INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Septiembre 2017

Rosanna Costa, Consejera

Introducción

La inflación y el crecimiento se ubicaron por debajo de anticipado en junio, aunque las principales diferencias se relacionaron con factores que en su mayoría se consideran transitorios.

Así, ni las perspectivas para la economía para los próximos dos años ni la orientación general de la política monetaria difieren mayormente de lo previsto en el IPoM anterior.

El escenario externo relevante para Chile siguió mejorando, principalmente por el aumento de los términos de intercambio, la consolidación del mayor crecimiento económico del mundo desarrollado y por condiciones financieras globales que siguen favorables.

En el escenario base, la inflación subyacente —IPCSAE— retornará gradualmente a 3% a partir de mediados del 2018, mientras que la inflación total subirá algo más rápido. Para el PIB, se proyectan mayores tasas de crecimiento a partir de la segunda mitad de este año.

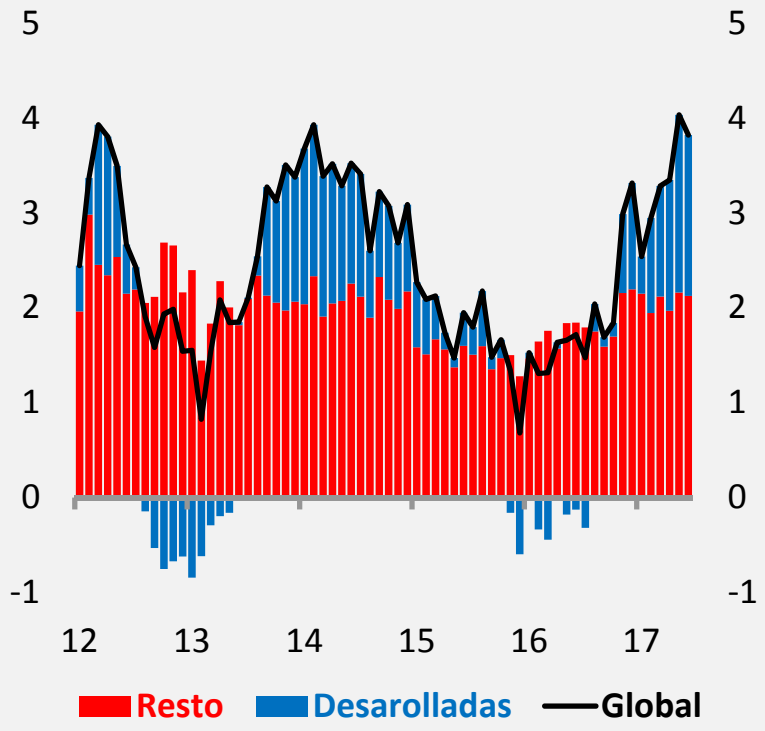
En este contexto, el Consejo mantuvo la Tasa de Política Monetaria en 2,5%.

Escenario internacional

En las economías desarrolladas, los datos del segundo trimestre continuaron dando cuenta del mejor desempeño de la actividad. Por su parte, la inflación sigue contenida y por debajo de las metas de sus respectivas autoridades monetarias.

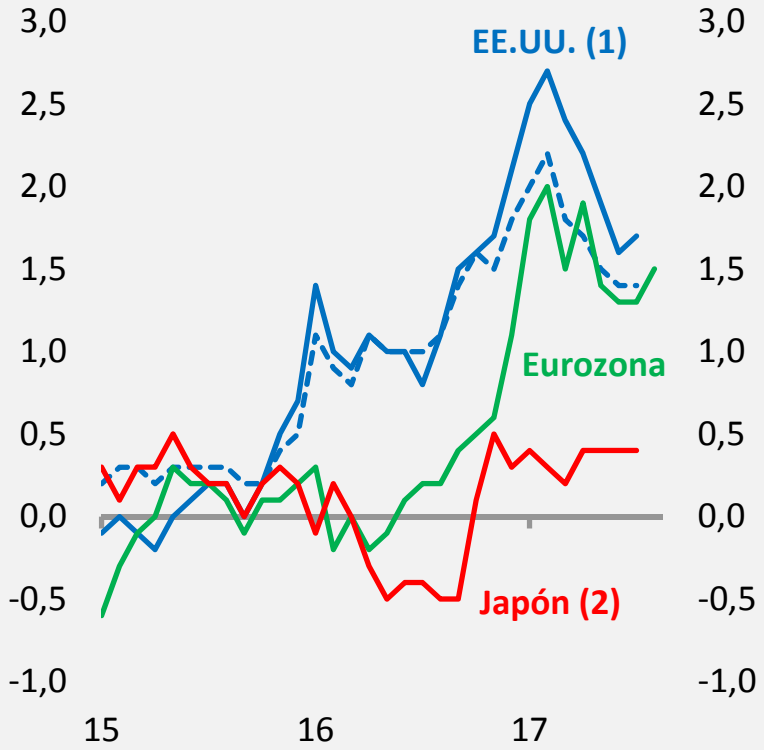
Incidencia en la producción industrial global

(variación anual, porcentaje)



Inflación total

(variación anual, porcentaje)

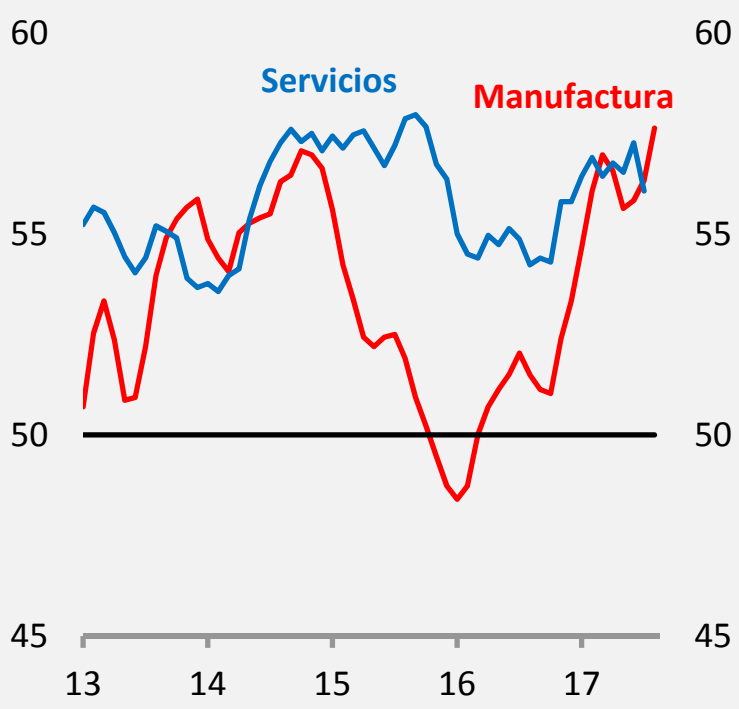


(1) Línea segmentada corresponde a inflación PCE. (2) Para 2015, excluye el efecto del alza del IVA.
Fuentes: Bloomberg y CPB World Trade Monitor.

En EE.UU., el consumo en el segundo trimestre siguió con un buen desempeño, mientras que la inversión en activos fijo se desaceleró. Las perspectivas sectoriales siguen expansivas y el mercado laboral continúa dinámico.

