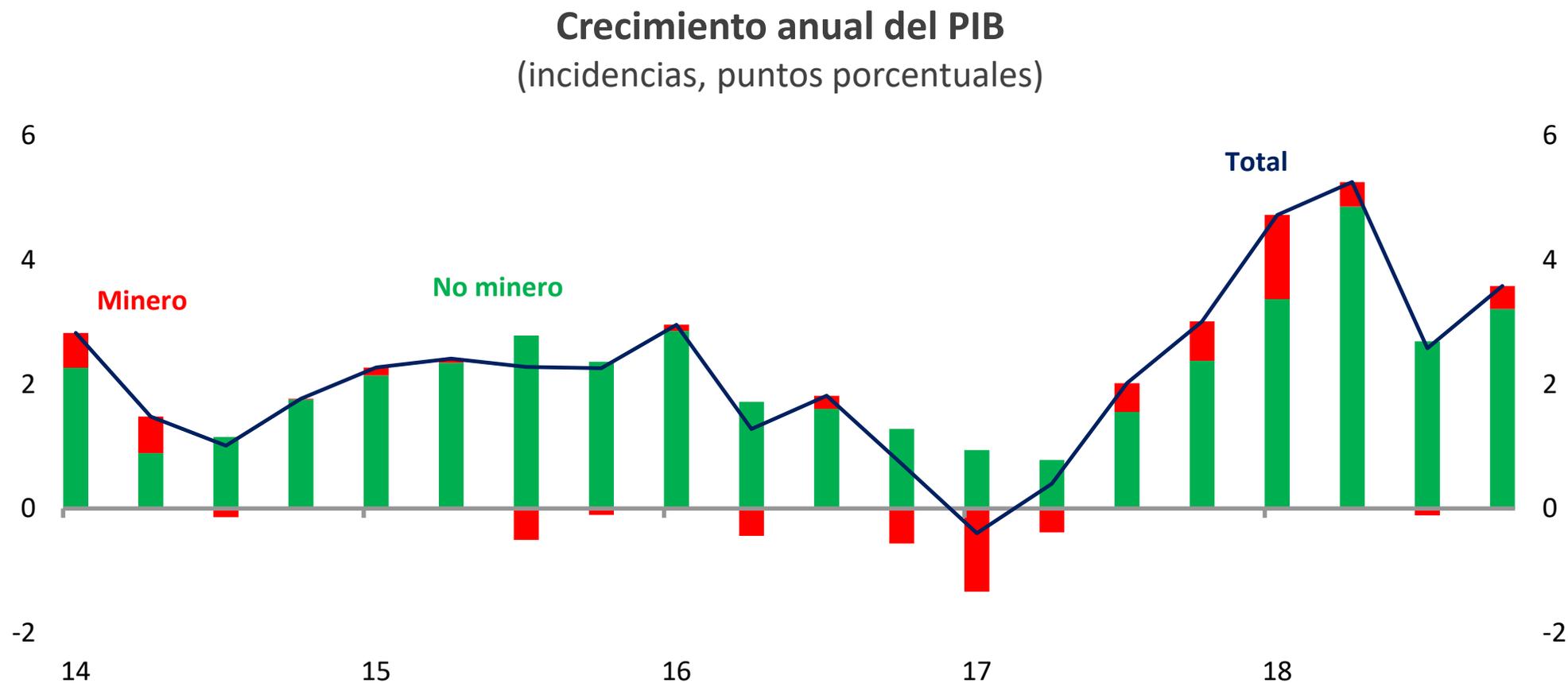
- propensión al ahorro de la población inmigrante



Con el IPoM de junio, el Banco Central actualizará sus estimaciones de los parámetros estructurales que enmarcan la política monetaria:

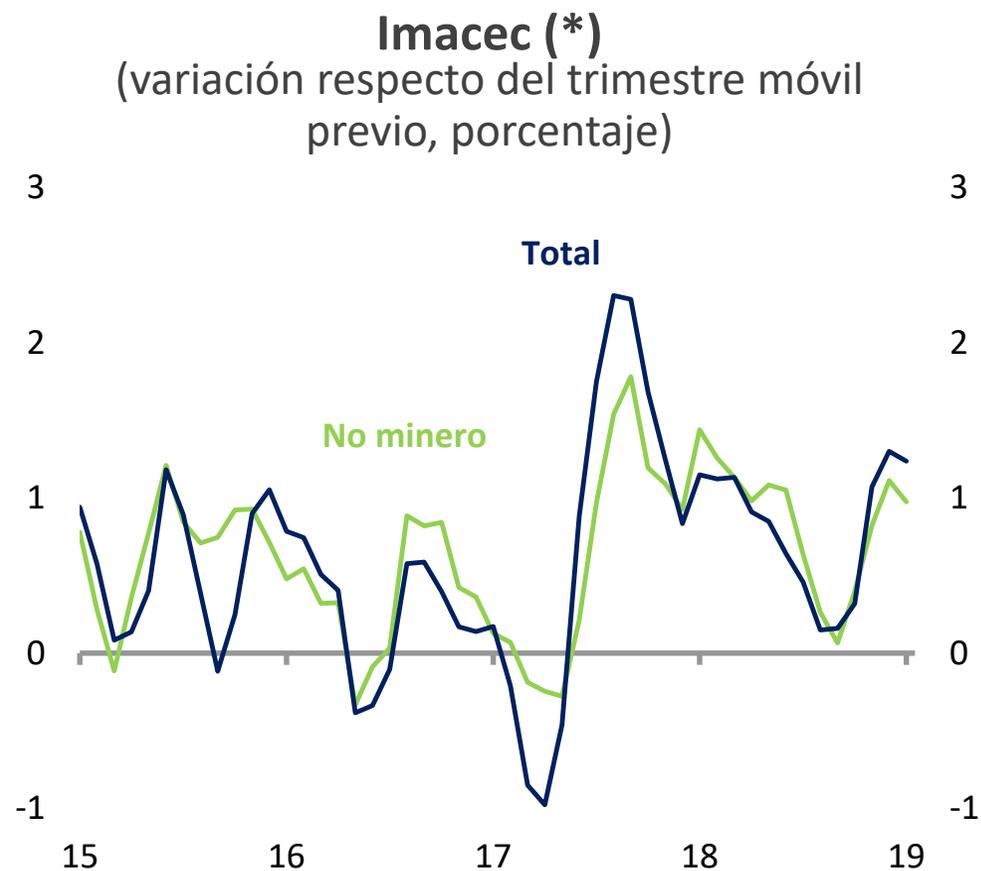
- PIB tendencial
- PIB potencial
- Brecha de actividad
- TPM neutral

En línea con lo esperado, la actividad retomó un mayor ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre del 2018. Así, el año pasado cerró con un crecimiento de 4% para el PIB total y 3,9% para el PIB no minero.

