

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2019



Rosanna Costa
Consejera

Banco Central de Chile, 12 de septiembre de 2019

Principales mensajes

- Las perspectivas para el escenario macroeconómico se han debilitado, incrementando los riesgos para la oportuna convergencia de la inflación a 3%.
- Parte importante de ello se debe a la evolución del escenario externo, donde las tensiones comerciales han aumentado la incertidumbre global.
- La desaceleración del crecimiento en distintas economías y el descenso en los volúmenes de comercio han marcado la evolución del escenario internacional y deteriorado significativamente sus perspectivas.
- En el plano local, durante el segundo trimestre la actividad y la demanda crecieron bajo lo esperado. Si bien, buena parte de ello se atribuye a factores puntuales en algunos sectores, destaca el pobre desempeño de la industria.
- Por el lado de la demanda sorprende el menor avance del consumo y la caída de las exportaciones, mientras que la inversión total tuvo un dinamismo mayor que el esperado.
- Hacia adelante, se prevé una recuperación más gradual de la economía, en razón del menor impulso externo y una mayor persistencia de los factores que incidieron en la sorpresa por el lado de la demanda.
- La inflación total y subyacente (IPCSAE) siguen en niveles reducidos, en torno a 2% anual. La convergencia de la inflación a la meta se dará en 2021, es decir, hacia finales del horizonte de política.
- En este contexto, en su Reunión de septiembre el Consejo decidió reducir la tasa de interés de política monetaria (TPM) en 50 puntos base (pb), ubicándola en 2,0%.

1

Escenario internacional



Escenario Internacional

- El impulso externo será menor al esperado. La relevancia adquirida por las cadenas de valor global han transmitido los efectos de la guerra comercial más allá de las economías directamente involucradas, como lo refleja la debilidad del comercio global y de la actividad manufacturera.
- La mayor incertidumbre y el pesimismo también ha afectado los mercados financieros globales y la política monetaria se ha tornado más expansiva en el mundo.
- Las volatilidades aumentaron, las bolsas reaccionaron a la baja, las monedas se depreciaron contra aquellas que se perciben como refugio y las tasas largas han evidenciado un mercado descenso.
- Esto se replicó en Chile con una depreciación del peso y una baja de las tasas de papeles nominales y reajustables.
- Las perspectivas para las materias primas también bajan, aunque moderadamente.

Desde el IPoM de junio, destaca la intensificación del conflicto comercial entre EE.UU. y China. La última ronda de aranceles lleva a que gravámenes sobre importaciones entre ambos países superen el 20%.

Hechos destacados del conflicto comercial



Estados Unidos

Acero y aluminio:

- 25% en acero; 10% en aluminio (Mar.18)

Maquinaria y equipos:

- 25% sobre US\$16.000 millones (Ago.18)

US\$200.000 millones adicionales:

- 10% en muebles y electrodomésticos (Sep.18)
- Elevado a 25% en May.19

Arancel sobre US\$200.000 millones será elevado a 30% en Oct.19

US\$300.000 millones adicionales:

- 15% en productos de consumo, celulares y vestuario. Implementado entre Sep.19-Dic.19



China

Aluminio, carne de cerdo, frutas, y otros bienes (Abr.18)

Petróleo, productos de acero, autos, equipamiento médico

- Sobre US\$16.000 millones (Ago.18)

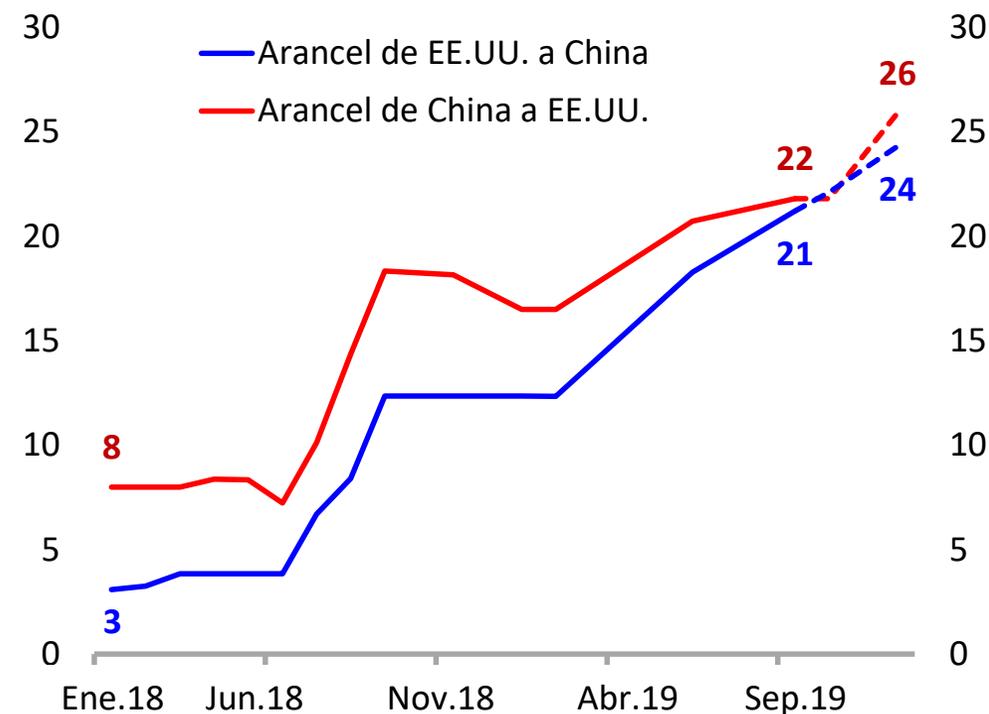
Bienes agrícolas y productos alimenticios:

- 5-10% sobre US\$60.000 millones (Sep.18)

US\$75.000 millones adicionales:

- 5-25% en autos y partes, productos agrícolas y otros. Implementados entre Sep.19-Dic.19

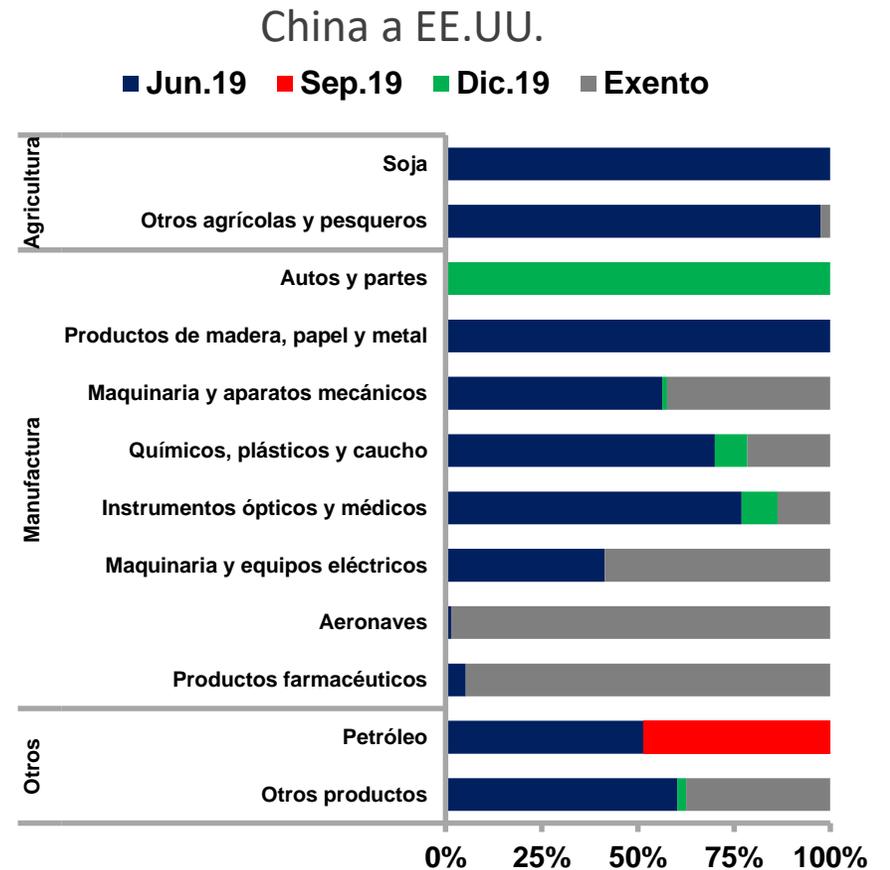
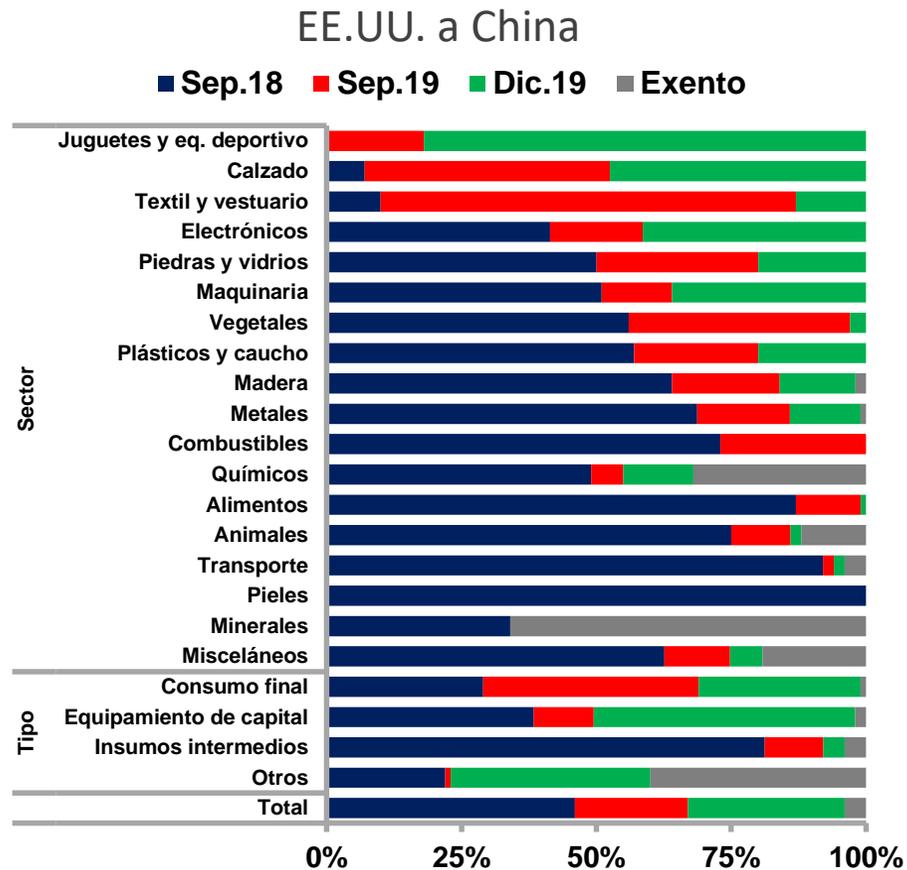
Aranceles bilaterales (porcentaje promedio)



Fuente: Peterson Institute for International Economics, Office of the United States Trade Representative.

EE.UU. ha comenzado a imponer aranceles sobre bienes de consumo, mientras China responde con derivados del petróleo.

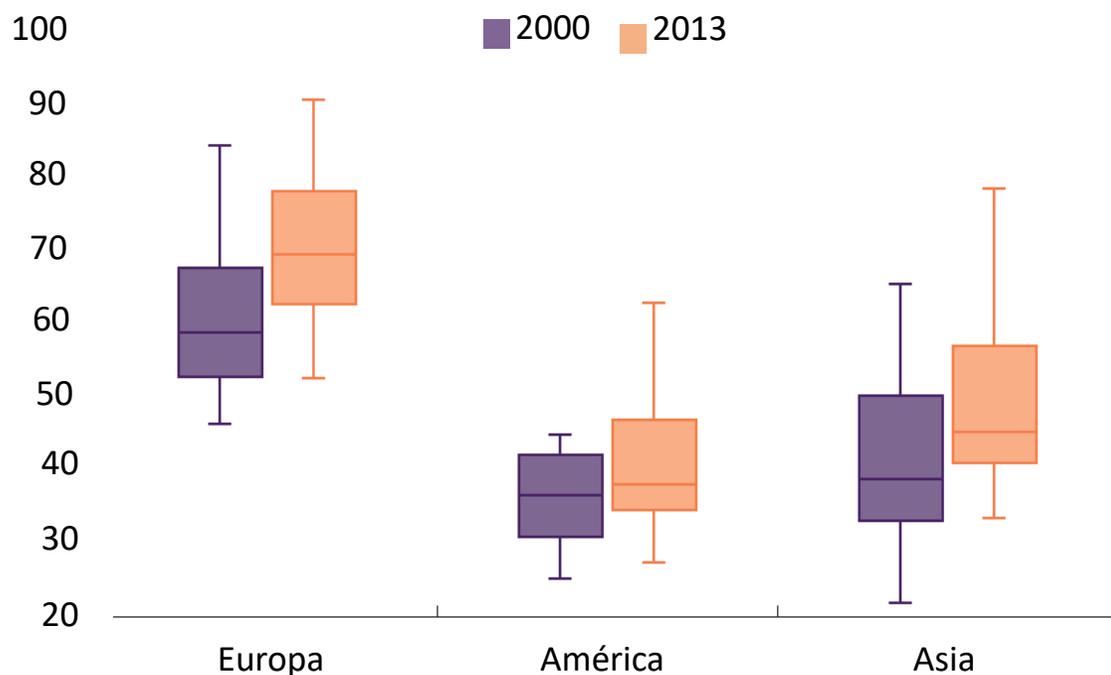
Porcentaje de Importaciones Sujeto a Aranceles Bilaterales



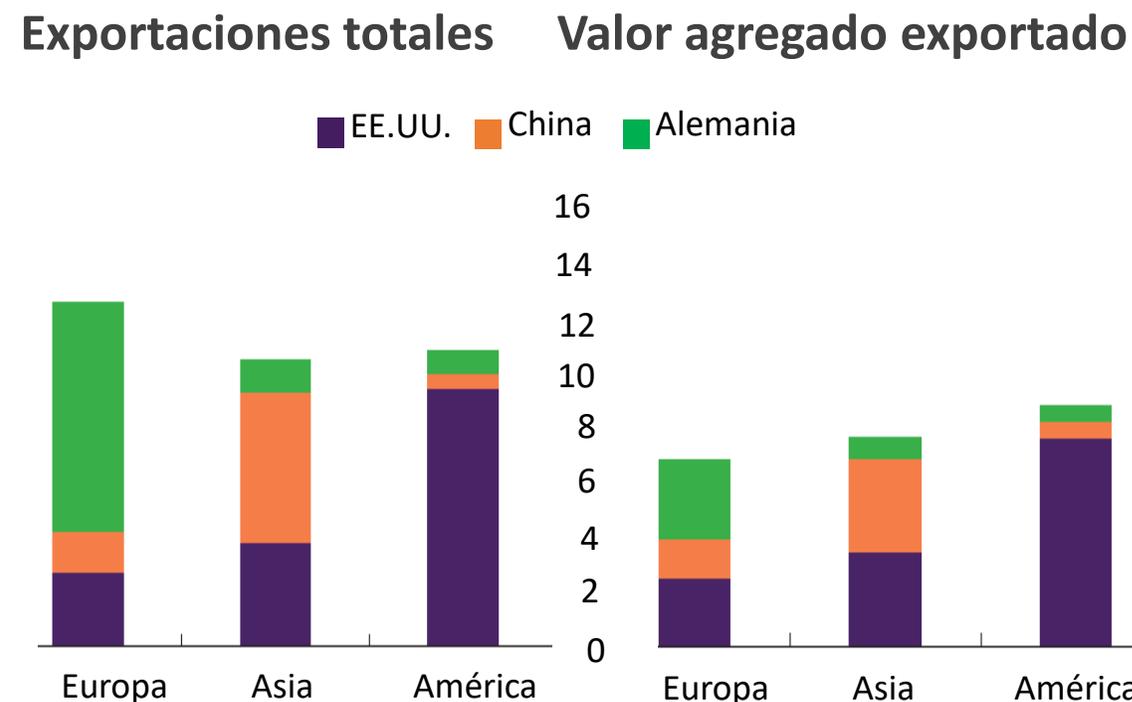
Fuente: Peterson Institute for International Economics, Office of the United States Trade Representative.

En un comienzo, se esperaba que los efectos de la guerra comercial fueran especialmente visibles en los países directamente involucrados. Sin embargo, la relevancia de las cadenas de valor global (CVG) los ha transmitido a muchas más economías. El comercio asociado a las CVG representa 56% del total del comercio (UNCTAD). El funcionamiento de las CVG amplificaría los efectos del conflicto.

Participación en las CVG
(porcentaje de las exportaciones,
mediana entre países)



Exposición a *trade hubs*
(porcentaje del PIB)



Fuente: Trade Tensions, Global Value Chains, and Spillovers, FMI, Junio 2019.