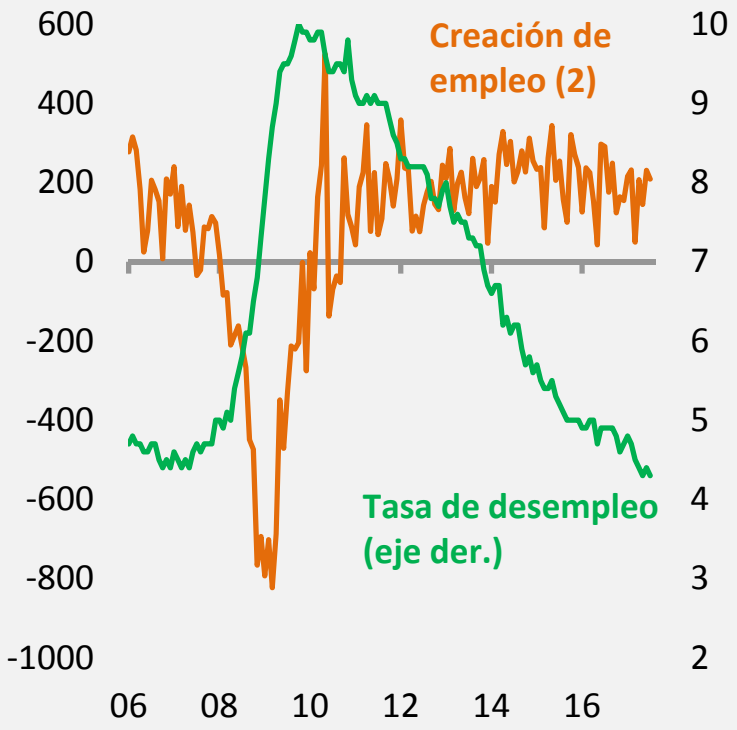
EE.UU.: Perspectivas sectoriales (1)

(índice de difusión, pivote=50)



EE.UU.: Mercado laboral

(variación mensual, miles de personas; porcentaje)

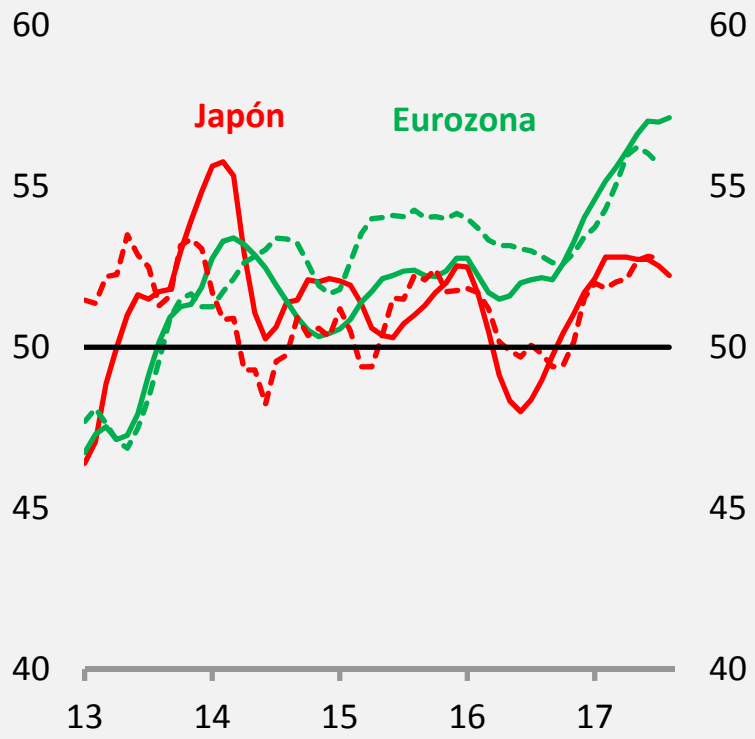


(1) Promedio móvil de 3 meses. Considera los índices de gerentes de compra (PMI) del ISM. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción). (2) Nóminas no agrícolas.
Fuente: Bloomberg.

En la Eurozona y en Japón las cifras del segundo trimestre fueron mejores de lo esperado por el mercado e indicadores de corto plazo apuntan a que mantendrán un buen desempeño. También destaca la recuperación transversal en la Eurozona.

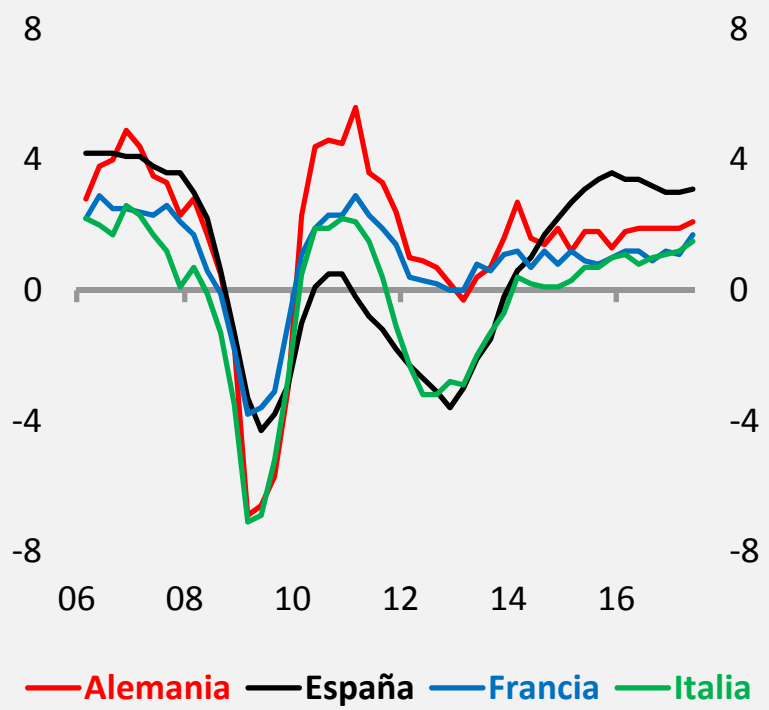
Perspectivas sectoriales (*)

(índice de difusión, pivote=50)



Eurozona: PIB

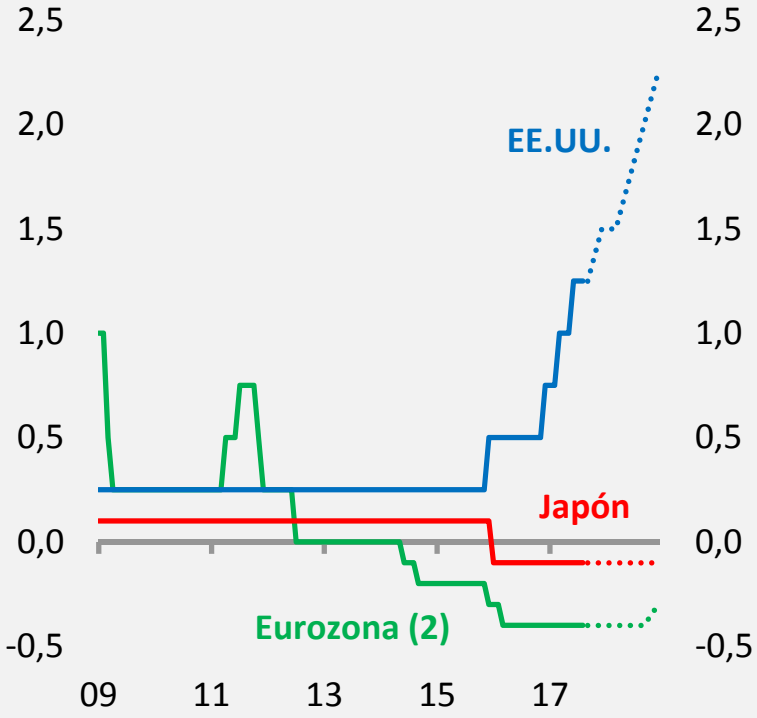
(variación anual, porcentaje)