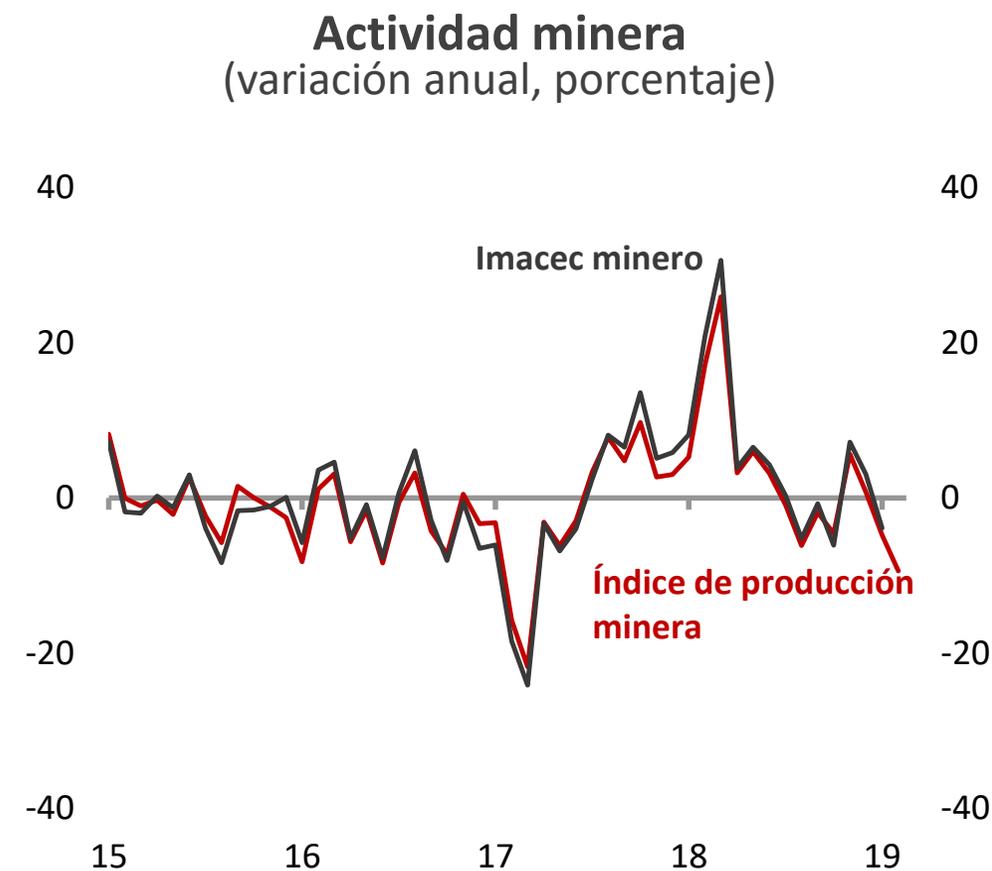


Fuente: Banco Central de Chile.

La actividad de los sectores no mineros se ha mantenido dinámica en los últimos meses. Por el contrario, la minería ha tenido un desempeño más débil, lo que, de acuerdo a información parcial del primer trimestre, se mantendría en el corto plazo.



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

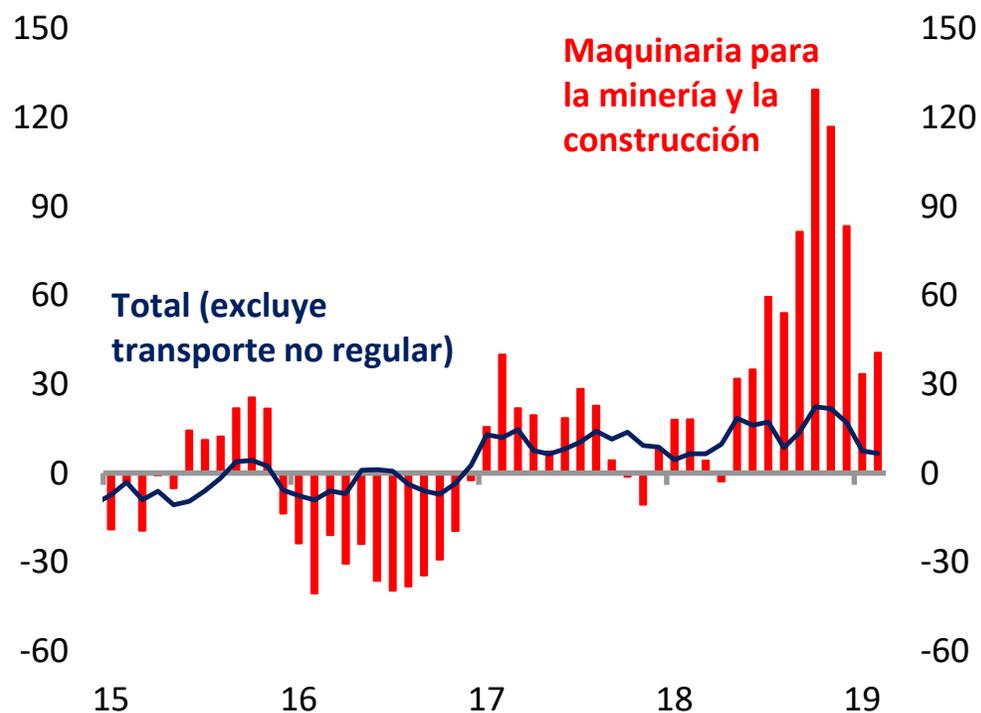


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En la demanda, sigue destacando el mayor impulso de la inversión, especialmente de maquinaria y equipos. Construcción y obras ha seguido mejorando su desempeño como lo evidencian diversos indicadores de edificación.