Esto ha contribuido al debilitamiento generalizado que ha tenido el comercio mundial y la actividad manufacturera. Todo ello ha afectado de manera importante las expectativas y las decisiones de inversión en diversos países.



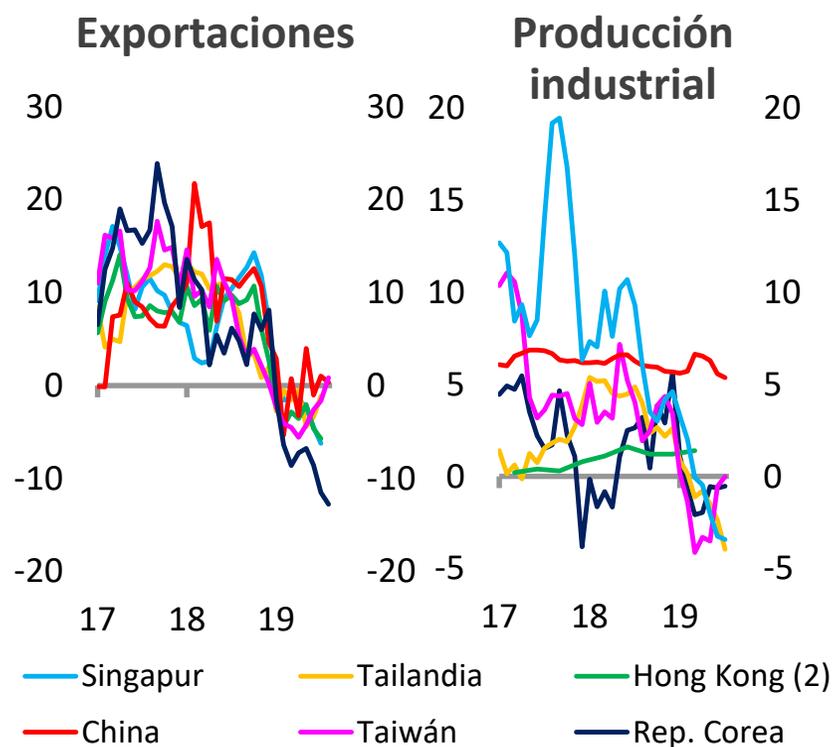
(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). Fuente: JP Morgan.

(2) Promedio de tres meses móviles. Fuente: CPB World Trade Monitor.

El menor crecimiento económico de China ha afectando al resto de Asia emergente, en particular a las exportaciones y la producción industrial. Esto ha significado un recorte relevante en las perspectivas de crecimiento para ese bloque. En América Latina, la desaceleración se explica tanto por el peor escenario externo como por factores idiosincráticos.

Indicadores Asia emergente (1)

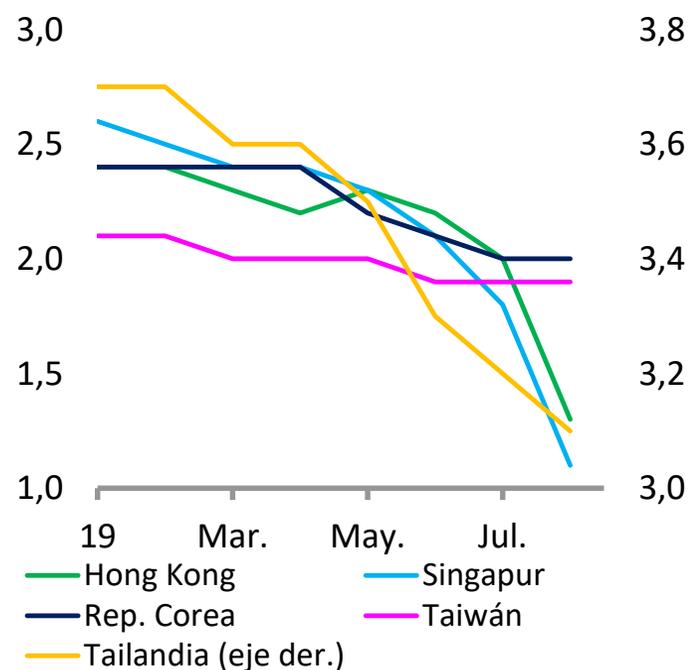
(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses. (2) Cifras de producción industrial son trimestrales. Fuente: Bloomberg y Oficina de Economía Industrial de Tailandia.

Asia emergente: perspectivas de crecimiento 2019

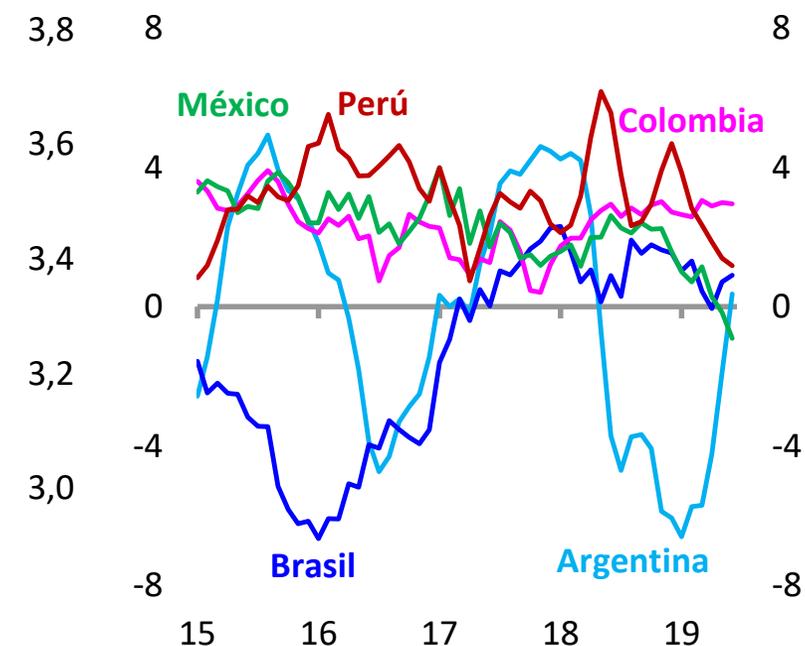
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

Índice de actividad mensual en América Latina (2)

(variación anual, porcentaje)

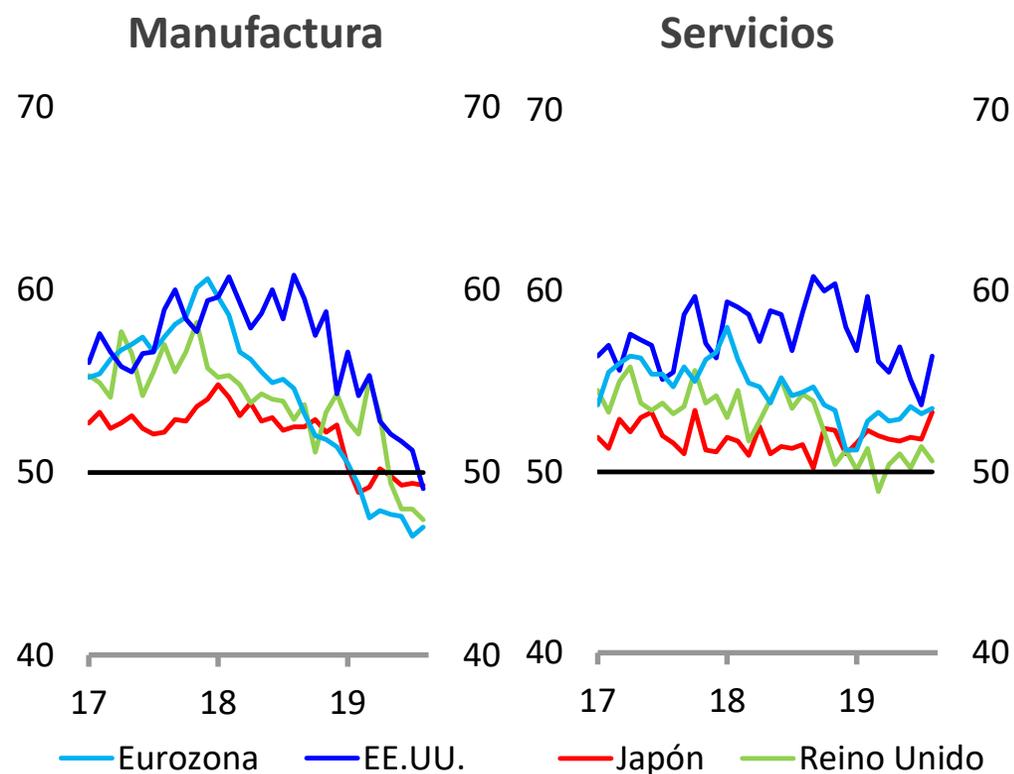


(2) Promedio de tres meses móviles. Fuente: Bloomberg

En línea con este panorama, el desempeño de las **economías desarrolladas** también ha caído, aunque matizado por la resiliencia que exhiben el consumo y sus fundamentos. Destaca un efecto diferenciado entre manufactura y servicios.

Perspectivas sectoriales (1)

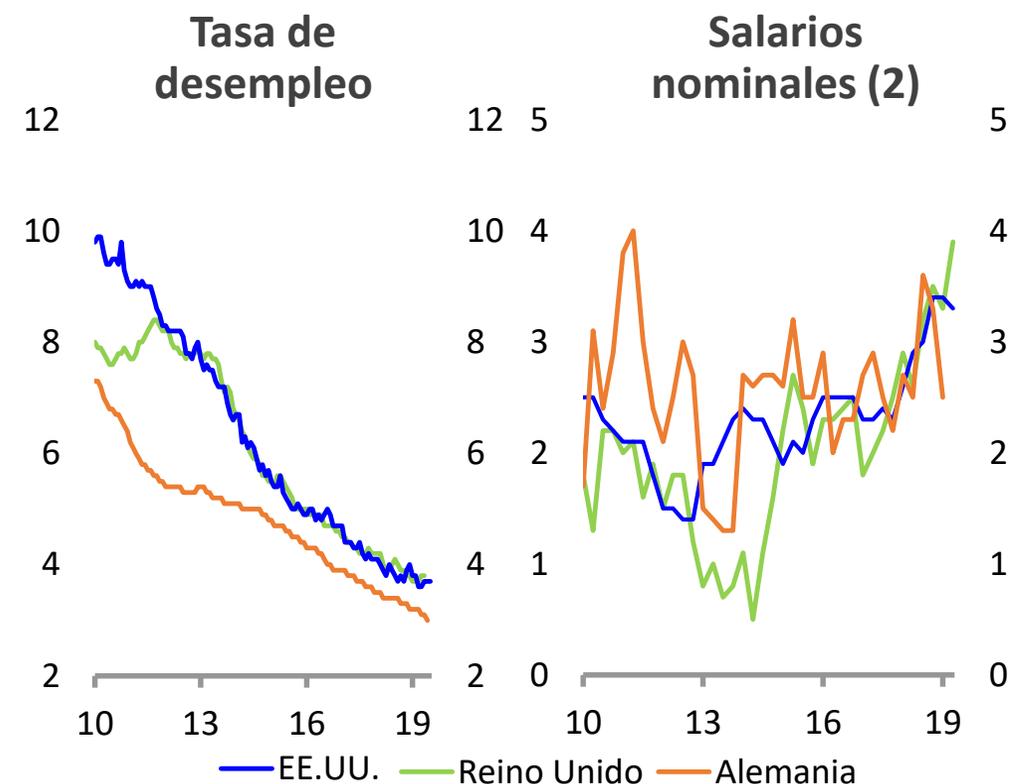
(índice de difusión, pivote=50)



(1) Medidos por el índice de gerentes de compra (PMI), excepto en EE.UU., donde se utiliza el ISM. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción). Fuente: Bloomberg.

Mercado laboral economías seleccionadas

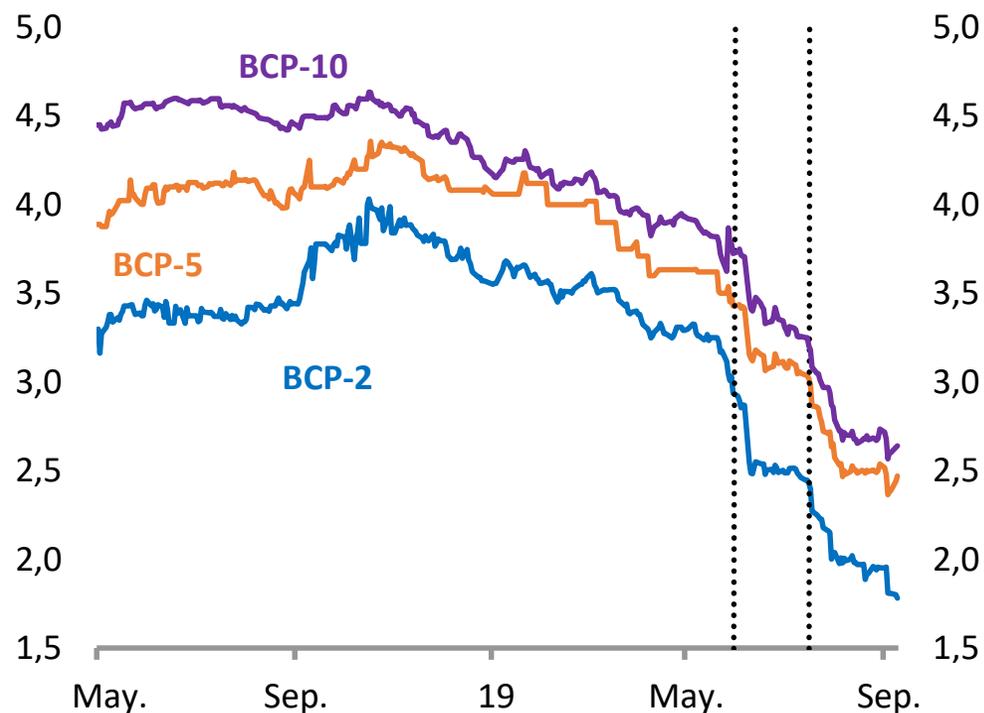
(porcentaje; variación anual, porcentaje)



(2) Datos trimestrales. Fuente: Bloomberg.

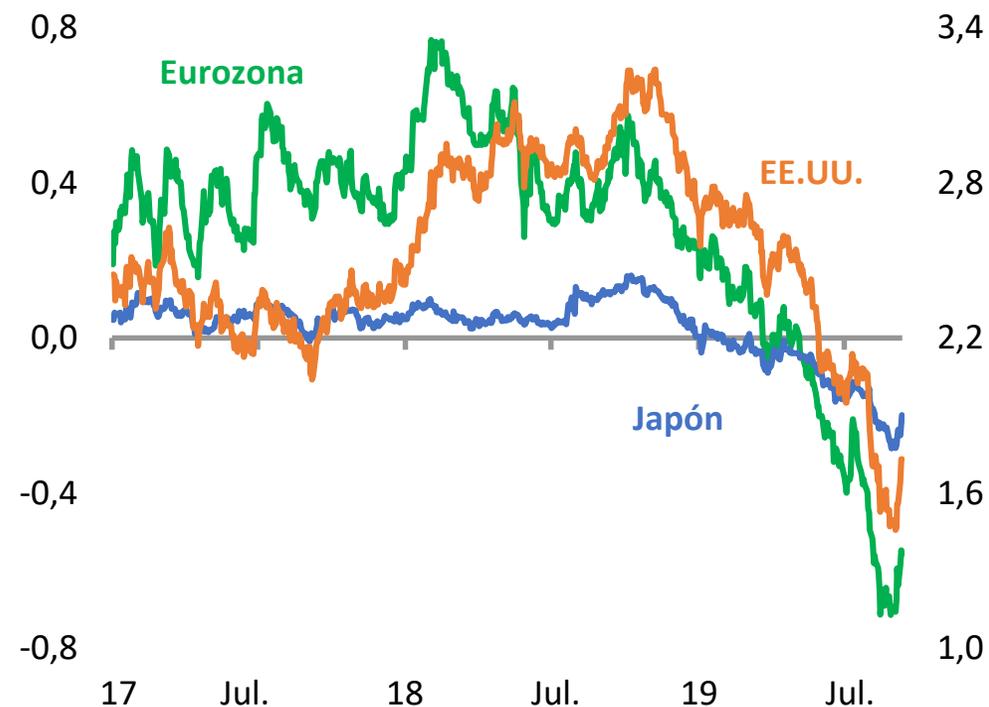
La mayor **incertidumbre** global, a la luz de los desarrollos recientes, ha aumentado la preferencia por instrumentos más seguros. Ello se ha reflejado en un marcado descenso de las tasas de interés de largo plazo en el mercado de renta fija.