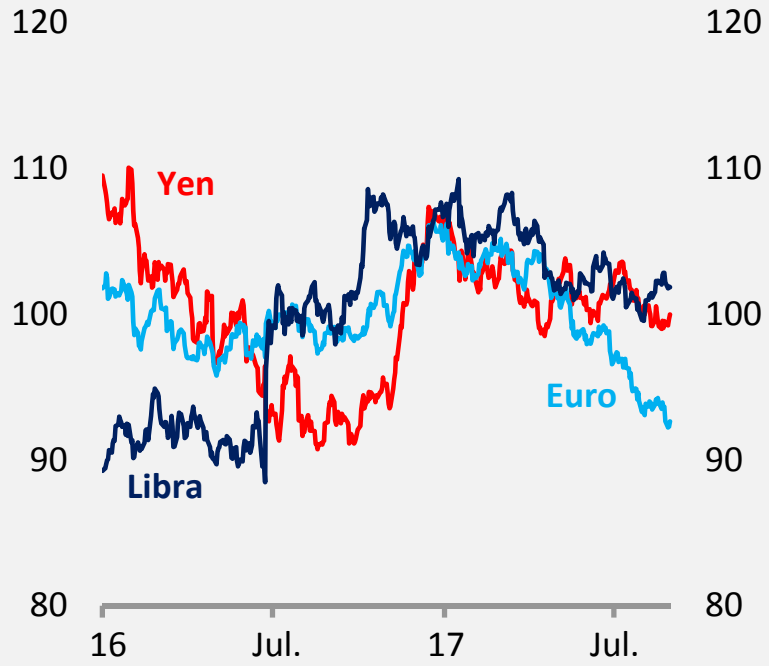
(*) Promedio móvil de 3 meses. Considera los índices de gerentes de compra (PMI) de Markit. Líneas continuas (segmentadas) corresponden al sector manufacturero (de servicios). Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).
Fuente: Bloomberg.

Las autoridades monetarias no han variado mayormente su estrategia, aunque el mercado ha ido incorporando cierta moderación en su visión de la política monetaria de EE.UU. y algo más de intensidad en la de la Eurozona. En este contexto, el dólar se depreció respecto de la mayoría de las monedas, en particular el euro.

Tasas de política monetaria (1)
(porcentaje)



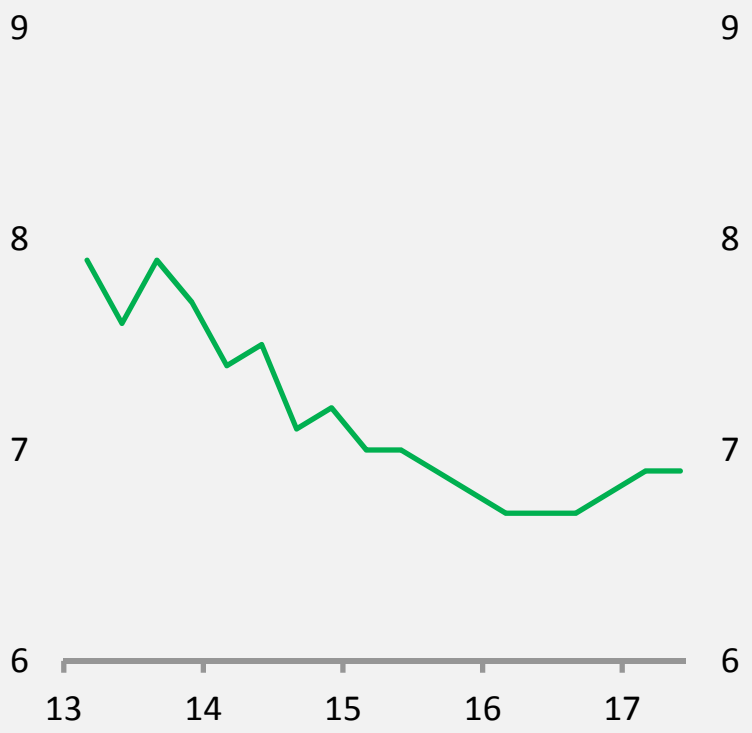
Monedas desarrolladas frente al US$ (3)
(índice prom. 2016-2017=100)



(1) Líneas punteadas corresponden a la proyección en base a la mediana de encuesta Bloomberg. (2) Corresponde a la tasa de depósitos. (3) Aumento (disminución) indica depreciación (apreciación).
Fuente: Bloomberg.

La economía china sorprendió positivamente creciendo 6,9% anual el segundo trimestre, aunque algunos cifras de corto plazo han mostrado cierta moderación. Persiste la incertidumbre en torno a medidas más restrictivas para hacer frente a desbalances financieros y su efecto en su actividad económica.

China: PIB
(variación real anual, porcentaje)

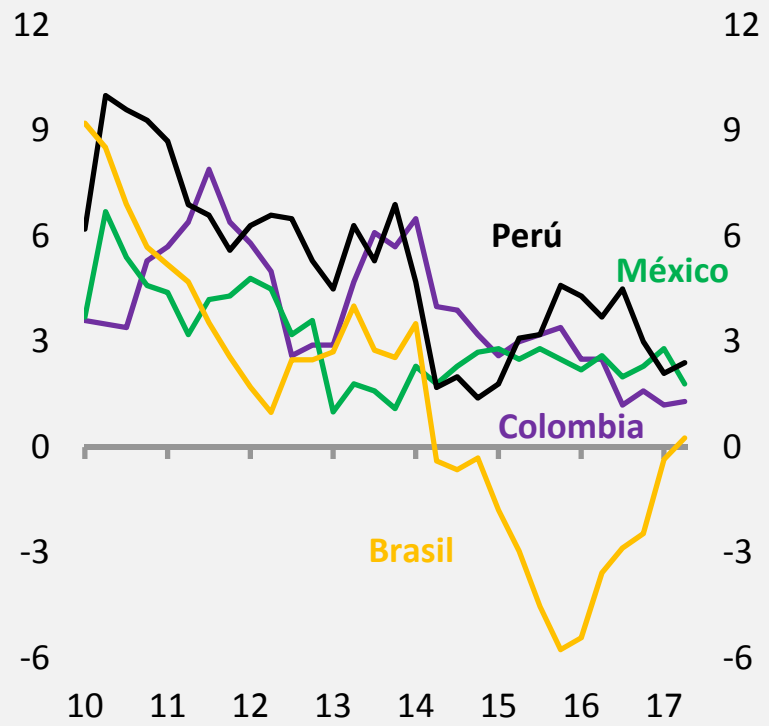


China: Indicadores sectoriales (*)
(variación anual, porcentaje)