### Importaciones nominales de bienes de capital

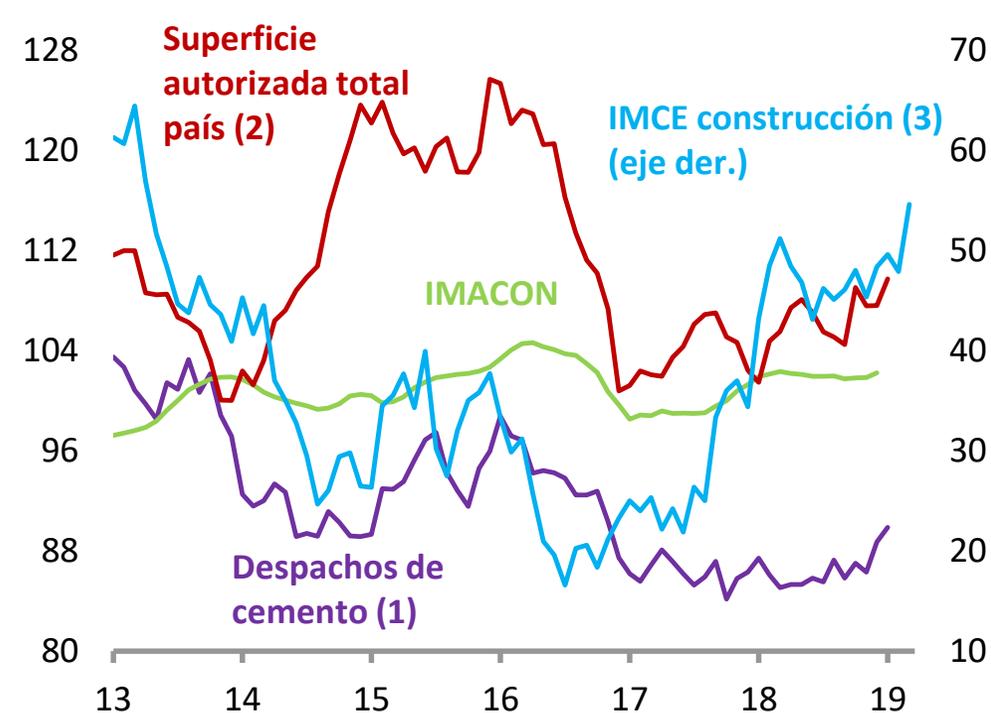
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

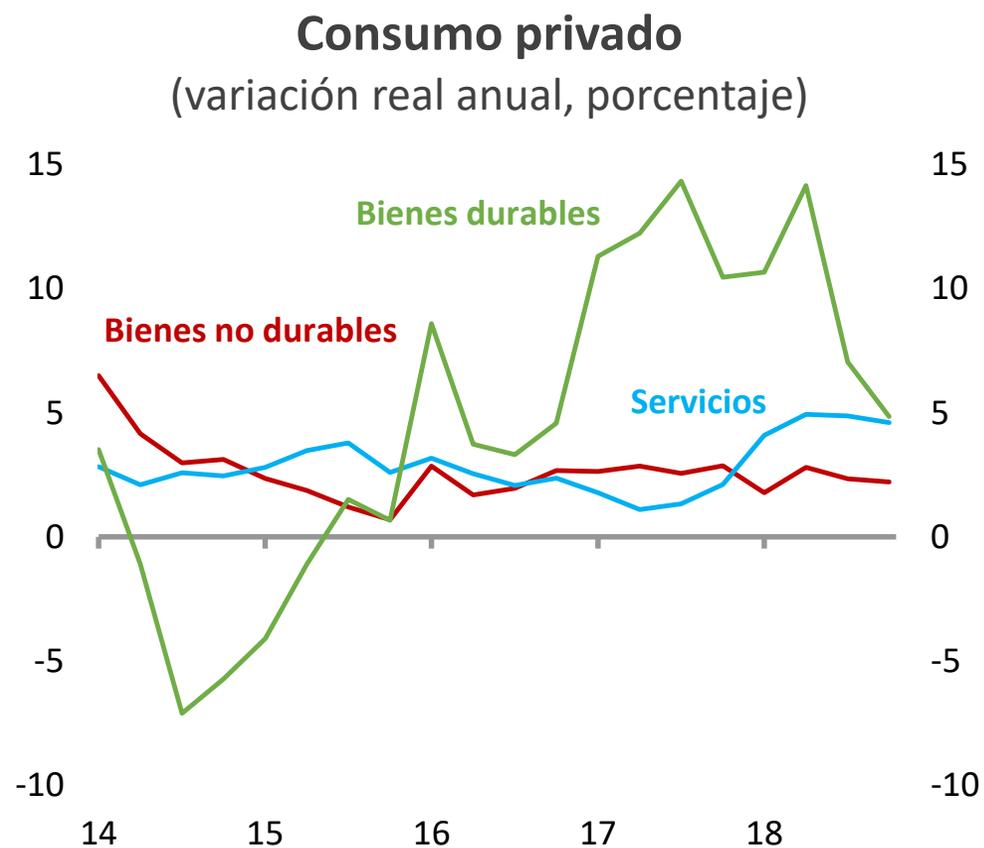
### Indicadores sector construcción

(índice 2013=100, promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada; índice de difusión)

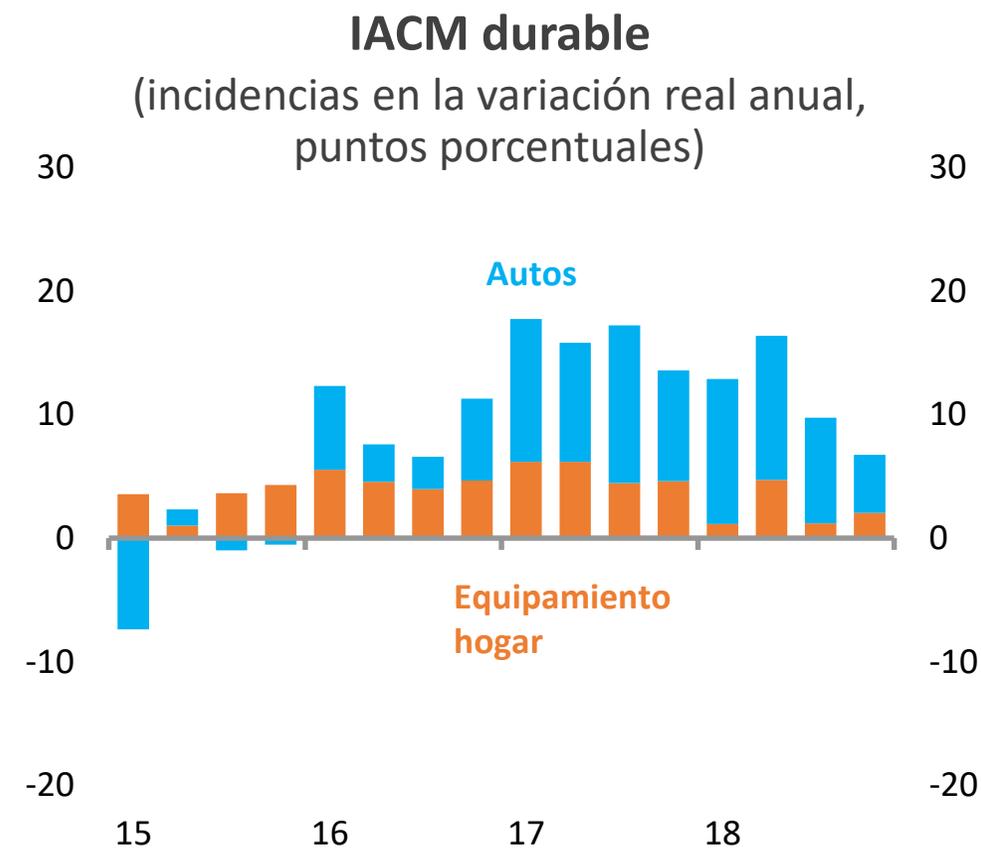


(1) Serie desestacionalizada con X13. (2) Promedio móvil anual. (3) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo). Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.