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



(1) Línea vertical punteada izquierda corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019. (2) Línea vertical punteada derecha corresponde al comunicado de la RPM de julio del 2019. Fuente: Banco Central de Chile.

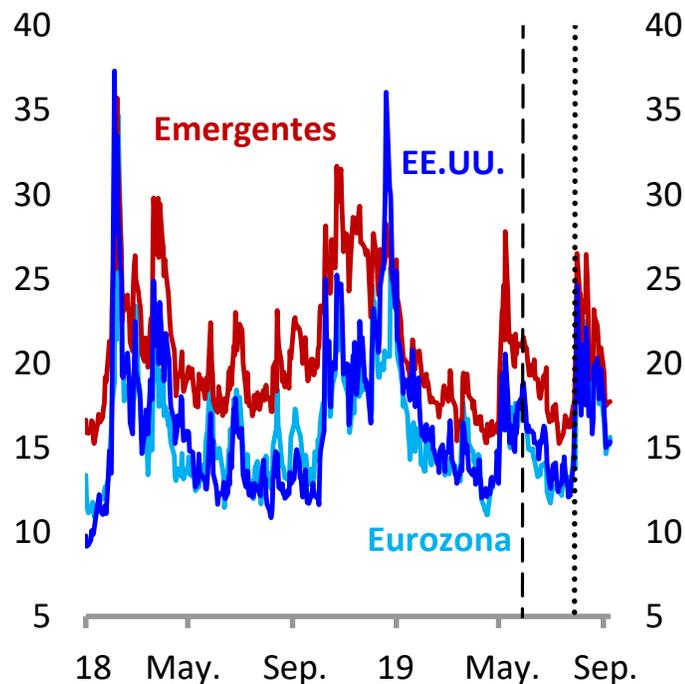
Tasas de interés de bonos a 10 años
(porcentaje)



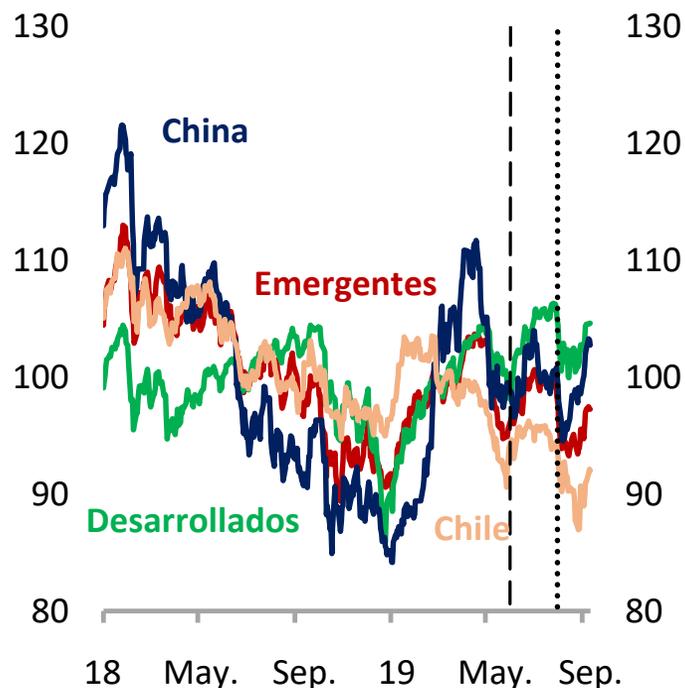
Fuente: Bloomberg.

También se observa un deterioro de los índices de volatilidad y las plazas bursátiles, así como una depreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar y otras consideradas como refugio. En el mercado local se han replicado estos movimientos.

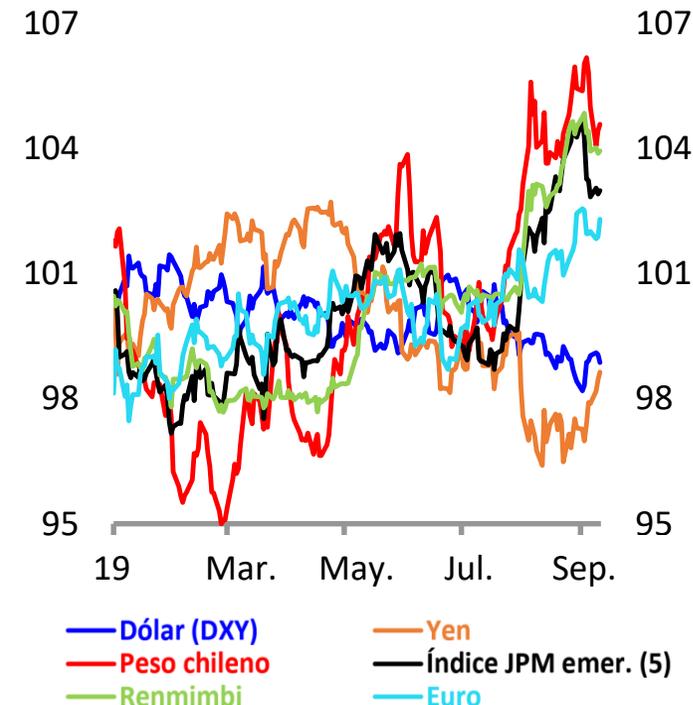
Volatilidad en bolsas (1) (2)
(porcentaje)



Mercados bursátiles (2) (3)
(índice 2018-2019=100)



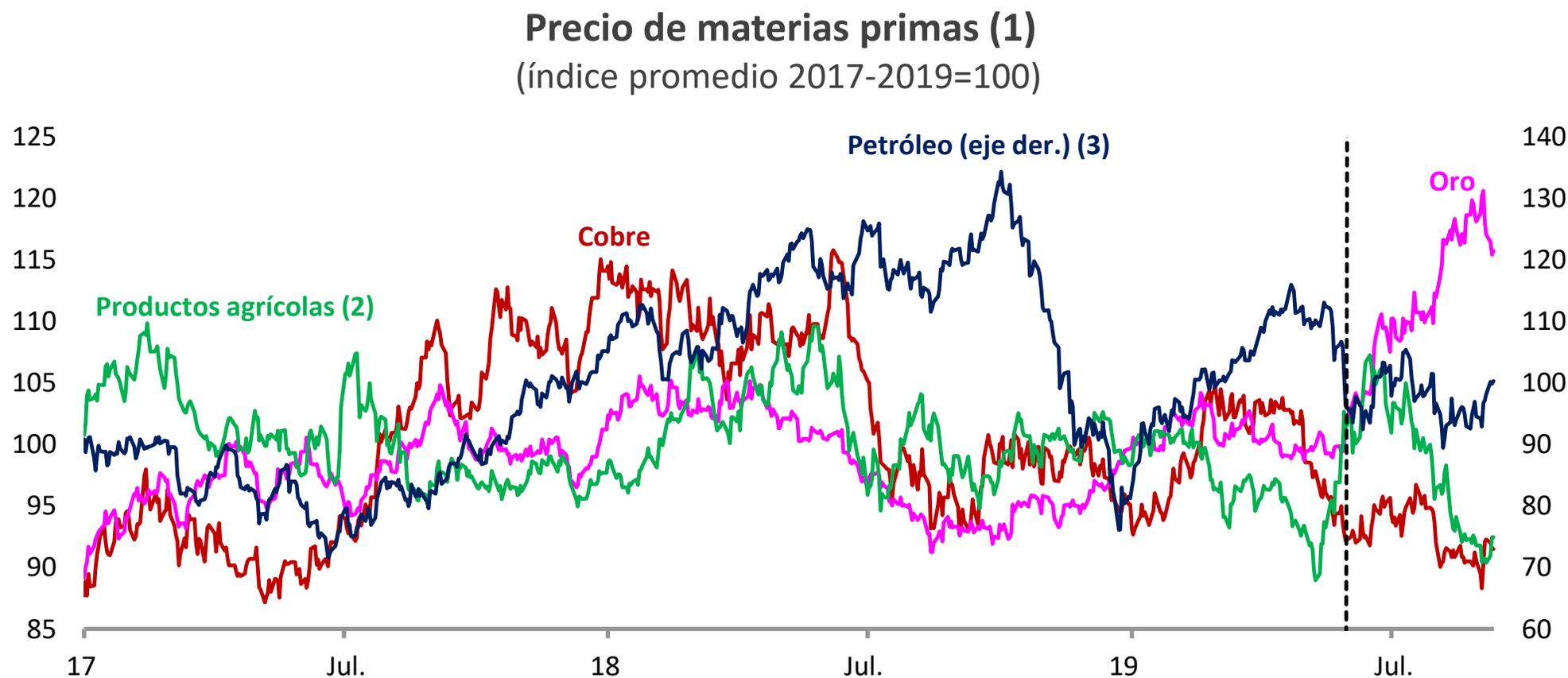
Evolución de monedas (4)
(índice promedio 2019=100)



(1) Para Eurozona, países emergentes y EE.UU., la volatilidad está dada por V2TX Index, VXEEM Index y VIX Index, respectivamente. (2) Línea segmentada vertical izquierda representa el cierre estadístico del IPoM de junio. Línea punteada vertical derecha representa el anuncio realizado el 1 de agosto del 2019 sobre nuevas tarifas a importaciones chinas por parte de EE.UU. (3) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile y China se utilizan el IPSA y el Shanghai Composite Index, respectivamente. Fuente: Bloomberg.

(4) Aumento (baja) indica depreciación (apreciación). (5) Índice JP Morgan compuesto por Singapur, India, China, Chile, México, Brasil, Sudáfrica, Hungría, Rusia y Turquía. Fuente: Bloomberg.

Los precios de las materias tuvieron caídas generalizadas, de la mano de una percepción más débil de la demanda global, por la relevancia de China como consumidor de estos productos principalmente, y un dólar más fuerte. Con todo, el valor del oro ha alcanzado su máximo en varios años, por ser considerado activo de refugio.

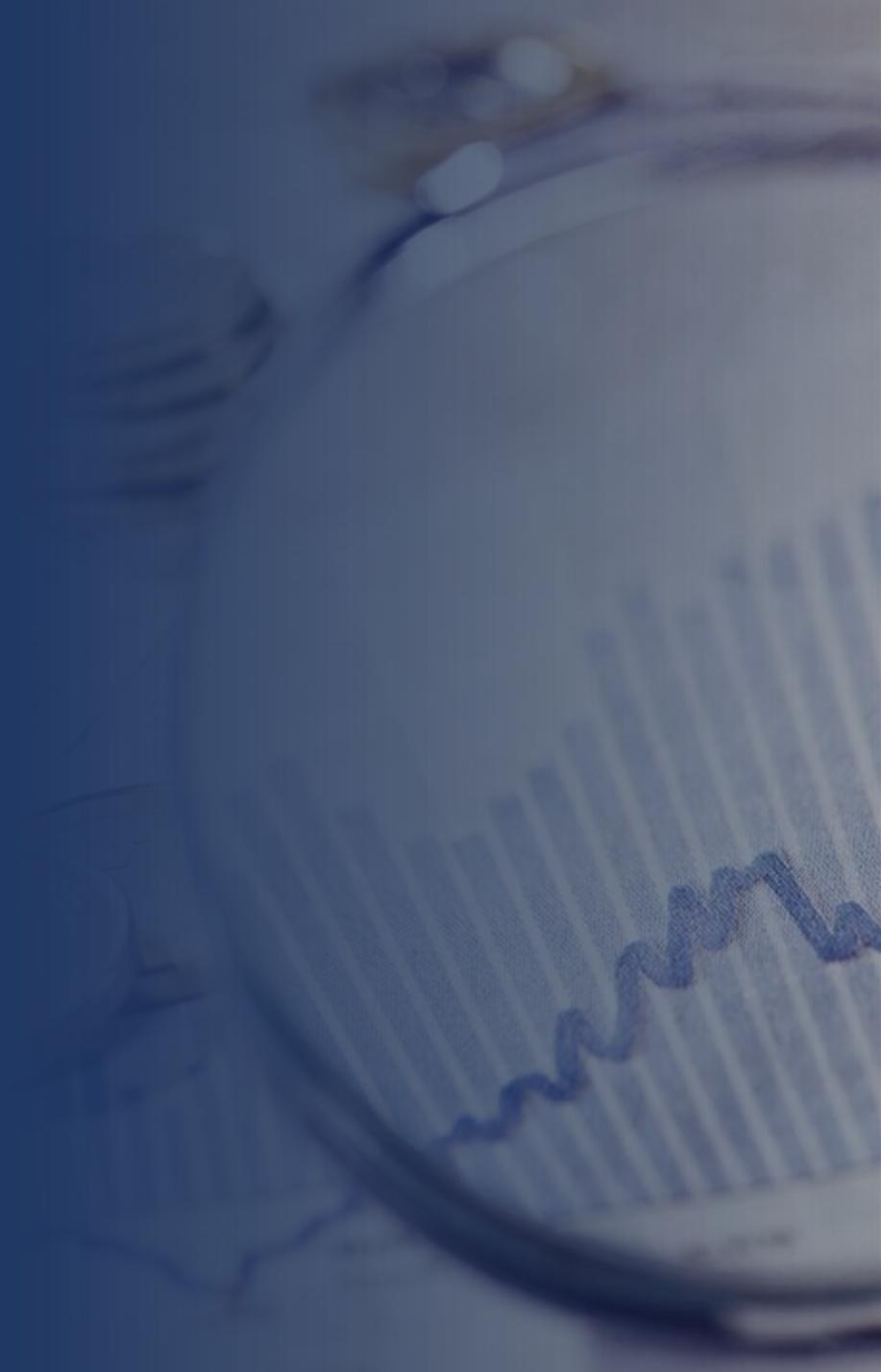


(1) Línea punteada vertical corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio. (2) Índice elaborado por Standard & Poor's y Goldman Sachs. (3) Promedio simple entre el barril de petróleo Brent y WTI. Fuente: Bloomberg.

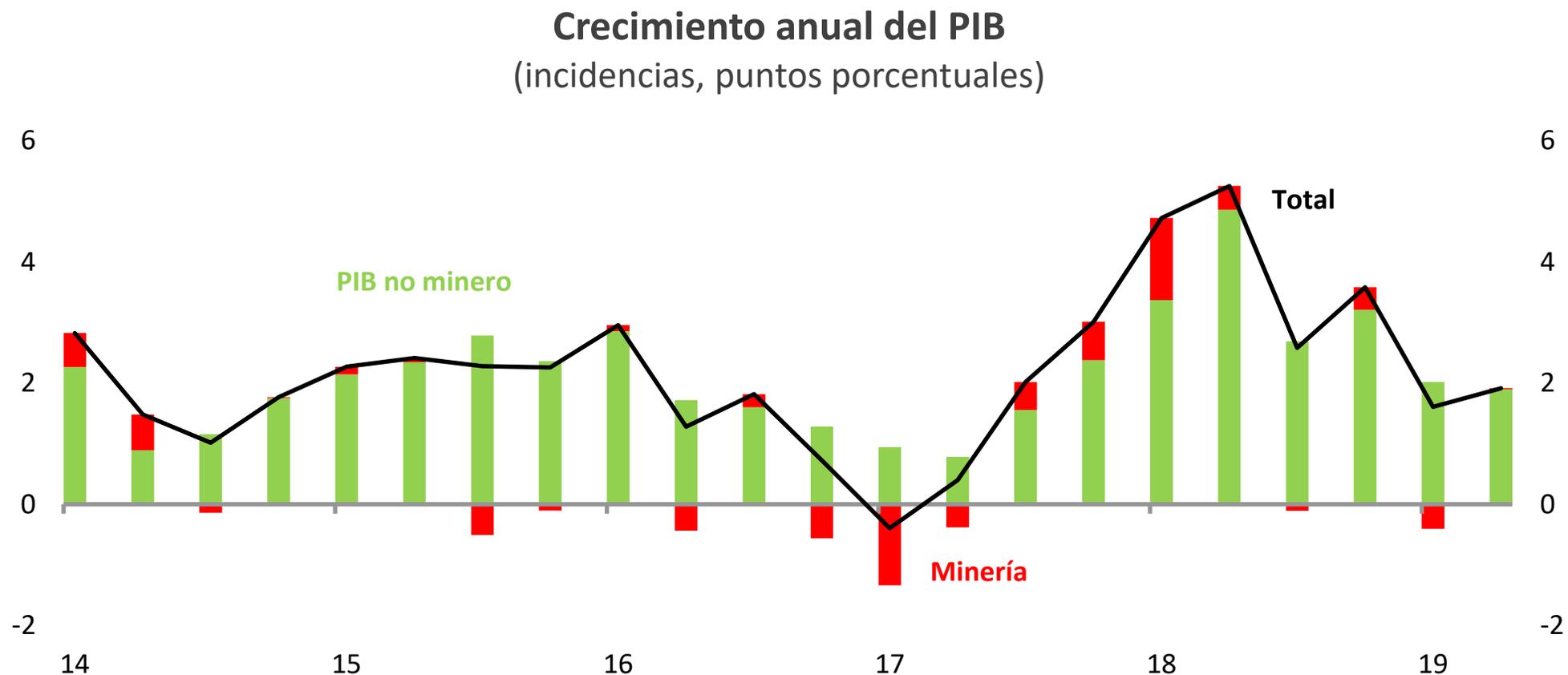
The background consists of a dark blue overlay with a semi-transparent financial data table and a photograph of several stacks of coins. The table contains numerical values and the acronym 'ATO'. The coins are arranged in four stacks of increasing height from left to right. A yellow line graph is visible in the bottom left corner.