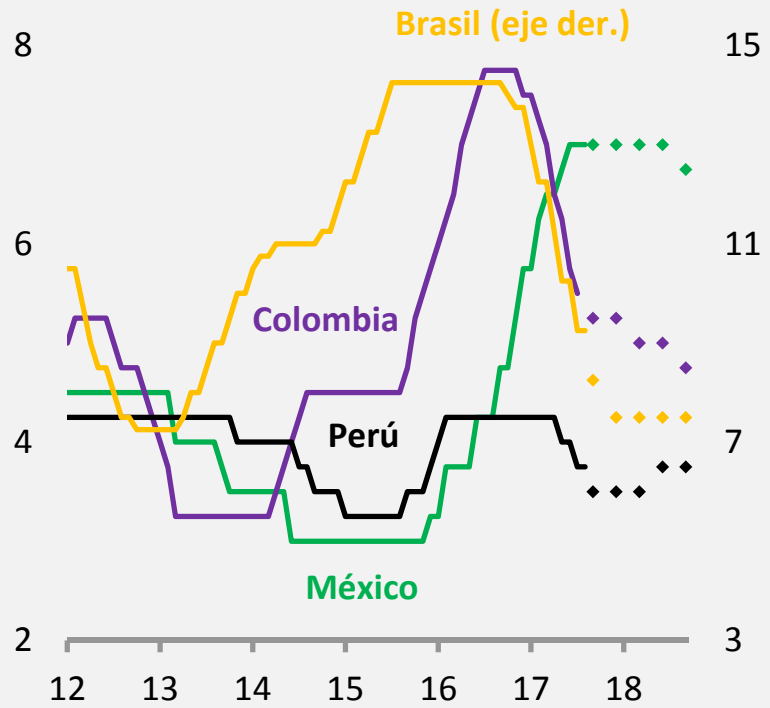
(*) Series trimestrales.
Fuente: Bloomberg.

En América Latina, la recuperación ha sido más lenta, en parte por factores idiosincráticos, en un contexto en que la menor inflación ha permitido ampliar el impulso monetario de sus economías.

PIB
(variación real anual, porcentaje)



TPM (*)
(porcentaje)

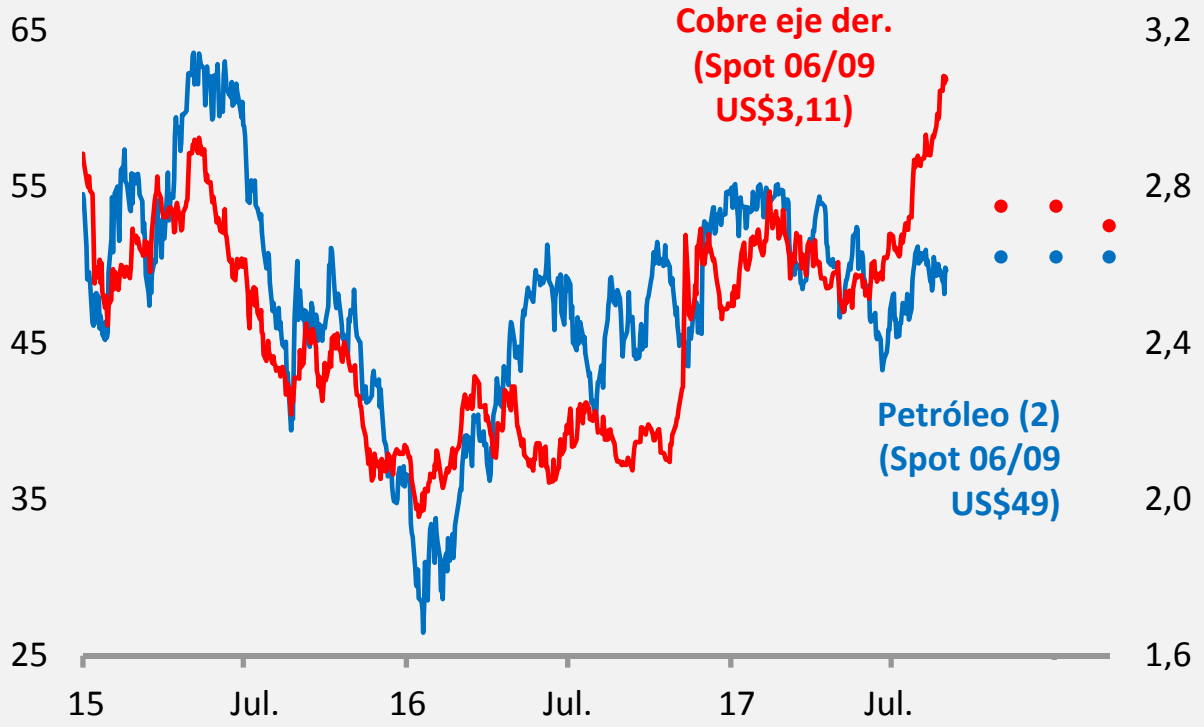


(*) Línea punteada corresponde a la proyección a partir del tercer trimestre en base a la mediana de respuestas de la encuesta de Bloomberg.
Fuente: Bloomberg.

El precio del cobre superó los US$3 la libra, lo que coincide con la depreciación del dólar, bajas tasas de interés y el mejor desempeño de China. Ello, en medio de un mercado que, pese a los problemas de oferta, se ha mantenido abastecido.

Precio de materias primas (1)

(dólares el barril; centavos de dólar la libra)

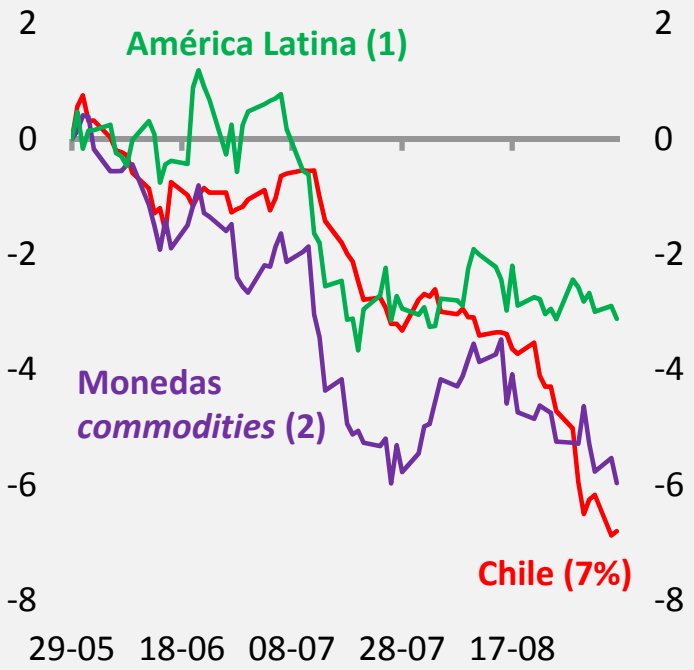


(1) Puntos corresponde a la proyección del IPoM para el 2017, 2018 y 2019, respectivamente. Para el cobre, la proyección es US$2,75 en el 2017 y 2018, y US$2,70 para el 2019. Para el petróleo la proyección es de US$50 en el 2017, 2018 y 2019 (2) Promedio del petróleo Brent y WTI. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Las monedas emergentes se han favorecido de la debilidad del dólar, el mejor precio de las materias primas y el apetito por riesgo. En Chile, la apreciación frente al dólar ha sido mayor y el TCR se ubicó por debajo de sus promedios de los últimos 15 o 20 años.