El consumo privado creció 4% el 2018, superior al de años previos. En la moderación más reciente ha incidido la estabilización de las ventas automotrices, las que alcanzaron un máximo histórico en el 2018.



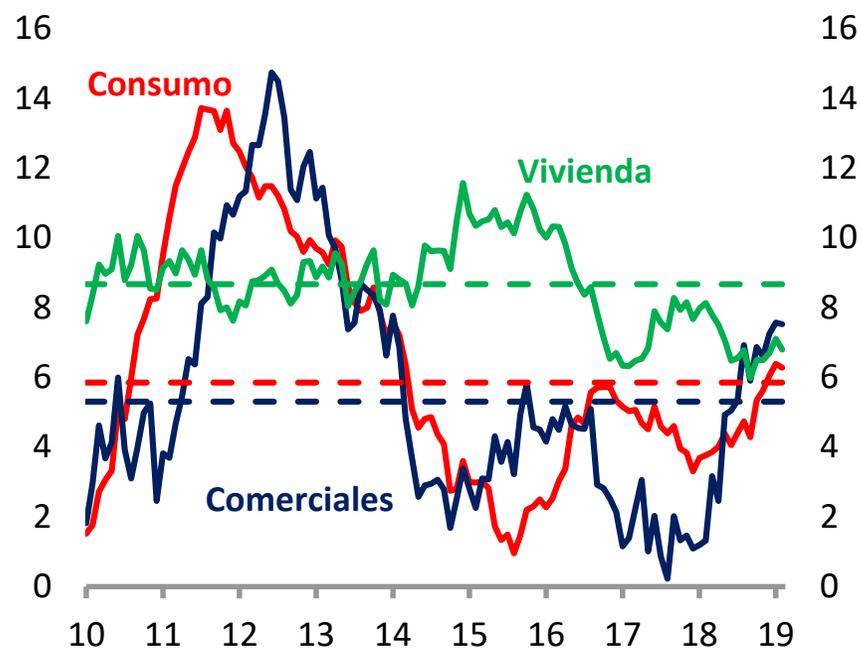
Fuente: Banco Central de Chile.



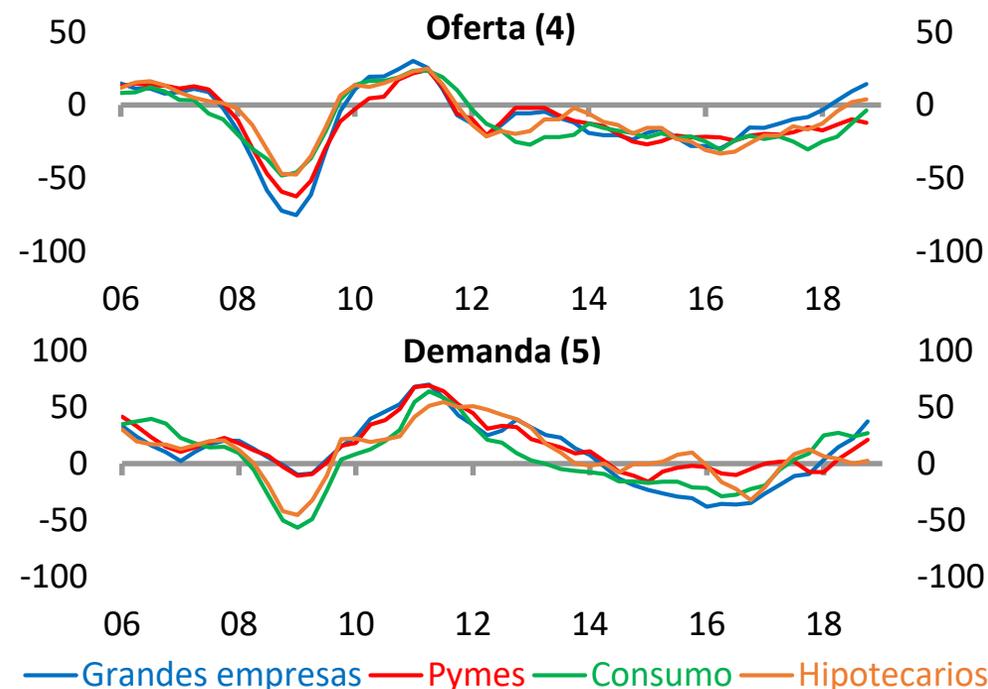
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Las condiciones financieras internas siguen favorables. El crecimiento del crédito continuó aumentando e indicadores cualitativos dan cuenta de un fortalecimiento tanto de la demanda como de la oferta por crédito.

**Colocaciones reales (1) (2)**  
(variación anual, porcentaje)



**Encuesta de Crédito Bancario (3)**  
(balance de respuestas, porcentaje)

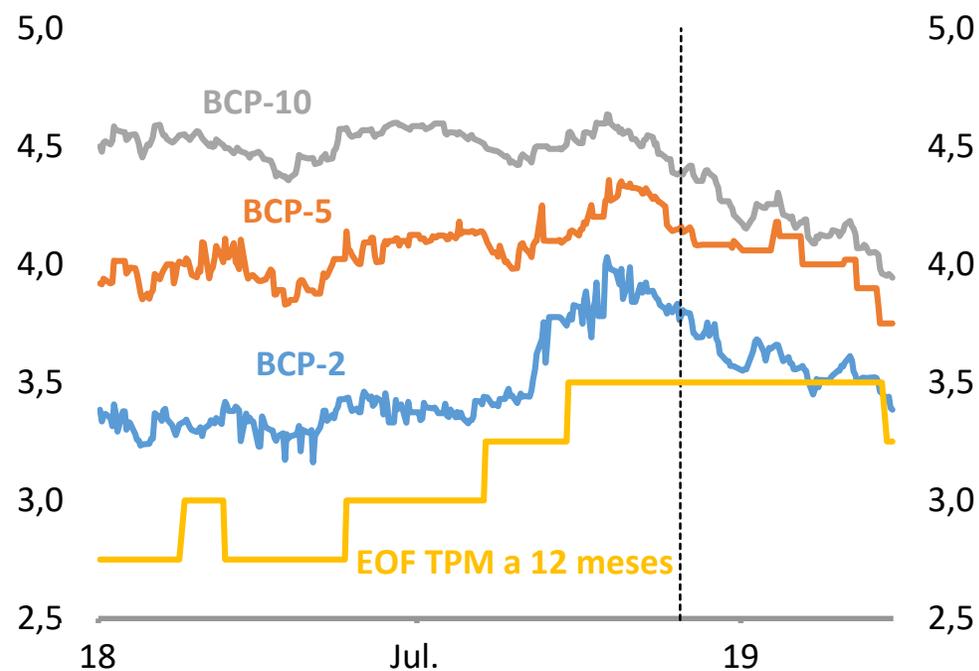


(1) Datos reales contruidos con el empalme del IPC base anual 2018.  
(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie. Fuente: Banco Central de Chile en base a la información de la SBIF.