2

Escenario interno

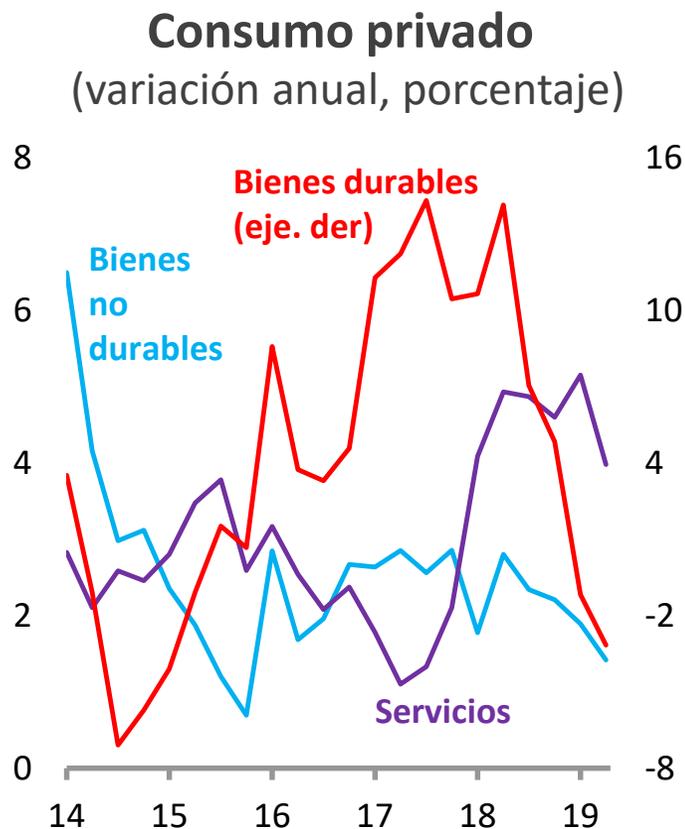
- 
- En el primer semestre la economía sorprende relativo a lo estimado con un crecimiento de 1,8%. Buena parte de ello se explica por factores puntuales: minería, agricultura, EGA, huelgas, factores climáticos. Sin embargo, también se reconoce una debilidad mayor en industria.
 - Por el lado de la demanda sorprende el consumo a la baja en todos sus componentes y exportaciones que se contraen más allá de lo proyectado en junio. La inversión en cambio tuvo un mayor dinamismo.
 - El comportamiento del consumo se da en un contexto de expectativas persistentemente declinantes, una menor creación de empleo asalariado privado y una moderación en el crecimiento de las colocaciones de consumo.
 - La mayor fortaleza de la inversión es en construcción y obras, presumiblemente centrados en la minería. Por el contrario, la inversión en maquinaria y equipos estuvo bajo lo esperado.
 - El impacto en las exportaciones ha sido heterogéneo.
 - La inflación se mantiene en niveles similares a los proyectados en junio. Sin embargo, los servicios SAE sorprenden generalizadamente a la baja, lo cual es compensado por un componente volátil en bienes SAE que se estima se revertirá.

En el segundo trimestre, la actividad tuvo un crecimiento menor a lo previsto en junio. Esta diferencia se explicó por factores puntuales de oferta, como se observó en la minería; electricidad, gas y agua; la agricultura y en los servicios personales. También se suma la caída anual de la industria.

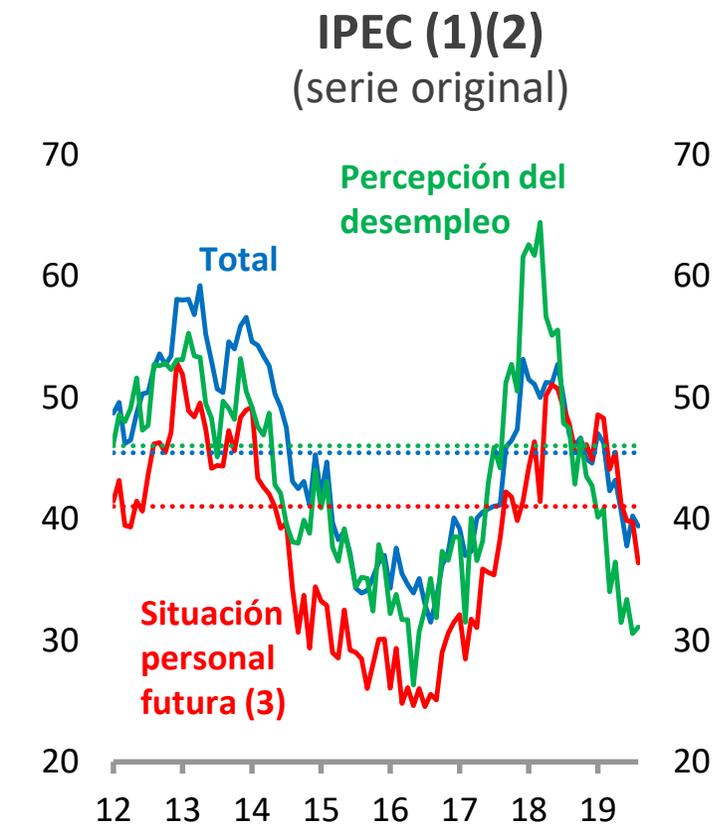


Fuente: Banco Central de Chile.

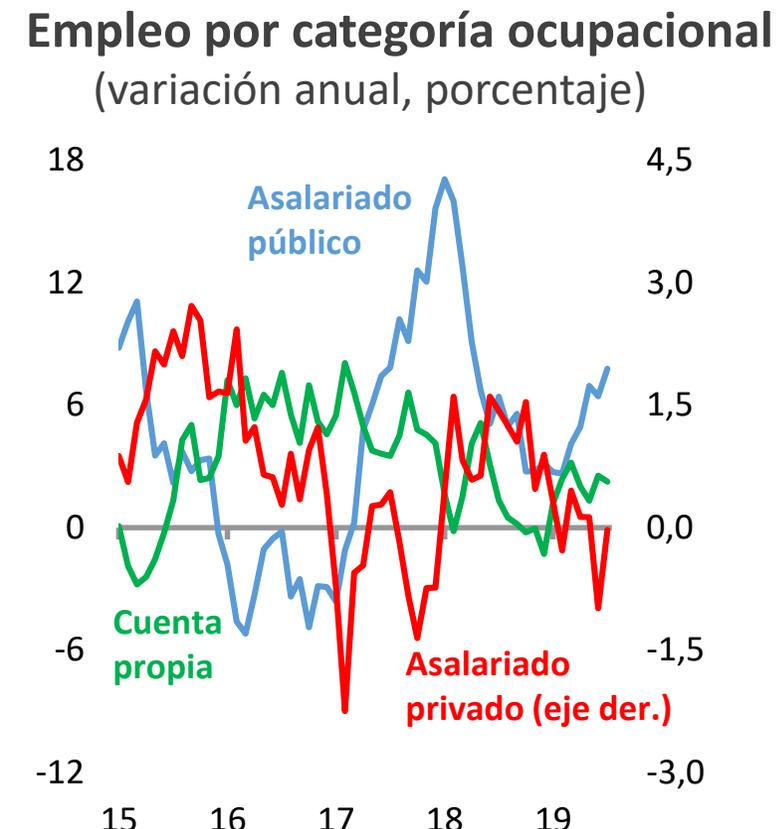
En la demanda, el consumo privado redujo su tasa de variación anual de manera transversal entre sus componentes, en particular en los bienes durables. No obstante, estos siguen en niveles elevados. El comportamiento del consumo se da en medio del marcado retroceso de las expectativas de consumidores y de una menor creación empleo asalariado privado.



Fuente: Banco Central de Chile.



(1) Un valor bajo (sobre) 50 indica pesimismo (optimismo). (2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio del período entre marzo del 2003 y julio del 2019 para cada serie. (3) Indicador altamente correlacionado con el comportamiento del consumo. Para mayor detalle, ver documento de trabajo del Banco Central de Chile N°824, julio del 2018. Fuente: Adimark.

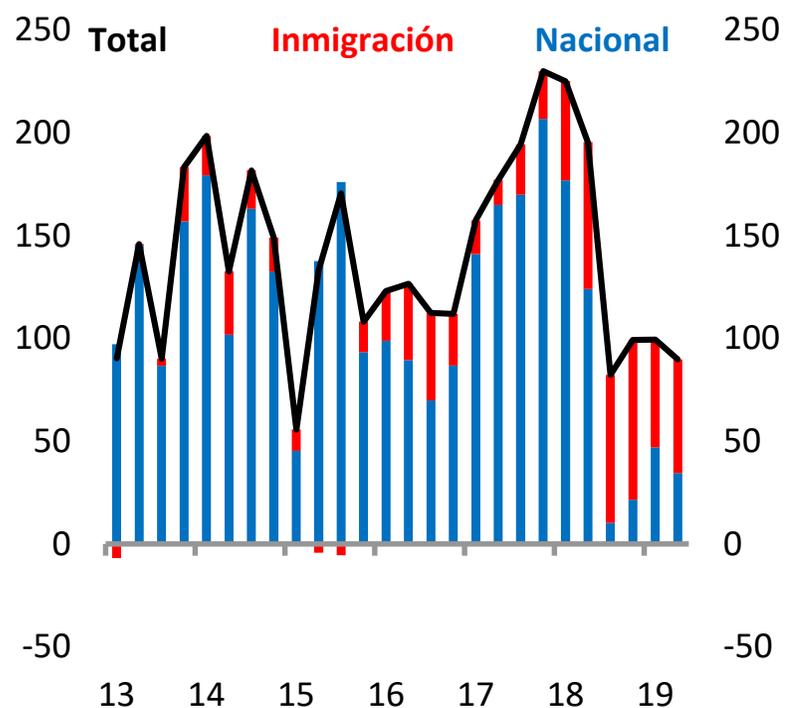


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En el último tiempo, el crecimiento de la fuerza laboral ha provenído en buena medida de los inmigrantes. Esto, debido al significativo influjo de extranjeros y al hecho de que su tasa de participación laboral es mayor a la de los nacionales.

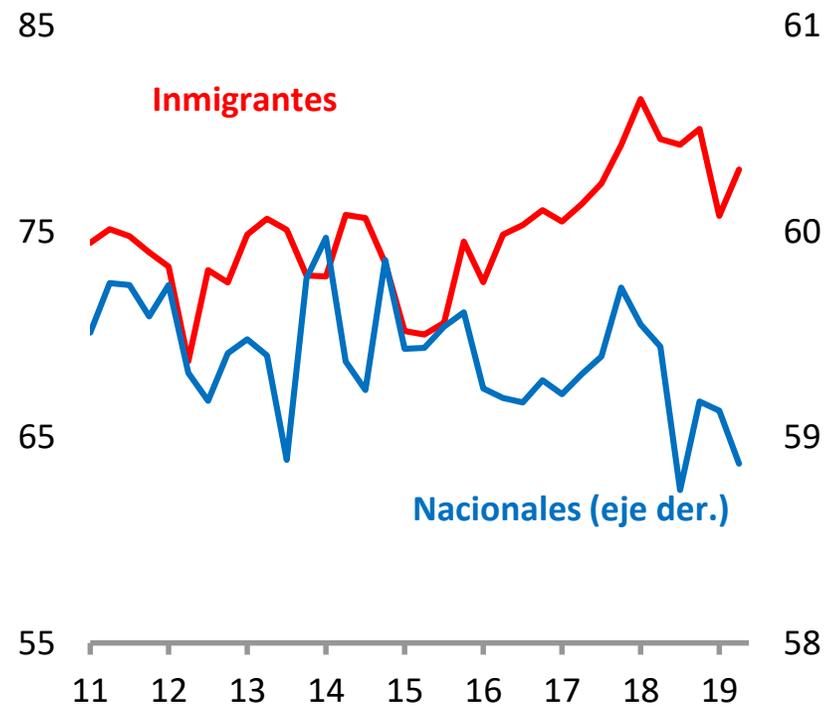
Crecimiento de la fuerza de trabajo

(diferencia anual, miles de personas)



Tasa de participación

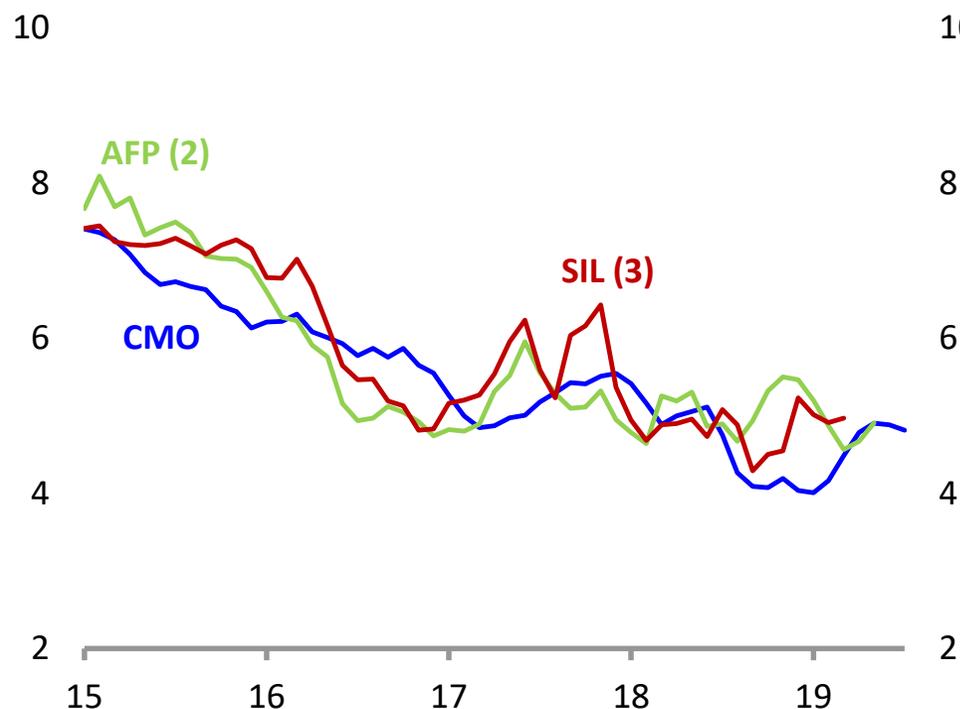
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

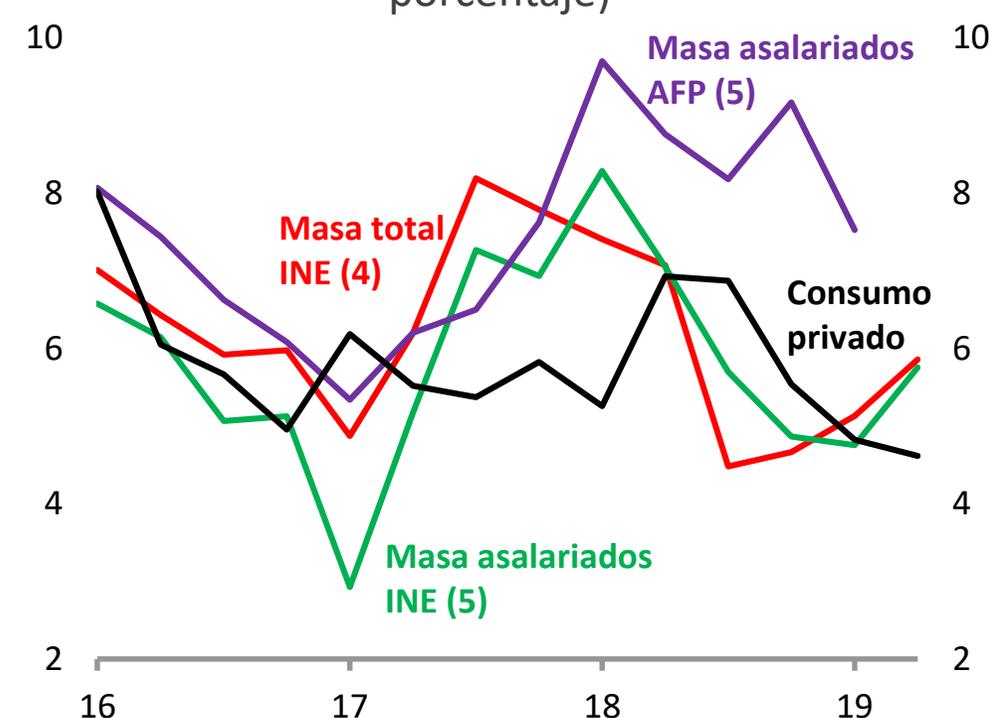
Respecto de los salarios, su expansión se ha mantenido relativamente estable, lo que podría ser reflejo del importante shock de oferta en el mercado laboral. De todos modos, el crecimiento de la masa salarial ha sido mayor al del consumo privado según distintas fuentes.