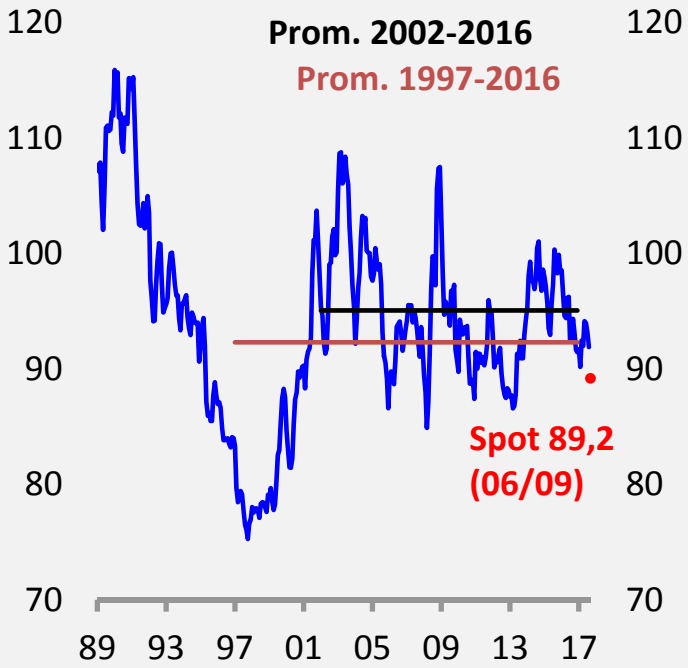
Paridades respecto del dólar de EE.UU.

(variación acumulada desde el 29-05-2017, %)



Tipo de cambio real (3) (4)

(índice 1986=100)



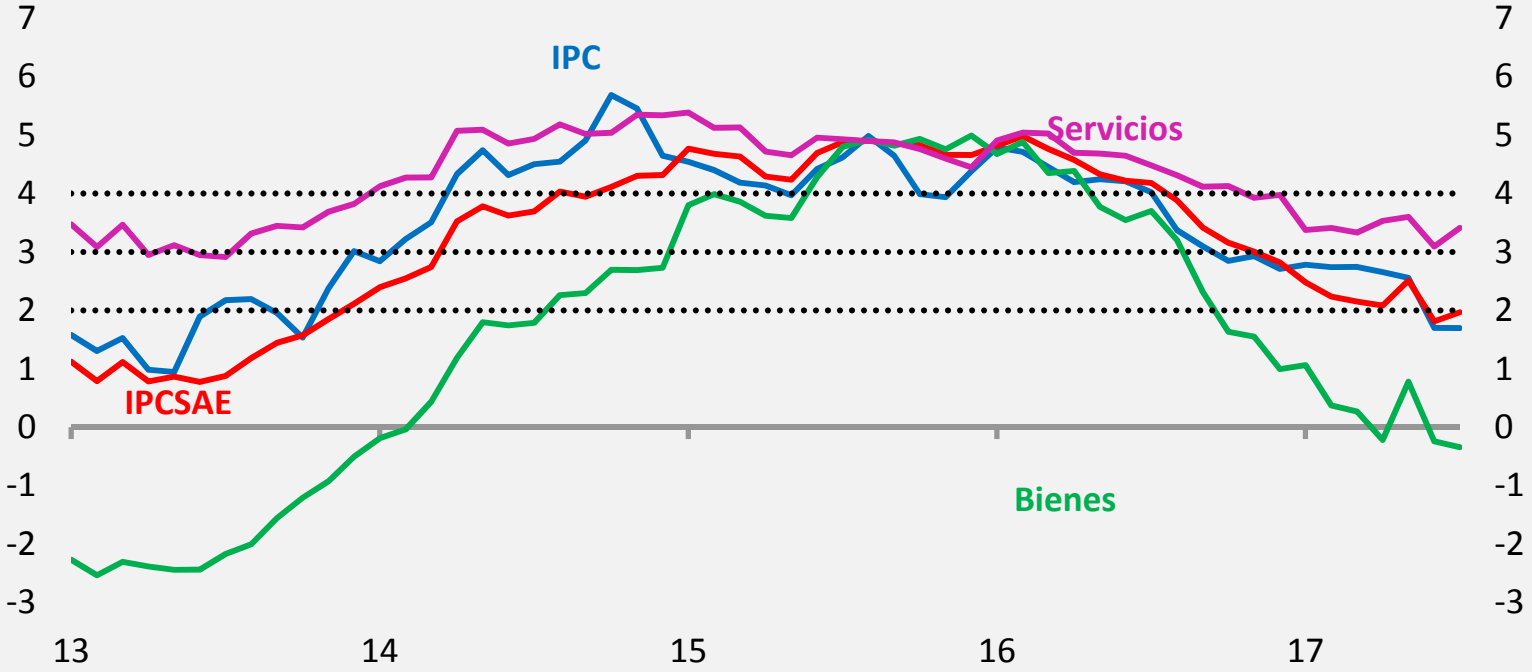
(1) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (2) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (3) Dato de agosto 2017 corresponde a estimación preliminar. (4) TCR se apreció 3,5% respecto del IPoM de junio y 2,5% acumulado en el año.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Escenario interno

La inflación anual del IPC descendió a 1,7% a julio, acumulando una baja mayor que la prevista en junio. El IPCSAE evolucionó en línea con lo anticipado, ubicándose en torno a 2% anual, y sigue dando cuenta de una inflación de bienes con tasas de variación anual levemente negativas y de servicios por sobre 3%.

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)