(3) Media móvil anual del promedio de respuestas por trimestre. (4) Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior. (5) Valores negativos (positivos) indican una demanda más débil (más fuerte) que en el trimestre inmediatamente anterior. Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés a plazos más largos disminuyeron desde el cierre del IPoM de diciembre, similar a la tendencia de los mercados financieros externos. El costo del crédito interno permanece bajo en perspectiva histórica.

**Tasas de bonos del Banco Central de Chile (1)**  
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre del 2018. Fuente: Banco Central de Chile.

**Tasa de interés por tipo de colocación (2)**  
(índice 2002-2019=100)



(2) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (3) Corresponden a colocaciones en UF. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

A line chart with a grid background. The chart features two data series: a blue line and a brown line. Both lines show an overall upward trend with some fluctuations. The blue line starts at a lower point than the brown line but eventually crosses it and reaches a higher peak. The brown line starts higher but ends at a lower point than the blue line. The chart is partially obscured by a dark blue gradient on the right side.

3

## Perspectivas y riesgos

En el escenario base, el PIB alcanzará un crecimiento entre 3 y 4% en el 2019 y también en el 2020. La primera proyección del 2021 considera que se ubicará entre 2,75 y 3,75%, en torno a la estimación actual del crecimiento tendencial.

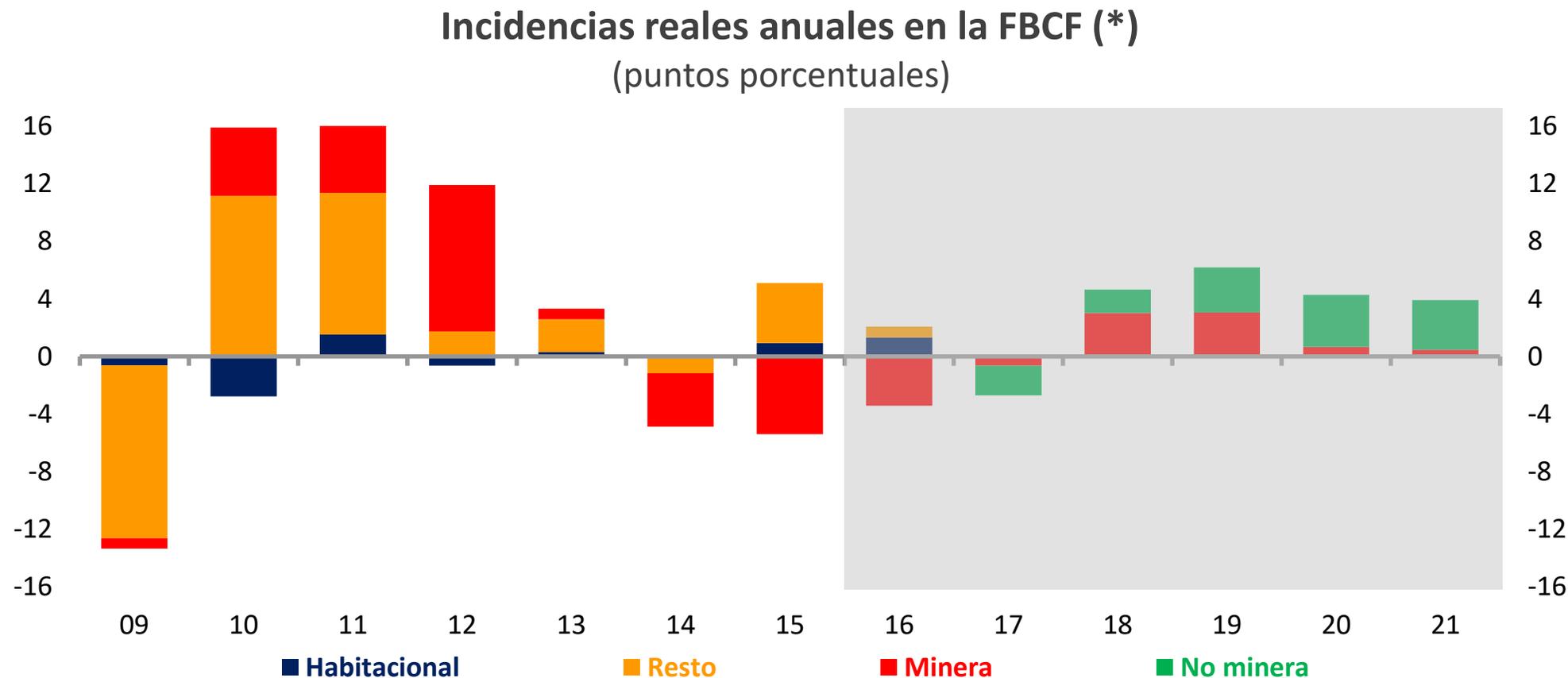
**Escenario interno**  
(variación anual, porcentaje)

	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.

La inversión se mantendrá como el componente más dinámico del gasto, proyectándose tasas de expansión más elevadas que en diciembre. Si bien la minería seguirá liderando la inversión en 2019, hacia el 2020 la porción no minera también tomará tracción.



(\*) Inversión sectorial para el 2016 es una estimación construida a partir del dato revisado para la inversión agregada. La cifra sectorial actualizada para el año 2016 se publicará en abril del 2019. Para el 2017 y el 2018 la inversión minera se estima considerando la información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera la información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para informar las proyecciones del período 2019-2021, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC. Fuente: Banco Central de Chile.

El impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años seguirá siendo positivo, pero menor al de los dos años previos. Esto combina la corrección a la baja del crecimiento mundial y condiciones financieras algo más favorables que las previstas en diciembre.

### Supuestos del escenario base internacional

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

(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario base, se volvió a reducir la proyección del crecimiento mundial y de los socios comerciales para este y el próximo año. Las previsiones siguen siendo inferiores a las de las contrapartes.