Salarios nominales (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral. (2) Ingreso imponible promedio. (3) Remuneración imponible promedio de los cotizantes del seguro de cesantía. Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio del Trabajo y Superintendencia de Pensiones.

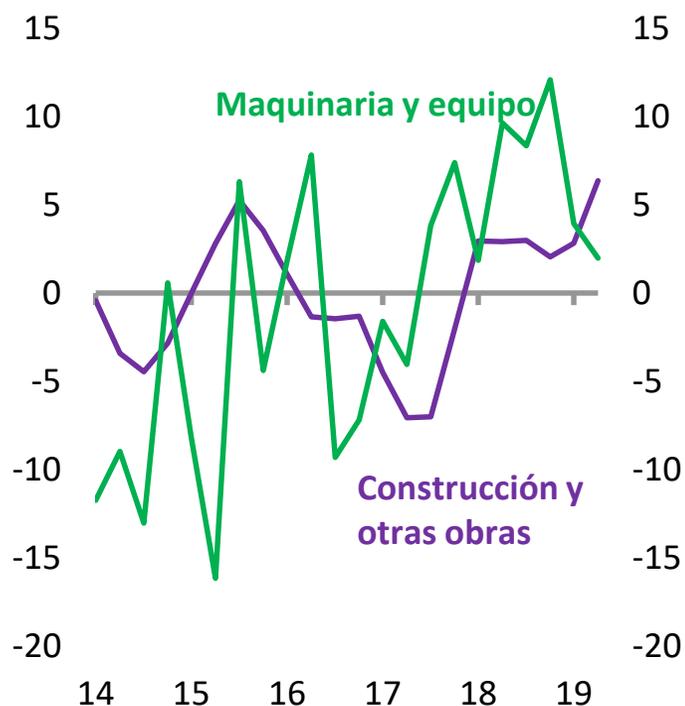
Masa salarial y consumo privado nominales
(variación anual de la serie trimestral, porcentaje)



(4) Corresponde a la masa salarial de todas las categorías ocupacionales. (5) Sólo incluye trabajadores con cotización previsional (trabajadores asalariados y servicio doméstico). Fuentes: Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas y Superintendencia de Pensiones.

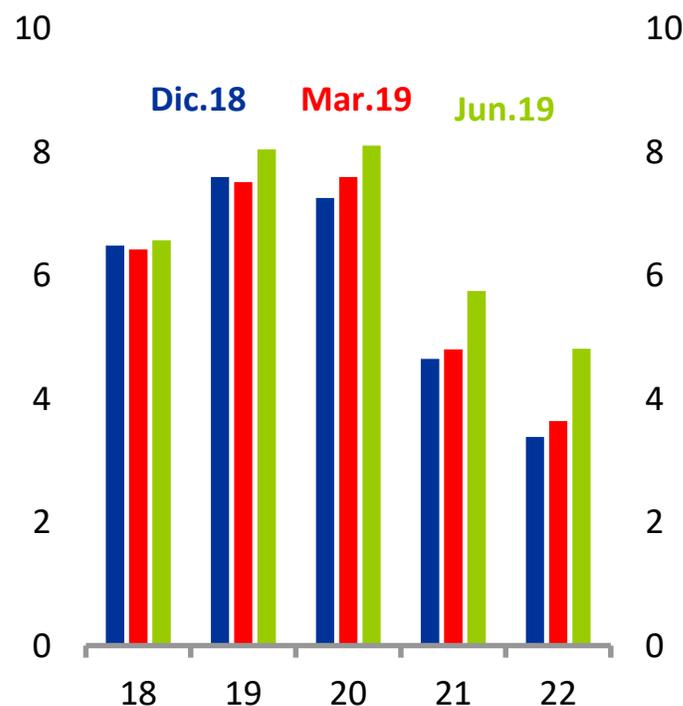
En cambio, la inversión resultó mayor a lo previsto en el segundo trimestre, apoyada en el componente de construcción y otras obras, cuyas perspectivas han ido aumentando en trimestres recientes. Destaca el desarrollo de grandes proyectos, que siguieron favoreciendo la actividad de otros rubros. Sin embargo, el crecimiento anual de maquinaria y equipos volvió a descender.

Formación bruta de capital fijo
(variación real anual, porcentaje)



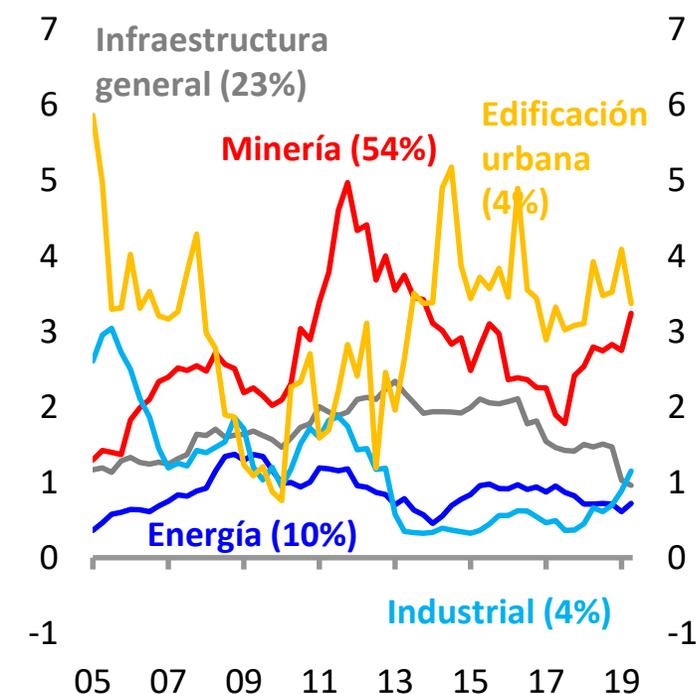
Fuente: Banco Central de Chile.

Inversión en construcción y obras
(miles de millones de dólares)



Fuente: Corporación de Bienes de Capital.

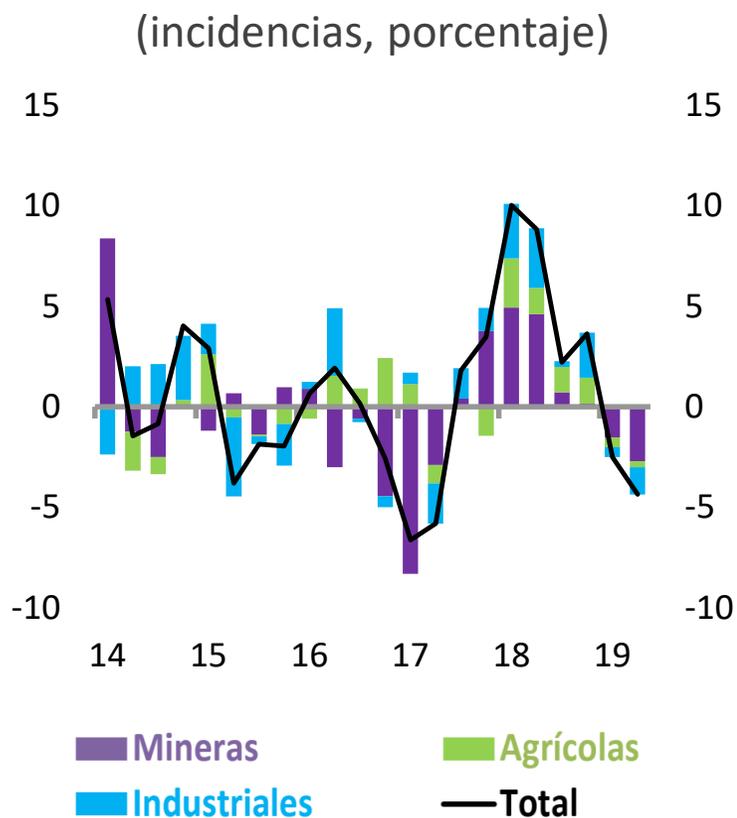
Obras de ingeniería por sectores (*)
(índice base 1996=1)



(*) Porcentajes entre paréntesis corresponden a la participación del sector dentro de la actividad total del 2018. Estos suman 96% del total. Fuente: Asociación de Empresas Consultoras de Ingeniería de Chile A.G.

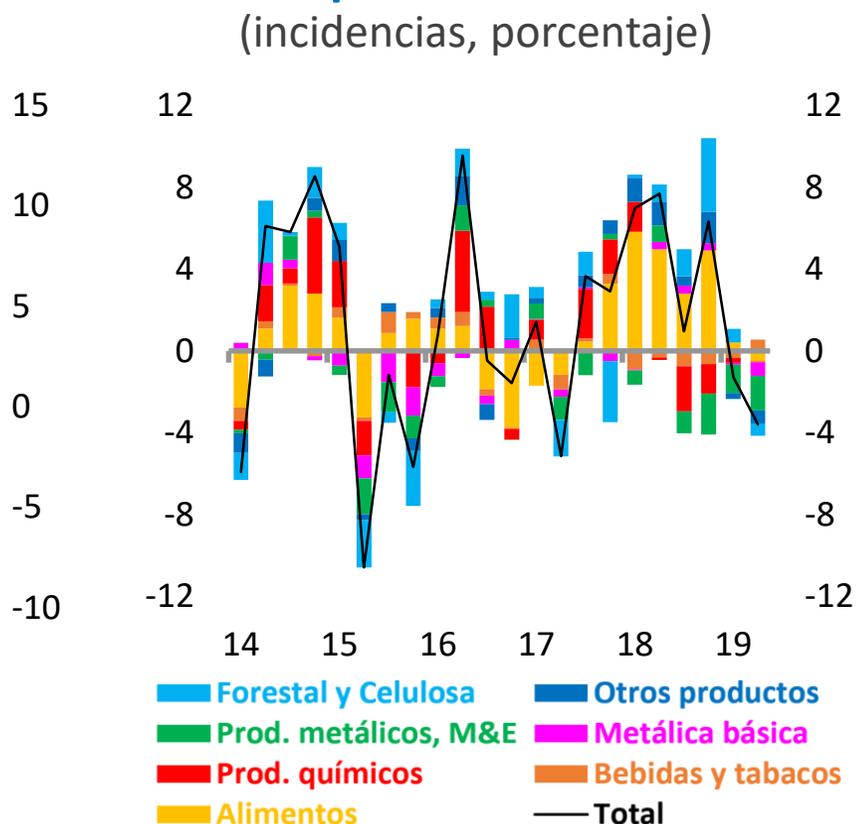
Hasta ahora, los efectos directos de la guerra comercial en el comercio chileno han sido acotados y heterogéneos. En las exportaciones, parte de su caída anual se explicó por factores de oferta en algunos sectores, y bases de comparación exigentes en otros. El magro desempeño de América Latina ha seguido afectando a la industria metálica básica.

Crecimiento anual de las exportaciones reales (incidencias, porcentaje)



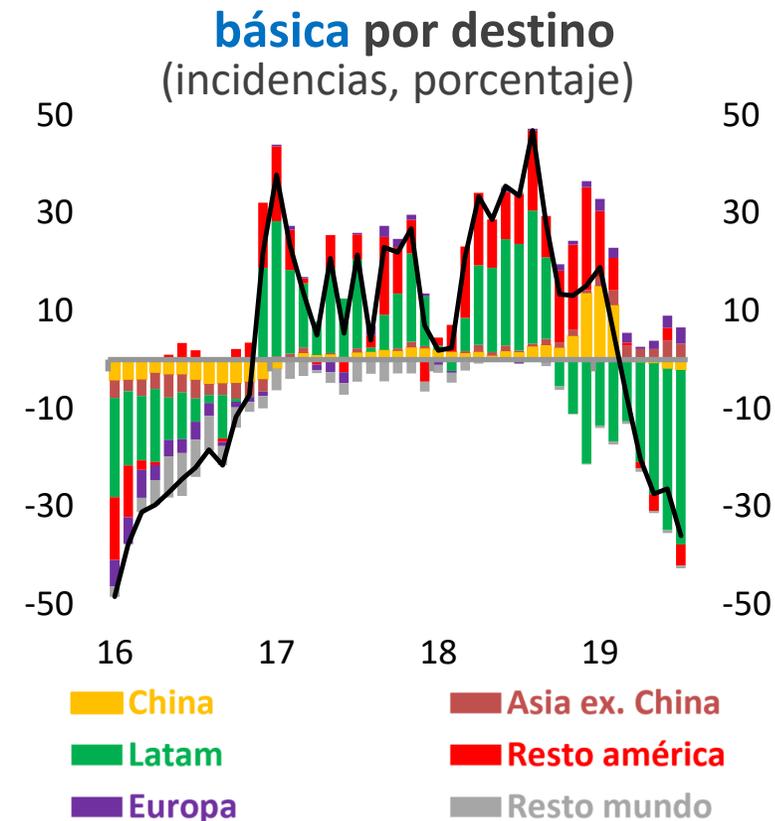
Fuente: Banco Central de Chile.

Crecimiento anual del volumen de las exportaciones industriales (incidencias, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

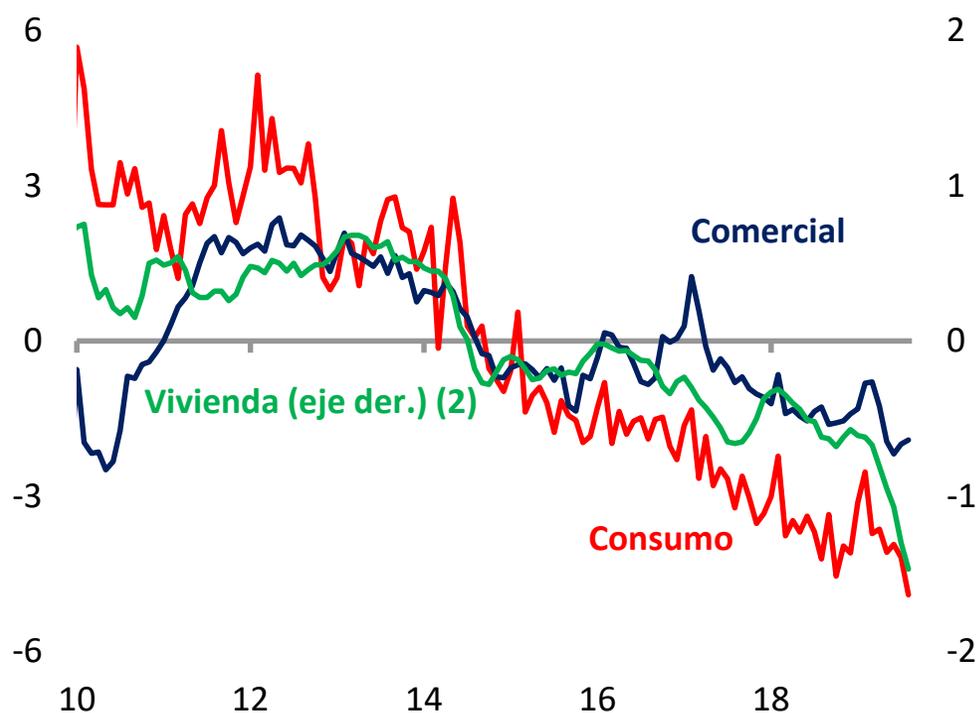
Crecimiento anual de las exportaciones industriales metálica básica por destino (incidencias, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

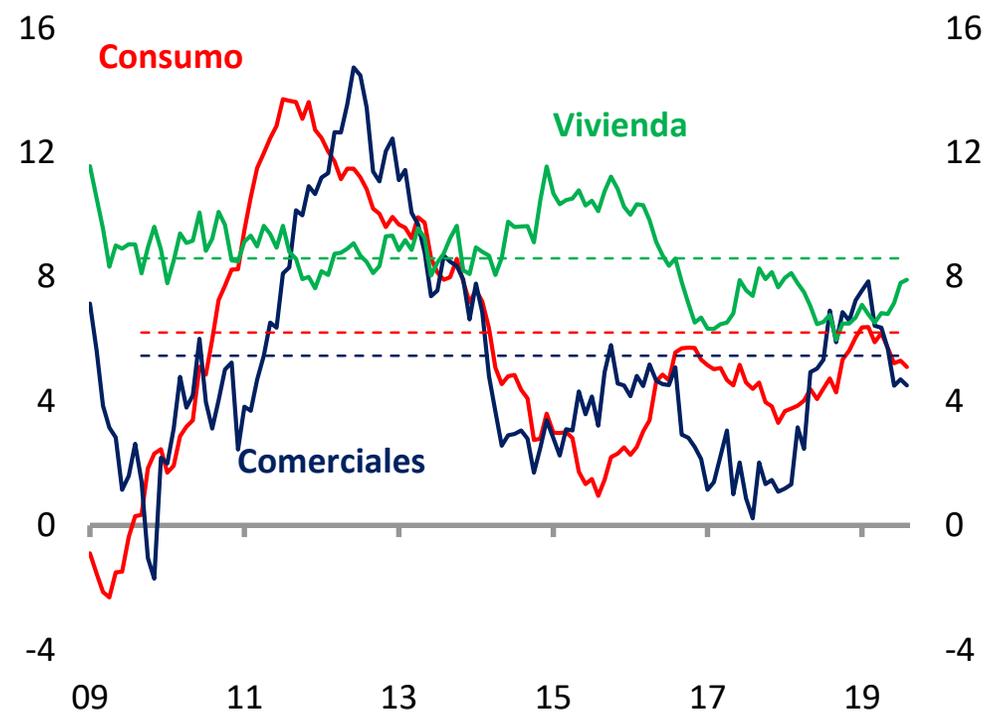
El costo del crédito interno continúa bajo, con tasas de interés de colocaciones que, incluso, siguieron disminuyendo en todos los segmentos. El crecimiento real anual de las colocaciones de consumo y empresas ha continuado descendiendo respecto de principios de año, exceptuando el segmento hipotecario.

Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(desvíos respecto al promedio 2010-2019)



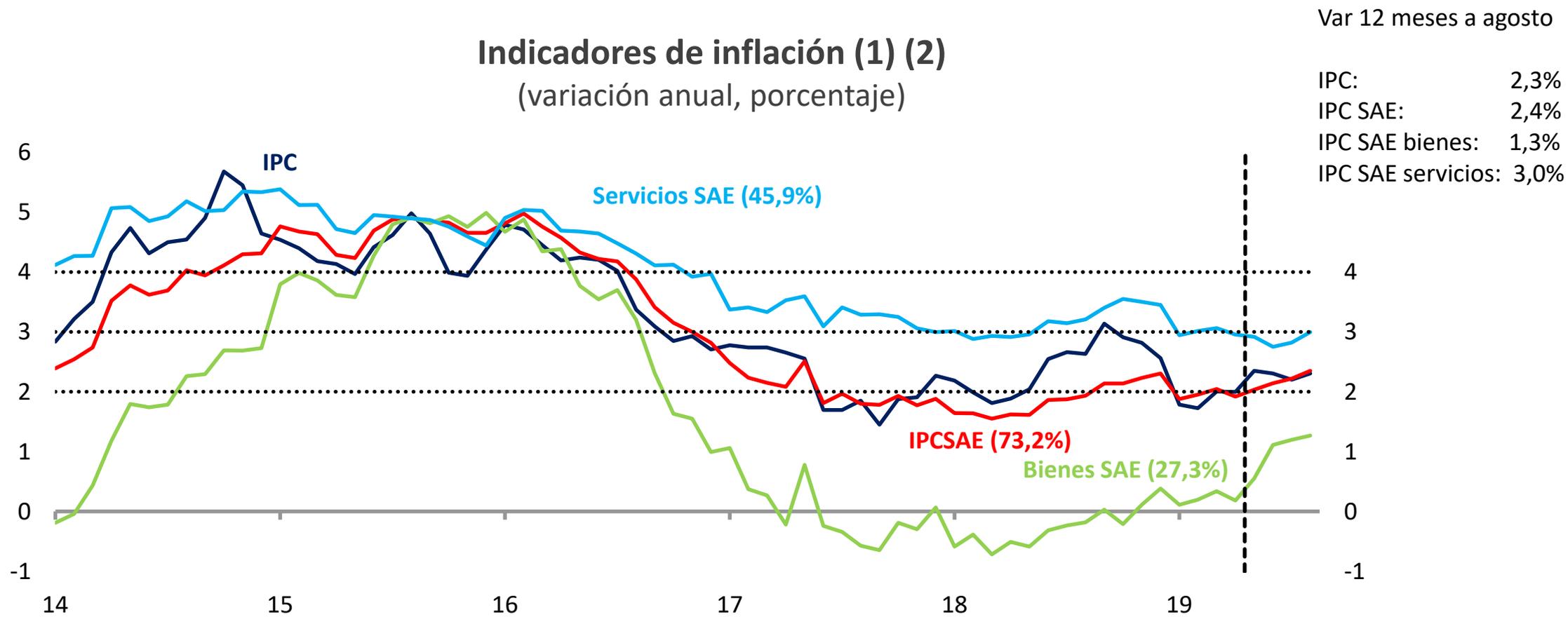
(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

Colocaciones reales (3) (4)
(variación anual, porcentaje)



(3) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2018. (4) 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.

La inflación del IPC y del IPCSAE continúa en torno a 2%, sin mayores diferencias respecto de lo previsto en junio. No obstante, a nivel de componentes del IPCSAE se observan cambios más significativos.

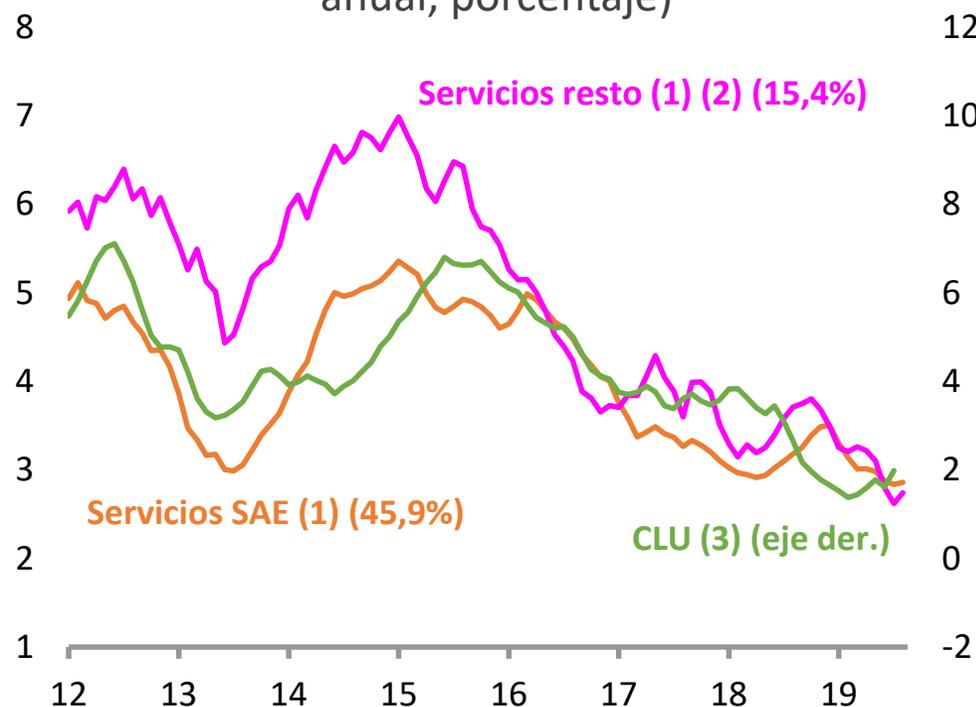


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019. (2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La **inflación de servicios SAE** se ha ubicado en niveles bajos en perspectiva histórica, en particular las líneas más ligadas al estado de la brecha de actividad y del mercado laboral. En cambio, la **inflación de bienes SAE** evoluciona de acuerdo a la previsto salvo el comportamiento de paquete turístico.

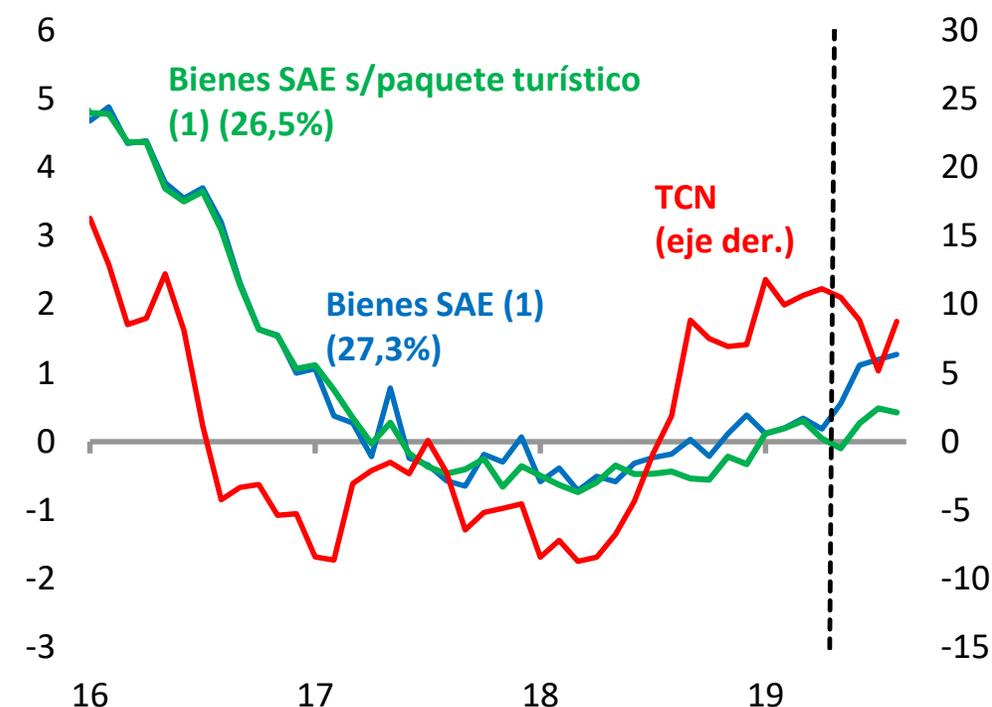
Servicios SAE y costos laborales unitarios

(prom. móvil de tres meses de la variación anual, porcentaje)



Tipo de cambio e IPCSAE de bienes (4)

(variación anual, porcentaje)



(1) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total. (2) Se refiere a servicios SAE no administrados o regulados ni fuertemente indexados. Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2017. (3) Construido en base a cifras del INE. Promedio móvil de doce meses de la variación anual. (4) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio del 2019. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

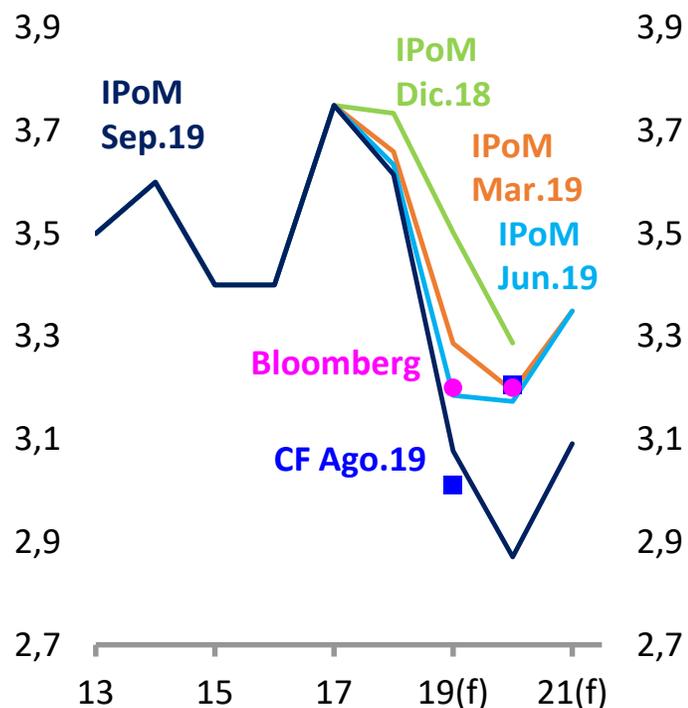
A line chart with a grid background. The chart features two data series: a blue line and a brown line. Both lines show an overall upward trend with some fluctuations. The blue line starts at a lower point than the brown line but eventually crosses it and reaches a higher peak. The brown line starts higher 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

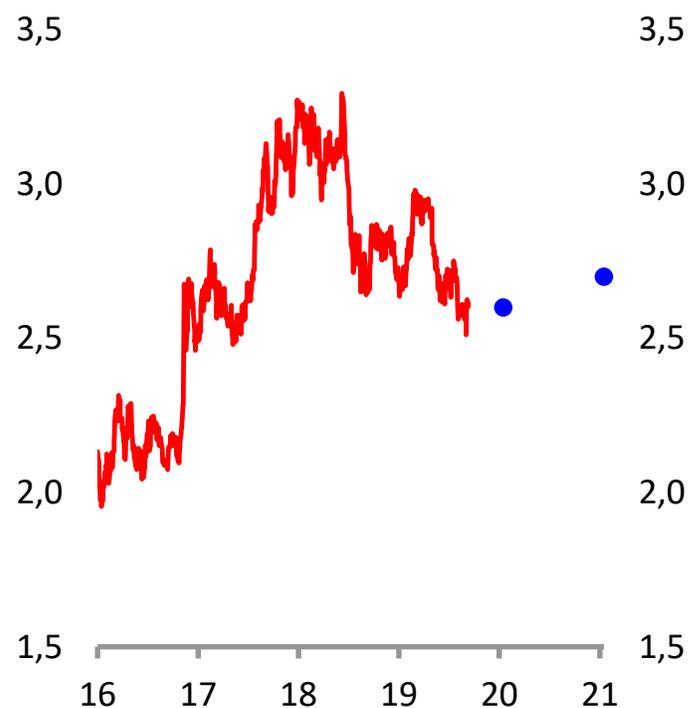
El escenario internacional ha tenido cambios importantes en los últimos meses, que llevan a que el impulso externo que recibirá la economía chilena disminuya respecto de lo considerado en el IPoM previo. El escenario base reduce de forma relevante el crecimiento mundial para el período 2019-2021. Los términos de intercambio serán algo menores, conjugando un menor precio del cobre con la baja en el valor del petróleo.

Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)



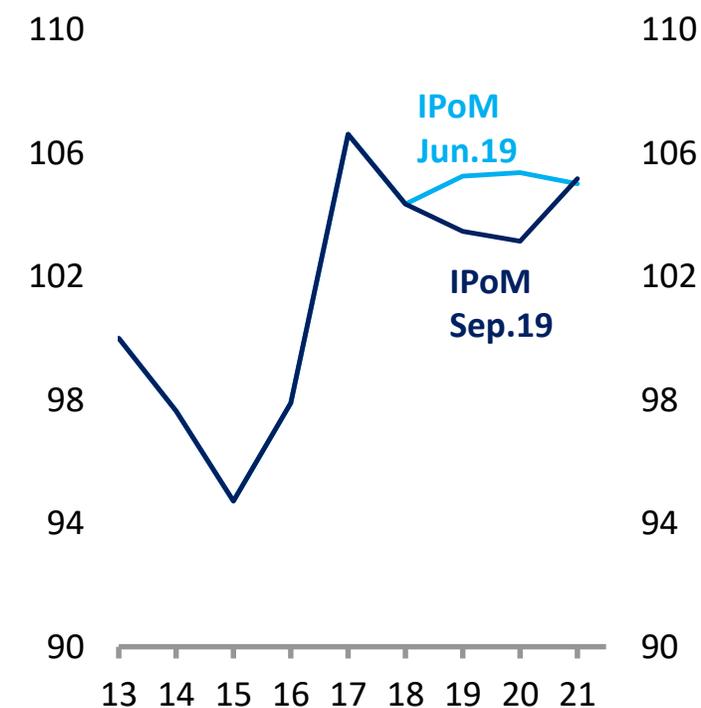
(f) Proyección. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Forecasts.

Precio del cobre (1)
(dólares la libra)



(1) Puntos azules corresponden a la proyección para 2020 y 2021. Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

Términos de intercambio (2)
(índice 2013=100)



(2) Para el 2018 corresponde a estimación. Desde el 2019 al 2021 corresponden a la proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

El ajuste de las proyecciones de crecimiento se da con mayor intensidad en las economías emergentes. Destaca Asia, donde la menor tasa de crecimiento que se prevé para China tiene efectos importantes en el resto de la región. En particular por la fuerte integración de las economías de Asia emergente a las cadenas de valor global.