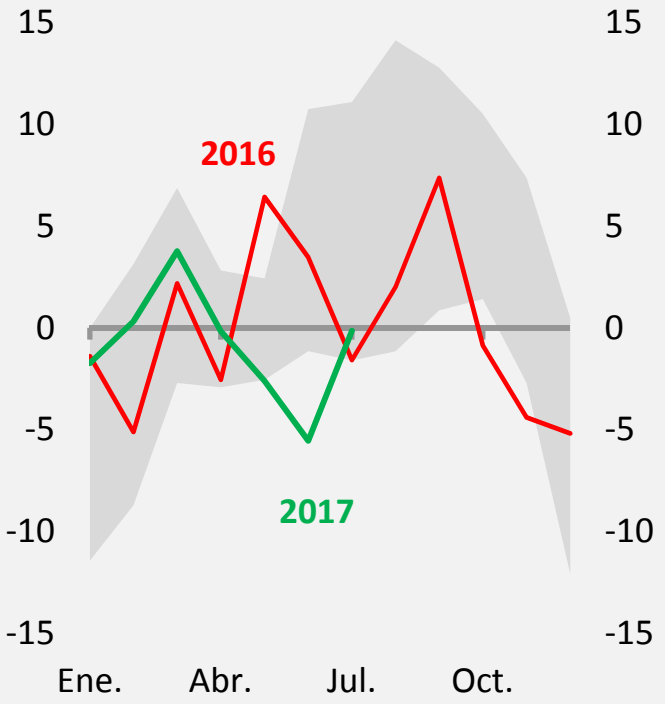


(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

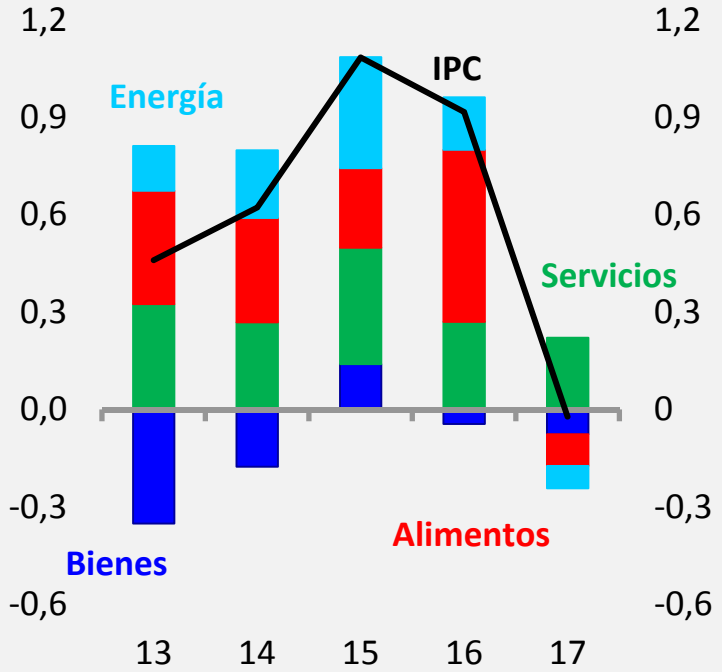
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La principal sorpresa en la inflación provino de los elementos más volátiles de la canasta como los precios de las frutas y verduras frescas, que mostraron un comportamiento atípico estacional, y la energía.

IPC frutas y verduras frescas (*)
(variación mensual, porcentaje)



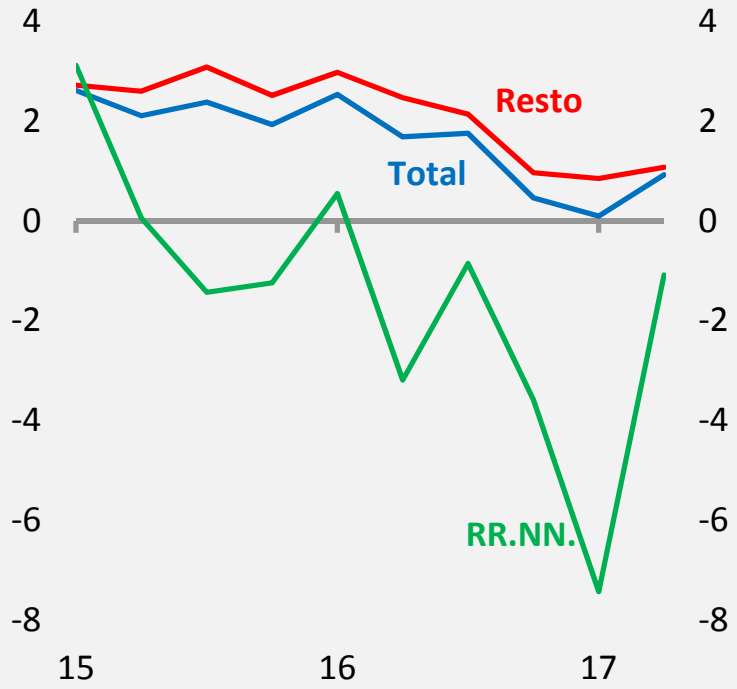
Incidencia mensual acumulada entre mayo y julio en el IPC
(puntos porcentuales)



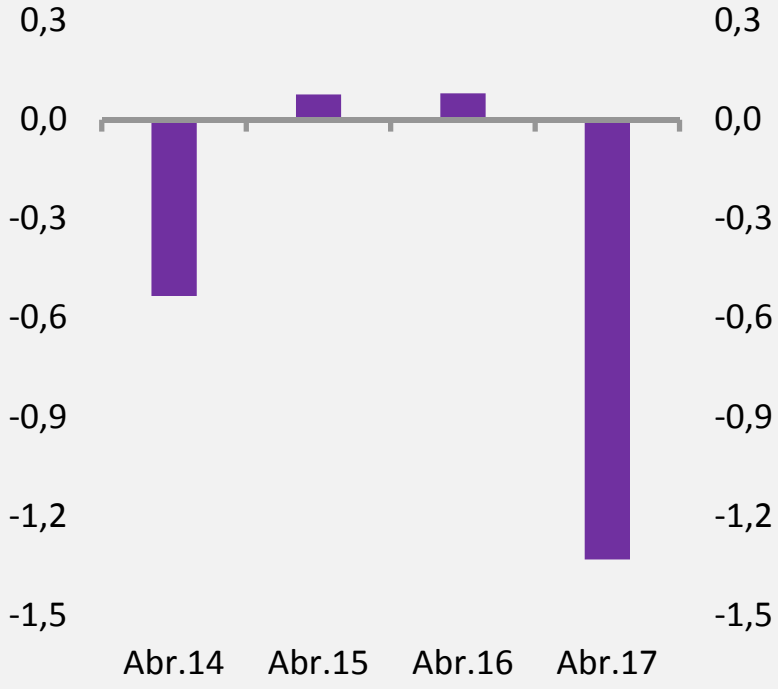
(*) El área sombreada representa los valores mínimos y máximos desde el 2000 al 2015.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

El PIB creció 0,9% anual el segundo trimestre, con un PIB resto que lo hizo 1,1%, por debajo de lo estimado. La economía estuvo afectada por diferencias significativas en los días trabajados, un feriado irrenunciable en abril, y *shocks* puntuales en la industria.

PIB
(variación real anual, porcentaje)



Impacto de factores estacionales en el Imacec (*)
(variación anual)