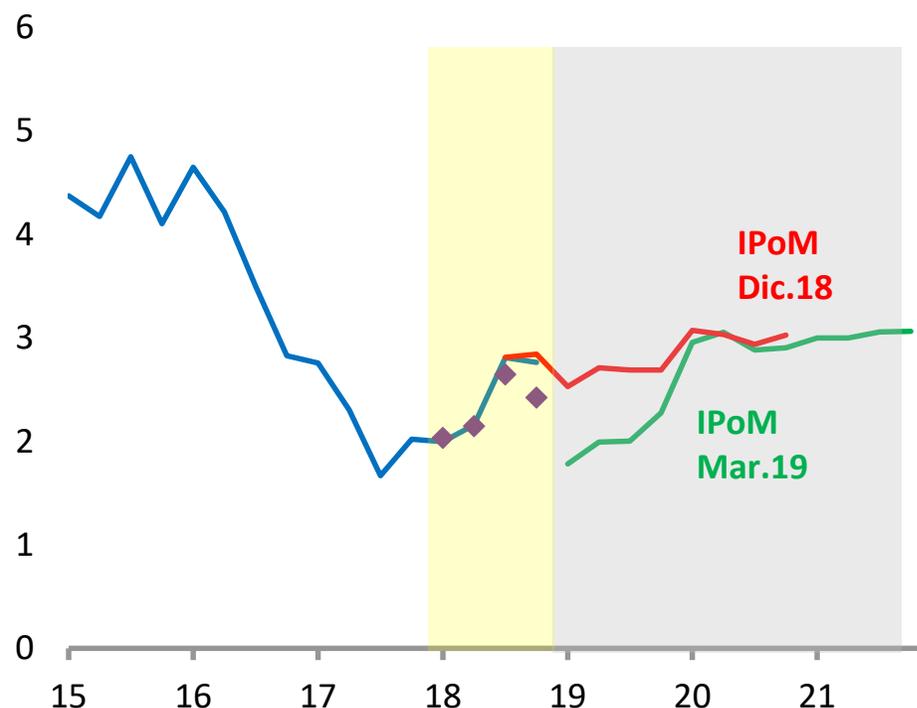
**Crecimiento mundial (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

	2018 (e)	2019 (f)				2020 (f)		
		CF	IPoM	CF	IPoM	IPoM	CF	IPoM
		Nov.18	Dic.18	Mar.19	Mar.19	Dic.18	Mar.19	Mar.19
Mundo a PPC	3,7	3,6	3,5	3,3	3,3	3,3	3,4	3,2
Mundo a TC de mercado	3,0	3,0	2,8	2,7	2,6	2,7	2,7	2,6
Socios comerciales	3,5	3,6	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3	3,2
Estados Unidos	2,9	2,7	2,3	2,4	2,1	1,7	2,0	1,7
Eurozona	1,8	1,7	1,8	1,2	1,1	1,7	1,4	1,5
Japón	0,8	1,1	0,8	0,7	0,8	0,5	0,4	0,5
China	6,6	6,3	6,1	6,2	6,1	6,0	6,1	6,0
India	7,3	7,5	7,6	7,3	7,5	7,5	7,4	7,4
Resto de Asia	4,2	4,3	4,0	4,2	3,9	4,1	4,2	3,9
América Latina (excl. Chile)	0,7	1,7	1,8	1,3	1,6	2,5	2,3	2,3
Exp. de prod. básicos	2,5	2,4	2,3	1,8	2,2	2,2	2,1	2,2

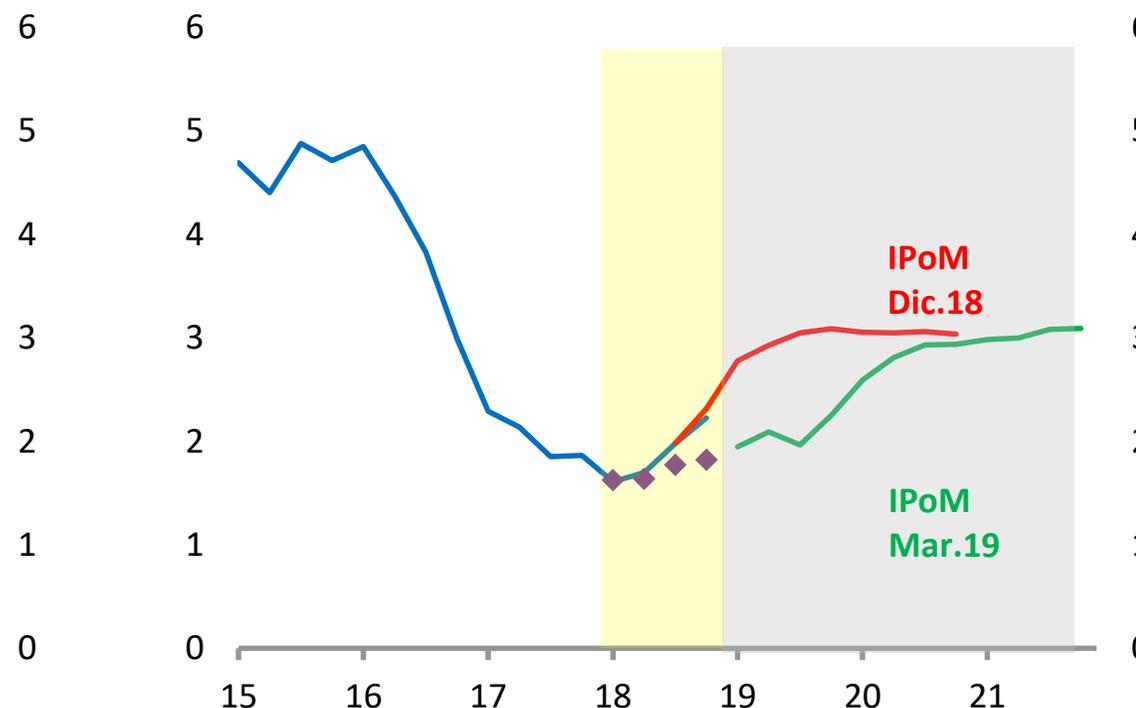
(e) Estimación. (f) Proyección. (\*) Existen diferencias en ponderadores y países agrupados, lo que implica que las proyecciones de agrupaciones de países no son estrictamente comparables. Fuentes: Banco Central de Chile, Consensus Forecasts y FMI.

La convergencia de la inflación a la meta se retrasa respecto de lo previsto en diciembre. La inflación total llegará a la meta durante el primer semestre del 2020, mientras que el IPCSAE lo hará en la segunda mitad de ese año.