Crecimiento mundial (variación anual porcentaje)

	2017	2018	2019 (f)		2020 (f)		2021 (f)	
			IPoM Jun.19	IPoM Sep.19	IPoM Jun.19	IPoM Sep.19	IPoM Jun.19	IPoM Sep.19
Mundo a PPC	3,7	3,6	3,2	3,1	3,2	2,9	3,3	3,1
Mundo a TC de mercado	3,2	3,0	2,5	2,5	2,5	2,3	2,7	2,5
Socios comerciales	3,7	3,6	3,2	3,1	3,2	2,9	3,3	3,1
Estados Unidos	2,4	2,9	2,2	2,2	1,7	1,6	1,7	1,7
Eurozona	2,4	1,9	1,1	1,1	1,5	1,3	1,6	1,4
Japón	1,9	0,8	0,7	0,7	0,5	0,5	1,0	0,7
China	6,9	6,6	6,1	6,1	6,0	5,5	5,9	5,7
India	6,7	6,8	7,3	7,0	7,4	6,8	7,4	7,0
Resto de Asia	4,4	4,1	3,8	3,7	3,8	3,0	4,0	3,2
América Latina (excl. Chile)	1,1	0,4	0,8	0,2	2,0	1,4	2,5	1,8
Exp. de prod. básicos	2,7	2,3	2,0	1,9	2,0	2,0	2,2	2,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El crecimiento acumulado para el período 2019-2021 se ajusta a la baja. Esto incorpora mayores tasas de expansión en la segunda mitad de este año que no serán capaces de compensar el bajo desempeño del primer semestre. Esto considera que algunos factores negativos del segundo trimestre no se revertirán, el menor dinamismo del consumo tendrá algo de persistencia y el menor impulso externo reducirá las exportaciones.

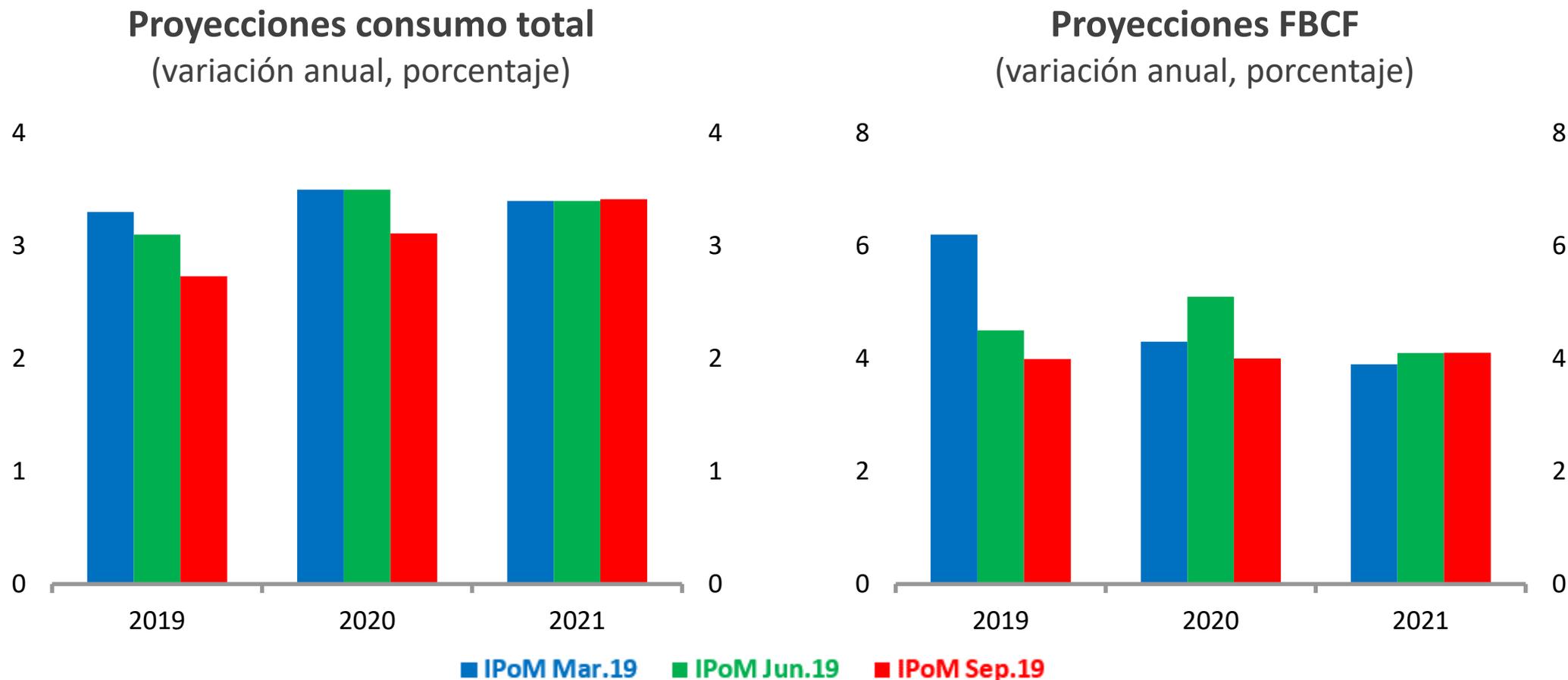
Escenario interno (variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

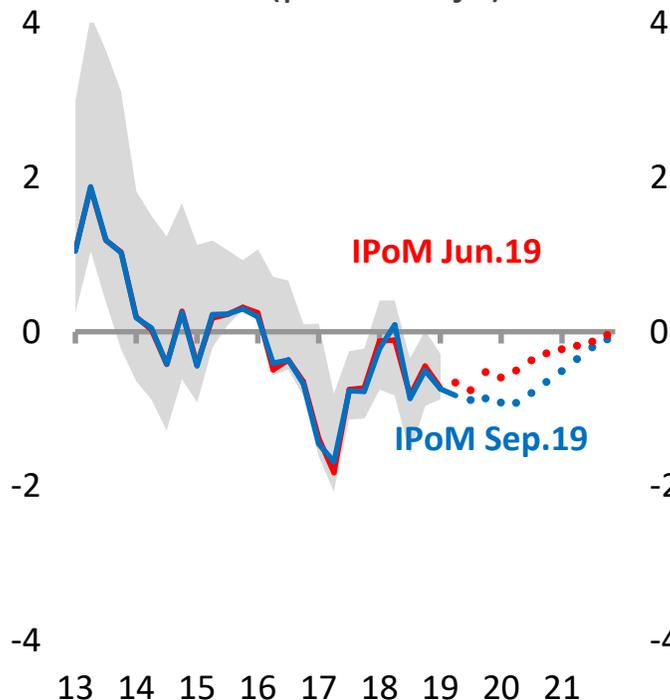
La proyección para el consumo privado se ajusta a la baja, dada la evolución de sus fundamentos. Hacia el 2020 y 2021 consumo total retomará tasas de expansión mayores acordes con el PIB. En el escenario base, se supone que la inversión estará impulsada principalmente por su parte minera. En cambio, la de los sectores no mineros se anticipa menos dinámica que lo previsto en junio.



Fuente: Banco Central de Chile.

En este contexto, se estima que la brecha de actividad en la partida es más amplia que lo proyectado en junio. Otros indicadores, como el uso de capacidad en la industria y la generación eléctrica, también apuntan a existencia de holguras.

Brecha de actividad (1) (2)
(porcentaje)



(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Aldunate *et al.* (2019). (2) Líneas punteadas corresponden a proyecciones. Fuente: Banco Central de Chile.

IMCE industria: uso de capacidad (3)
(porcentaje de uso de capacidad instalada)



(3) Área gris corresponde a la media (71,5) +/- una desviación estándar. (4) Promedio móvil centrado en +/- seis meses. Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

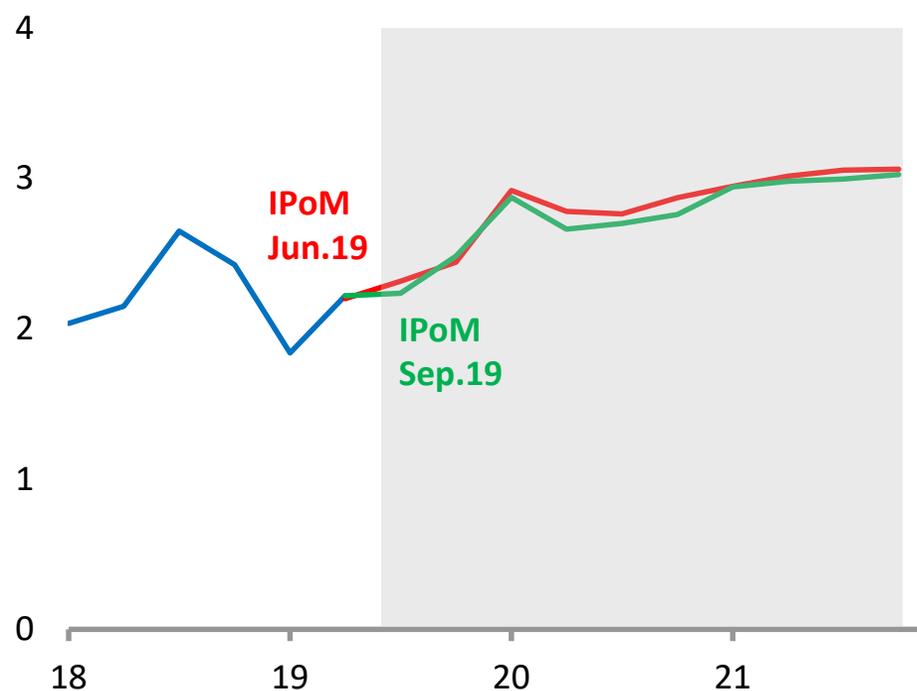
Generación eléctrica SEN
(desviación respecto de su tendencia)



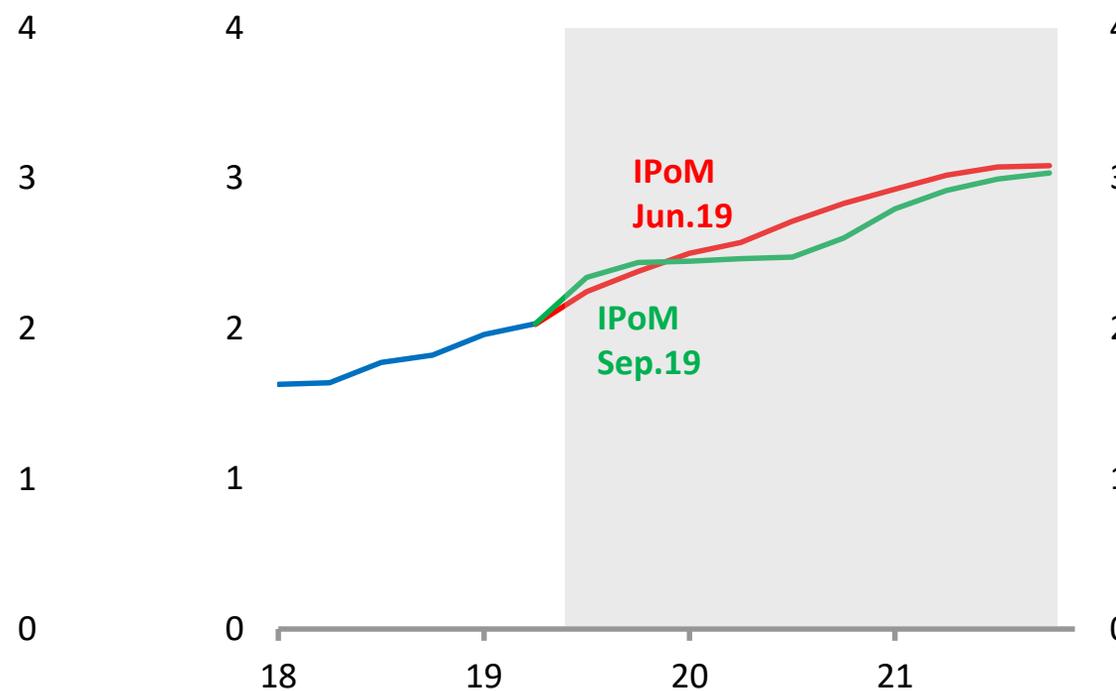
(5) Componente cíclico se obtiene a partir de un *band pass filter* (Ver Christiano y Fitzgerald (2003)). Fuentes: Banco Central de Chile y Coordinador Eléctrico.

La convergencia de la inflación a la meta ocurrirá durante el 2021, esto es en la última parte del horizonte de política. Ello considera que las sorpresas inflacionarias acumuladas en el componente de servicios demorarán en revertirse, en línea con una brecha de actividad más abierta que lo previsto y que comenzará a cerrarse más tarde.

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



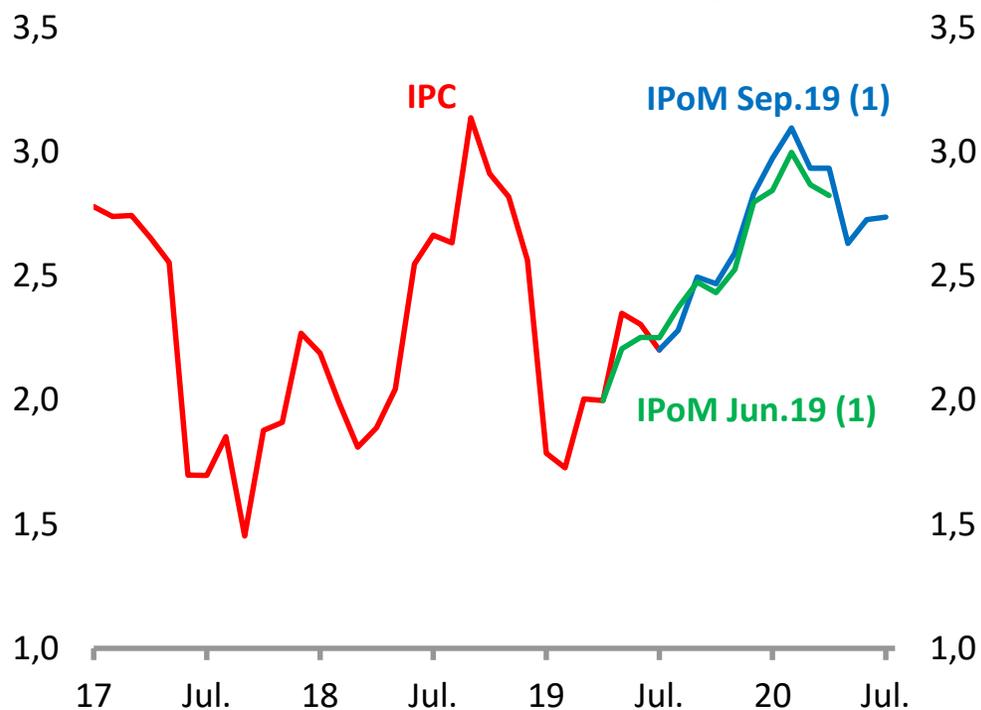
Proyección de inflación IPCSAE (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



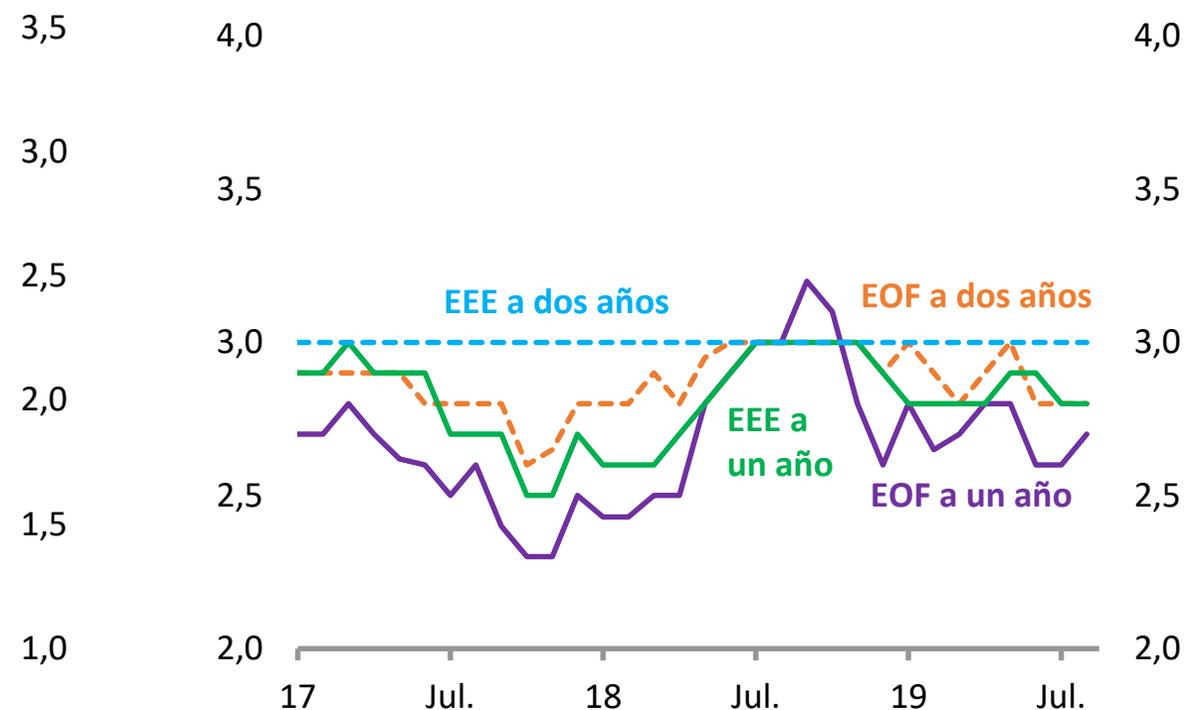
(1) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019. (2) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2019, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En este contexto, las expectativas privadas para inflación se han reducido a un año plazo y, coherente con el escenario base del IPoM, prevén que la convergencia a 3% se dará en el 2021.