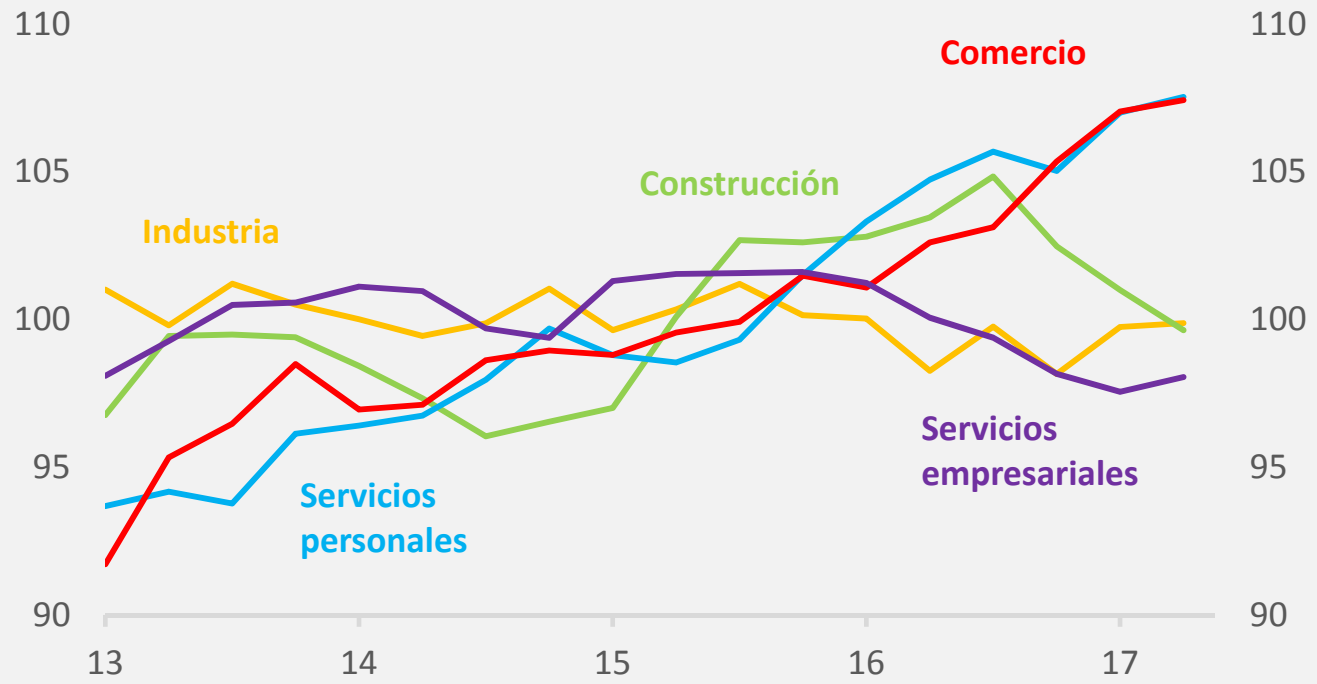


(*) Puntos porcentuales. Diferencia de la variación anual entre el Imacec no minero original y el desestacionalizado.
Fuente: Banco Central de Chile.

De todos modos, siguió destacando el mayor impulso de la actividad ligada al consumo y los servicios personales, mientras que los sectores relacionados con la inversión y los servicios empresariales siguieron débiles.

Actividad sectorial

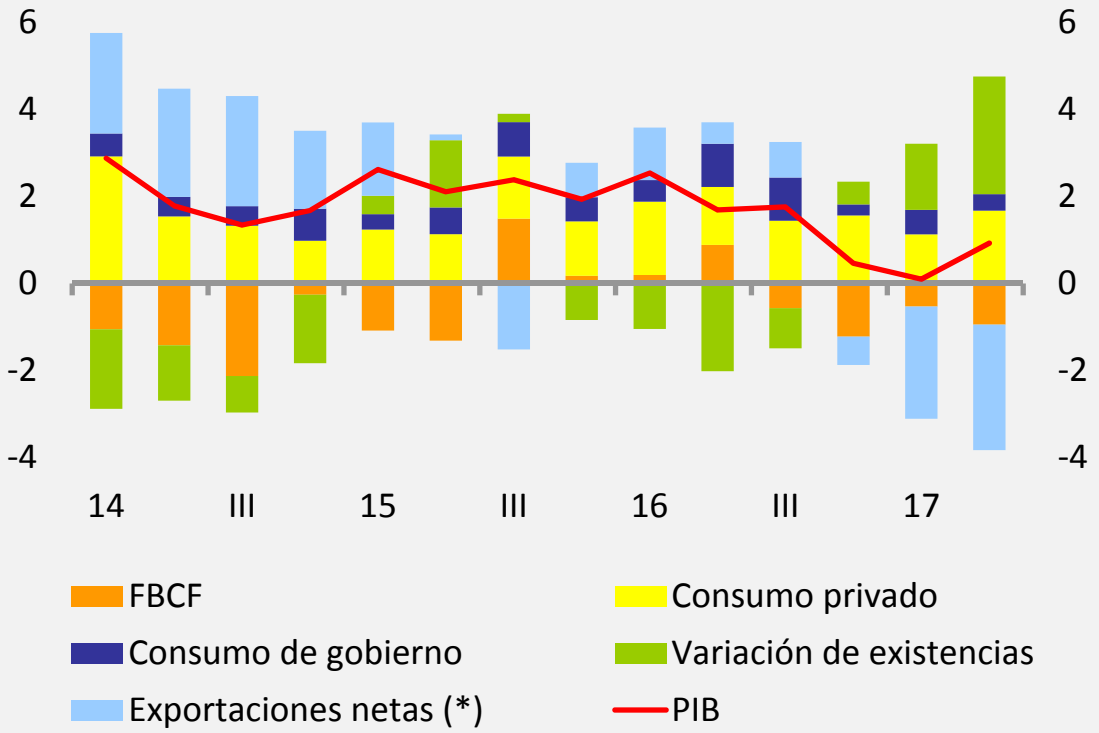
(serie desestacionalizada, índice 2013-2017=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

El crecimiento del PIB sigue sostenido principalmente por sectores vinculados al consumo, mientras que la inversión sigue débil.
Se agrega, un aumento de la variación de existencia.

Contribución al crecimiento anual del PIB
(variación real anual, porcentaje)

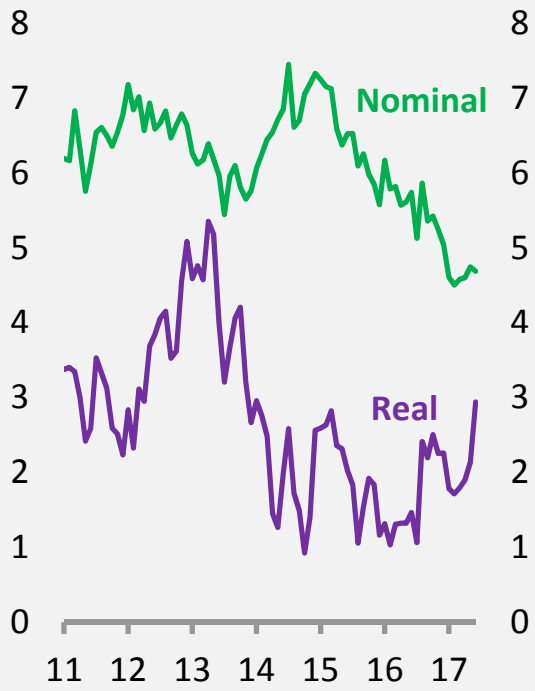


(*) Exportaciones menos importaciones de bienes y servicios.
Fuente: Banco Central de Chile.

El consumo mostró un crecimiento algo mayor el segundo trimestre. Varios de sus determinantes han mejorado, como el crecimiento del empleo asalariado y de la masa salarial real.