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

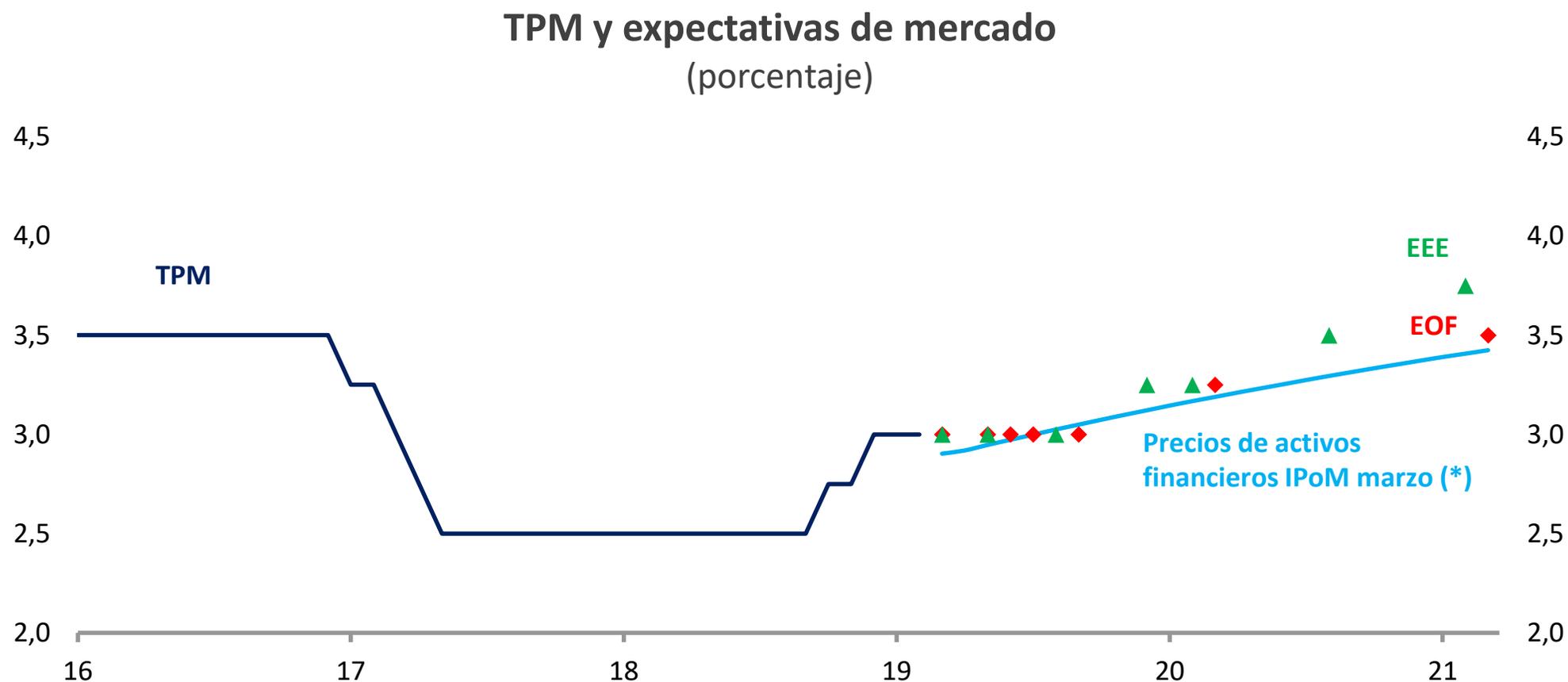


**Proyección de inflación IPCSAE (1) (2) (3)**  
(variación anual, porcentaje)



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

Ello requerirá un ritmo de normalización monetaria 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 de la EEE de marzo. En el mediano plazo, las proyecciones son coherentes con que la TPM alcance su nivel neutral hacia fines del horizonte de política.



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

Fuente: Banco Central de Chile.

# El Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación está equilibrado.

## Riesgos externos: sesgados a la baja

- Deterioro abrupto condiciones financieras
- Desaceleración pronunciada economía mundial
- Tensiones político - económicas

## Riesgos internos para actividad e inflación: equilibrados

- Holguras mayores que las estimadas
- Traspaso de la depreciación cambiaria más rápido
- Reversión factores de competencia en mercados específicos.

## Escenarios de sensibilidad

Escenario	PIB	Inflación	TPM
Deterioro condiciones financieras	(-)	(-)	Permanece en nivel actual por más tiempo
Mayor inversión	(+)	(+)	Retiro más rápido del estímulo monetario
Mayores holguras (inmigración)	(+)	(-)	Permanece en nivel actual por más tiempo

# Comentarios finales

El nivel actual de la inflación es menor que el previsto, en un contexto en que la economía mostró una recuperación notoria tanto de la actividad como de la demanda respecto de la expansión de años previos. Se aprecian mayores holguras producto de factores de oferta, no por debilidad de la demanda.

Si bien será necesario continuar con el proceso de normalización del estímulo monetario, la menor inflación permite que este proceso sea llevado a cabo a un ritmo más pausado que el considerado en diciembre.

Para efectos de las proyecciones, en el corto plazo, se utiliza como supuesto de trabajo la trayectoria de la TPM de la EEE de marzo, la que no contempla alzas al menos durante los próximos dos trimestres.

En el mediano plazo, las proyecciones son coherentes con que la TPM alcance su nivel neutral hacia fines del horizonte de política, a comienzos de 2021.

El Banco Central actualizará la estimación de los parámetros estructurales que enmarcan la política monetaria –PIB tendencial, PIB potencial, brecha de actividad y TPM neutral– con el IPoM de junio, considerando los cambios que ha experimentado la economía chilena y su entorno en los últimos dos años.

# Comentarios finales

En un momento de mayor incertidumbre para la economía mundial, Chile se encuentra en un buen pie para enfrentar escenarios más adversos.

En particular, la política monetaria se encuentra hoy en una posición expansiva, sin presiones inflacionarias inminentes y con espacio para reaccionar frente a eventuales shocks externos.

Esto se suma al rol amortiguador que cumple la flotación cambiaria y la protección que representa contar con un mercado de capitales profundo y una baja exposición de los agentes económicos a riesgos cambiarios y financieros.

Las decisiones recientes del Banco Central demuestran que este cumple con su compromiso de conducir la política monetaria con gradualidad y cautela y que puede adecuar la trayectoria de la misma, sin inercias ni complejos, al incorporar nueva información que influya sobre su diagnóstico de la economía chilena y su entorno externo.

A line chart with a grid background. The chart features three data series: a blue line at the top, a dark brown line in the middle, and a light brown line at the bottom. All three lines show a similar fluctuating pattern over time. The blue line starts at a low point, rises to a peak, dips, rises again to a higher peak, dips, and then rises to its highest peak. The dark brown line follows a similar pattern but at a lower level. The light brown line also follows a similar pattern but at the lowest level. The x-axis has labels 14, 16, 18, 20, and 22. The y-axis has a label 'Visits' at the top left.