Seguros de inflación
(variación anual, porcentaje)



Encuesta a analistas (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Para el IPoM de junio y de septiembre del 2019, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 03/06/2019 y al 28/08/2019, respectivamente. (2) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, corresponde a la última encuesta publicada en el mes. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

El Consejo estima que el escenario de proyecciones está sesgado a la baja para la actividad y equilibrado para la inflación.

Eventos	Efecto sobre la convergencia inflacionaria	Reacción de política monetaria
Desaceleración del crecimiento del consumo y la inversión	(-)	Mayor estímulo
Demanda responde con mayor fuerza a expansividad de las condiciones financieras	(+)	Menor estímulo

En esta oportunidad el Consejo pondera más los que justifican un mayor impulso monetario.

También se analizó la posibilidad de ocurrencia de eventos más extremos.

Eventos más extremos	Efecto sobre la convergencia inflacionaria	Reacción de política monetaria
Empeoramiento bastante más profundo de la situación externa	(-)	Estímulo considerablemente mayor
Debilidad del consumo y la inversión limita efectividad de la política monetaria	(-)	Estímulo considerablemente mayor

Comentarios finales

- El escenario macroeconómico ha tenido cambios relevantes en los últimos meses:
 - La economía ha mostrado un dinamismo menor al previsto
 - La inflación permanece en niveles bajos y se prevé que lo seguirá estando hasta bien avanzado el horizonte de política
 - Las perspectivas del escenario internacional se han deteriorado significativamente
- El Consejo estima que los eventos recientes han puesto en riesgo la oportuna convergencia inflacionaria. Por ello, en su Reunión de septiembre, decidió reducir la TPM hasta 2,0%, señalando que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.
- Hacia el mediano plazo, el proceso de normalización del estímulo monetario dependerá de que los datos den señales claras de una superación del cuadro más adverso y se asegure una convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.
- Así, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

Recomendaciones del panel de evaluación independiente

(Karnit Flug, Guillermo Calvo, Petra Geraats, Donald Khon, Enrique Mendoza)

Categoría	Recomendación	Estado
Política monetaria	1. Eliminar rango meta $\pm 1\%$	Sujeto a mayor estudio
	2. Flexibilidad en el horizonte de política	No considerada
	3. Horizonte de proyección EEE/EOF de tres años	Sujeto a mayor estudio
	4. Revisar dependencia relativa juicio/modelos	En proceso de implementación o pronta definición
	5. Mayor transparencia en el juicio aplicado	En proceso de implementación o pronta definición
	6. Hacer rutinario el traspaso de juicio del Gerente DPM al Consejo	En proceso de implementación o pronta definición
	7. Presentar al pública una visión más diversa del Consejo	En proceso de implementación o pronta definición
	8. Intermediación y fricciones financieras en modelo XMAS	En proceso de implementación o pronta definición
	9. Dinámica de activos externos netos en modelo XMAS	En proceso de implementación o pronta definición
	10. ToT en modelo MEP	En proceso de implementación o pronta definición
	11. Prioridad al nuevo modelo macro financiero	En proceso de implementación o pronta definición
	12. Mercado laboral informal	Sujeto a mayor estudio
	13. Herramientas disponibles para crisis con tasas muy bajas	Sujeto a mayor estudio
	14. Rol de <i>BancoEstado</i> en momentos de tensión y crisis	No considerada
	15. Evaluación del nivel adecuado de reservas de divisas	En proceso de implementación o pronta definición
	16. Flexibilidad y tácticas de intervención FX	Sujeto a mayor estudio
	17. Comunicado RPM en horas transables	Sujeto a mayor estudio
	18. Comunicado RPM con resumen IPoM	Sujeto a mayor estudio
	19. Transparencia en supuestos de trabajo	En proceso de implementación o pronta definición
	20. Riesgos clave del escenario base IPoM	En proceso de implementación o pronta definición
	21. Evaluación errores de proyección	Sujeto a mayor estudio
	22. IPoM más accesible	En proceso de implementación o pronta definición
	23. Presentaciones Consejeros enfocadas en incertidumbre y riesgos	En proceso de implementación o pronta definición
	24. Redes sociales	En proceso de implementación o pronta definición
Política financiera	25. Coordinación con la CMF dentro del esquema de corresponsabilidad	En proceso de implementación o pronta definición
	26. Evitar sesgo de inacción haciendo públicas las recomendaciones y objeciones	En proceso de implementación o pronta definición
	27. Institucionalizar posición Gerente DPF para coordinación y punto de contacto	No considerada
	28. Estructurar deliberaciones sobre estabilidad financiera de la DPF con el Consejo	Sujeto a mayor estudio
	29. Prestamista de última instancia	En proceso de implementación o pronta definición
	30. Amortiguador de capital contracíclico	En proceso de implementación o pronta definición
	31. Pruebas de tensión bancaria (1/2)	En proceso de implementación o pronta definición
	32. Pruebas de tensión bancaria (2/2)	En proceso de implementación o pronta definición
	33. Resolución bancaria	Sujeto a mayor estudio
	34. Supervisión de oferentes no bancarios	En proceso de implementación o pronta definición
	35. Registro de crédito	En proceso de implementación o pronta definición
	36. Autoridad sobre LTV y DTI	Sujeto a mayor estudio
	37. IEF más prospectivo y mayor claridad sobre los riesgos y vulnerabilidades	En proceso de implementación o pronta definición
	38. Puestos gerenciales con habilidades adecuadas y considerar carrera alternativa para expertos técnicos	En proceso de implementación o pronta definición
	39. Mejorar página web del BCCh	En proceso de implementación o pronta definición
	Cuentas púb.	40. Continuar encargando evaluaciones periódicas sobre la formulación de la política monetaria y financiera

 En proceso de implementación o pronta definición  Sujeto a mayor estudio  No considerada

4

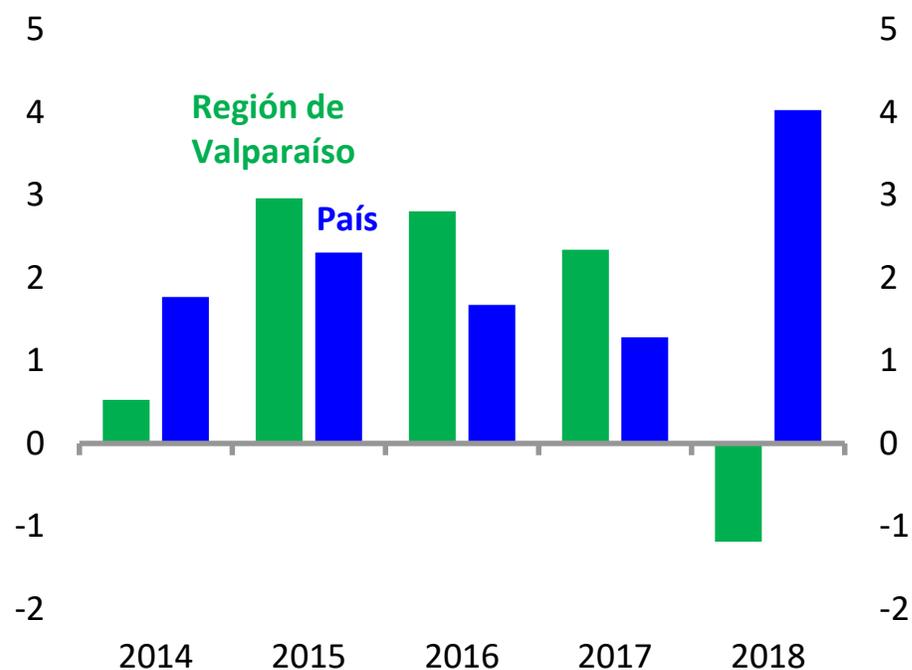
Región de Valparaíso



En el 2018, la tasa de crecimiento de la actividad de la región de Valparaíso fue negativa.

PIB nacional y de la región

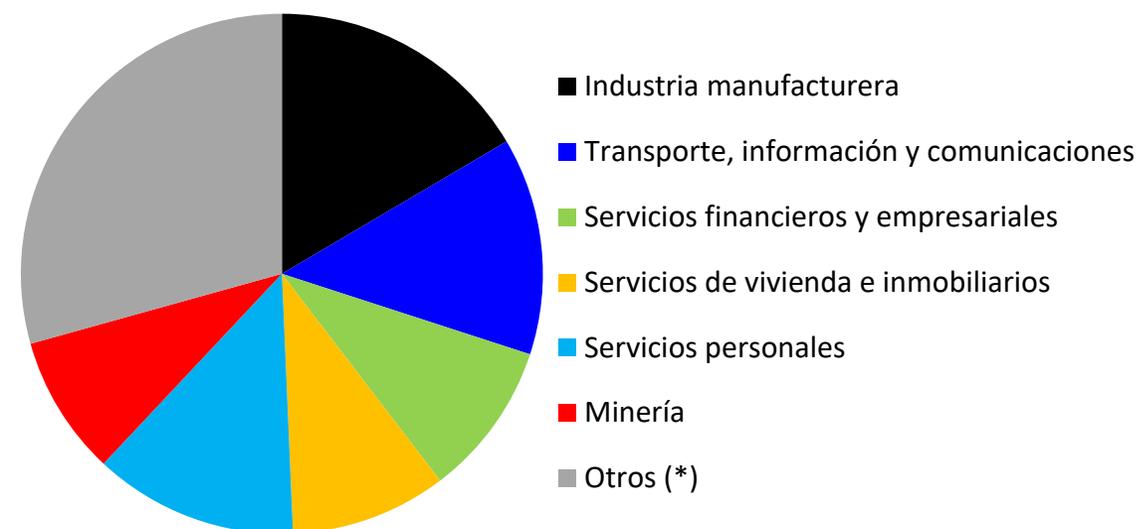
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Composición regional del PIB sectorial (2017)

(porcentaje)

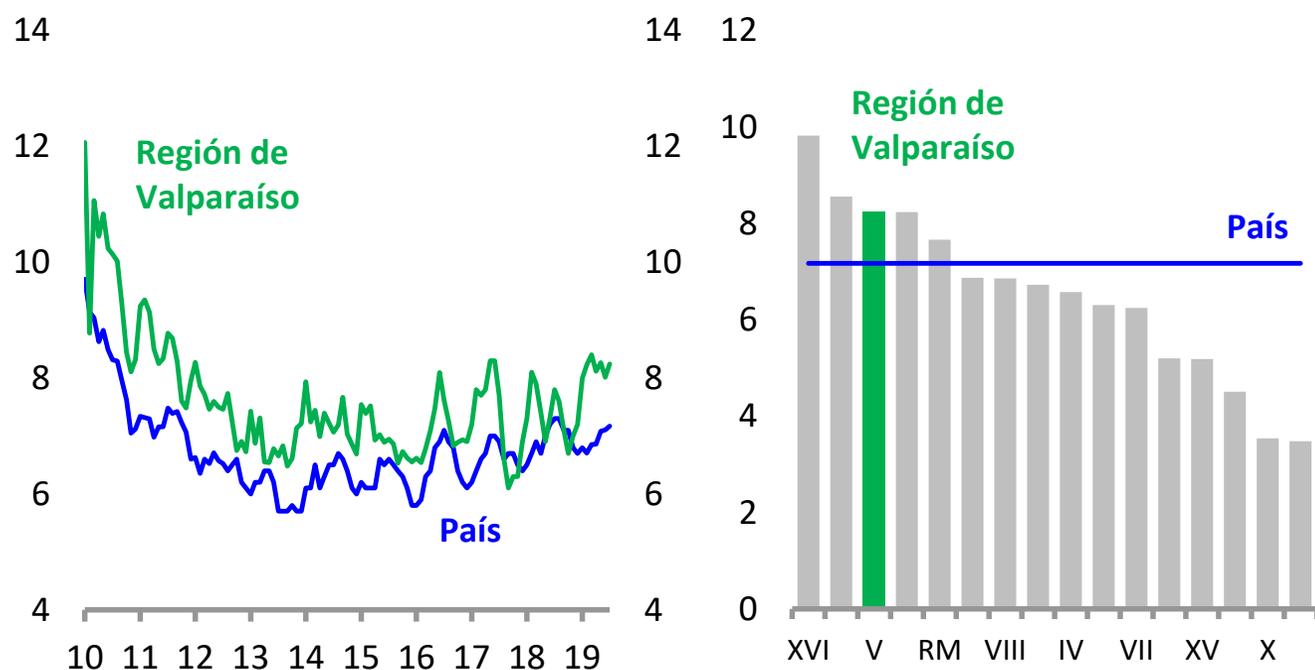


(*)Otros incluye los sectores agropecuario-silvícola, pesca, EGA, construcción, comercio, restaurantes y hoteles, y administración pública. Fuente: Banco Central de Chile.

Históricamente, la tasa de desempleo regional ha tendido a situarse por sobre la nacional. Desde fines del 2018, el empleo asalariado en la región ha mostrado tasas de expansión anual negativas, en contraste con lo que se observa en la categoría por cuenta propia.

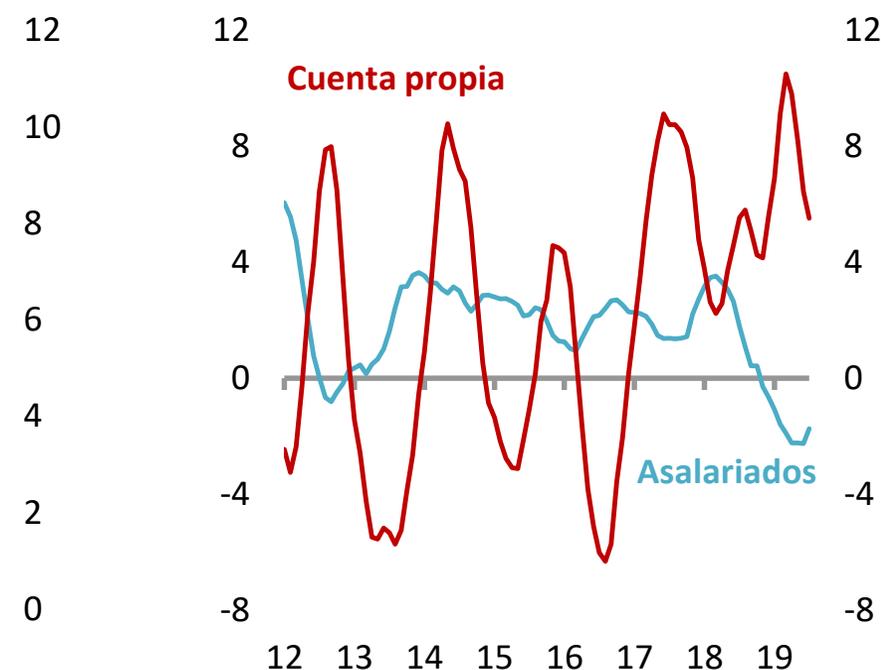
Tasa de desempleo

(porcentaje)



Creación de empleo por categoría ocupacional (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil de seis meses.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

IPN: Percepciones macrozona centro

- El desempeño económico durante el segundo trimestre del año se percibió igual o inferior al anterior.
- La mayoría de los entrevistados observa crecimientos anuales de sus ventas, aunque a tasas de crecimiento menores que las del 2018 y algo por debajo de lo esperado. Esto lo relacionan a un aumento en la participación de mercado, más que a un incremento sustantivo de la demanda.
- La construcción habitacional está entre los sectores más dinámicos, mientras que el comercio de bienes se mantiene entre los más débiles.
- Los costos se mantienen estables para la gran mayoría, aunque algunos indican presiones al alza por la depreciación del peso.
- Las expectativas de repunte se han moderado o aplazado hacia fines del 2019 o el 2020, debido a la volatilidad de la demanda, la incertidumbre en el escenario externo y la postergación de reformas.
- Las condiciones financieras se perciben favorables. Esto no ha incentivado un mayor uso del crédito, a excepción del hipotecario, aunque sí se ha visto un aumento en la renegociación de la deuda.
- No se observan cambios relevantes en salarios ni en la dotación de personal.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2019



Rosanna Costa
Consejera

Banco Central de Chile, 12 de septiembre de 2019