4

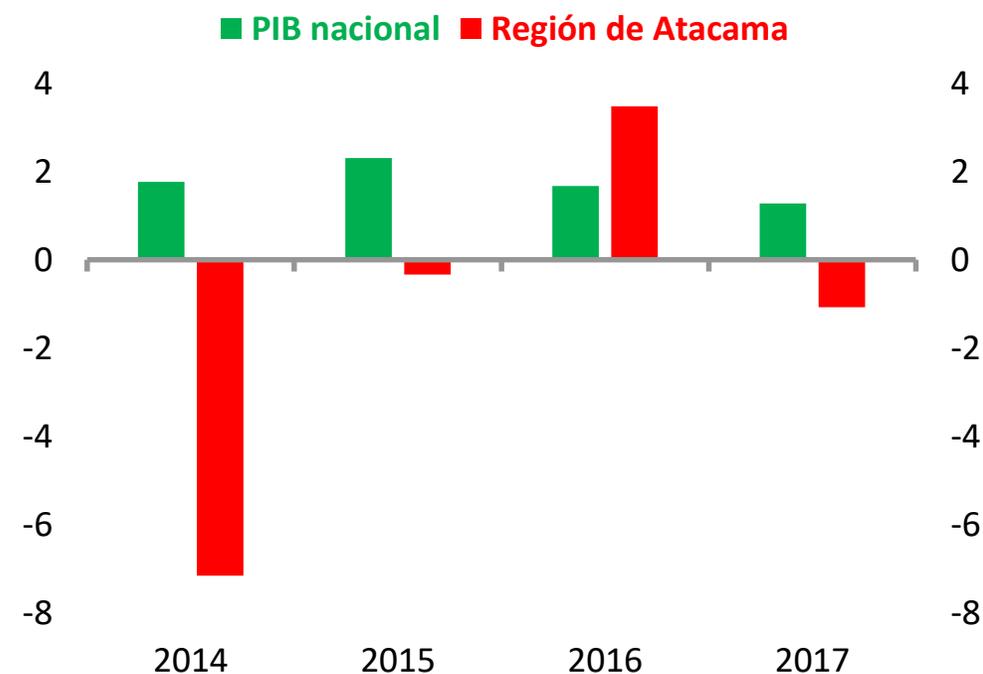
## Región de Atacama

La minería continúa siendo la principal actividad económica de la región. El 2017 la región tuvo una tasa de crecimiento menor a la del PIB regional.

Composición regional del PIB sectorial  
(porcentaje)

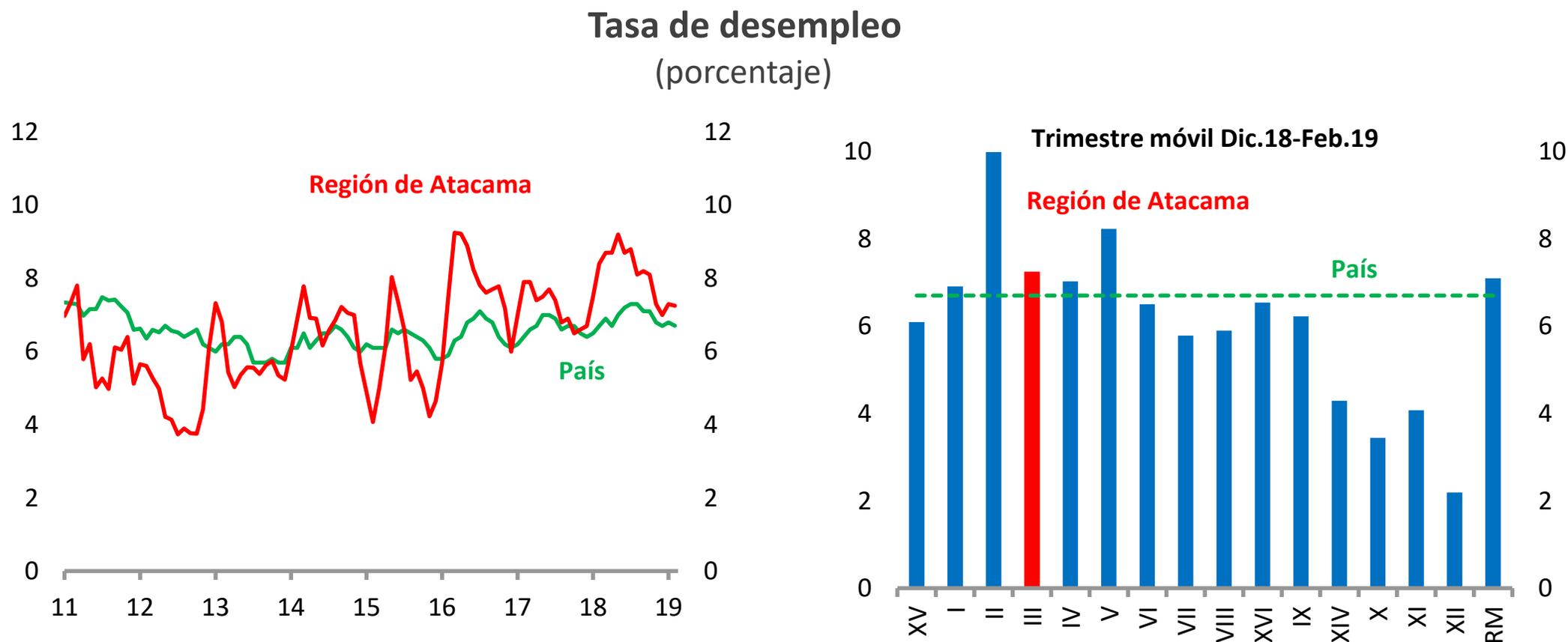


PIB nacional y de la región  
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La tasa de desempleo de la Región de Atacama ha disminuido desde mediados del 2018 y se ubica por debajo de su registro de hace un año.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

# IPN: Percepciones Macrozona Norte

Los entrevistados siguen dando cuenta de bastante heterogeneidad en la evaluación del desempeño de sus negocios, aunque varios comentan que hacia fines de año se observó cierto repunte. Con todo, la mayoría espera un 2019 muy similar al 2018.

Así, dentro de los entrevistados de la minería, hay una porción que manifiesta una mayor actividad o expectativas de un pronto repunte, mientras otros han tenido desempeños por debajo de lo anticipado y han seguido resintiendo la ausencia de grandes proyectos.

Respecto de la inversión, resalta el dinamismo de las actividades relacionadas con la comercialización de maquinarias y equipos, principalmente ligadas al sector minero.

En cuanto al mercado laboral, no se señalan cambios importantes en las dotaciones de las empresas entrevistadas.

La gran mayoría de los entrevistados sigue resaltando la elevada competencia y la mantención de políticas orientadas a controlar los costos, por lo que ven poco espacio para subir precios en lo venidero.

En las condiciones financieras no se aprecian mayores cambios, con tasas de interés que se perciben bajas y un acceso fluido a financiamiento bancario para la mayoría, más allá de que no haya mayores señales de una reversión de la extensión de plazos de pago producida en los últimos años.

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2019



Pablo García S.  
Consejero

Banco Central de Chile, 4 de abril de 2019