Empleo
(variación anual, porcentaje)

Salarios (1)
(variación anual, porcentaje)

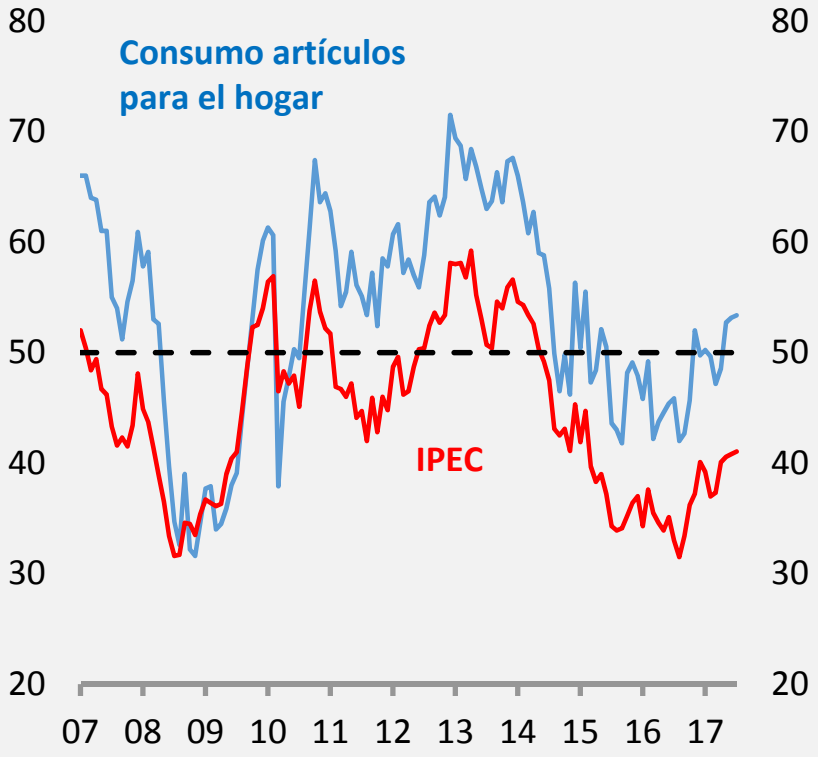


Masa salarial real (2)
(puntos porcentuales)

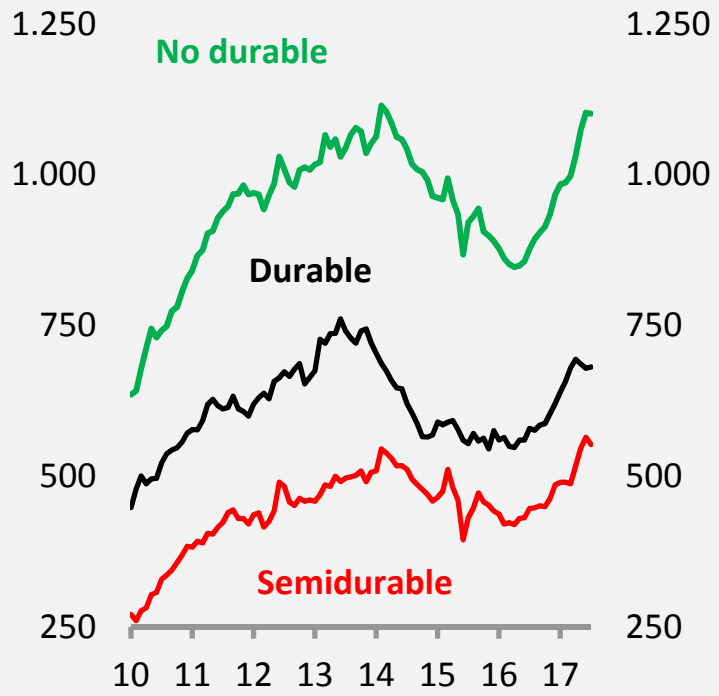
(1) Ambos corresponden al promedio de la variación anual del IREM y CMO. (2) Incidencia en el crecimiento anual de la masa salarial real. Series reales se obtienen con el deflactor del consumo privado. (3) Se castiga el ingreso del empleo por cuenta propia de acuerdo con el Recuadro III.1, IPoM junio 2017 (4) Empleadores y Servicio doméstico. Ingresos de estas categorías se obtienen con el promedio de la NESI 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Las expectativas de los consumidores también continuaron mejorando, aunque persisten en terreno pesimista. Otros indicadores, como las importaciones de bienes de consumo se sostuvieron en niveles elevados a julio.

Expectativas de los consumidores: IPEC (1)
(serie original)



Importaciones de bienes de consumo (2)
(millones de dólares)

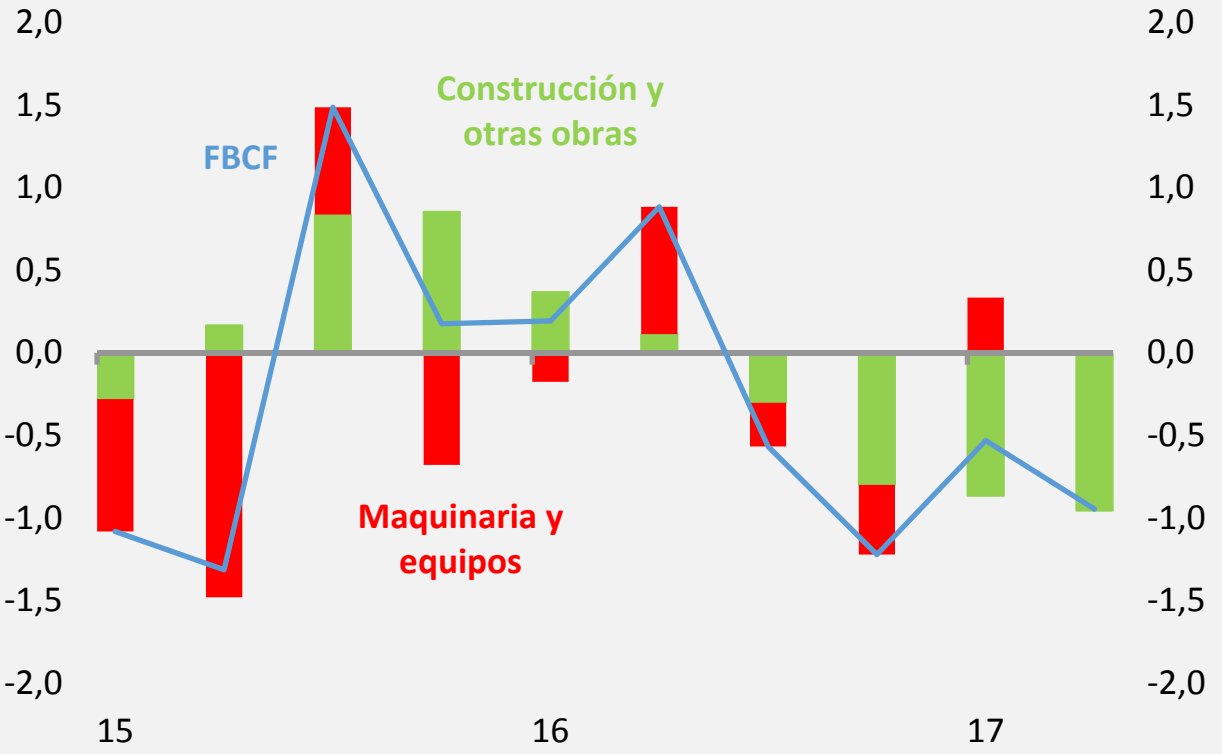


(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Nominal, series desestacionalizadas y en promedio móvil de tres meses. Fuentes: Adimark y Banco Central de Chile.

La inversión sigue débil, en particular el componente de construcción y obras, que profundizó su caída anual. La inversión en maquinaria y equipos redujo su crecimiento anual, no obstante sigue mejor que en los últimos años.

Contribución de la FBCF en el crecimiento anual del PIB

(puntos porcentuales)

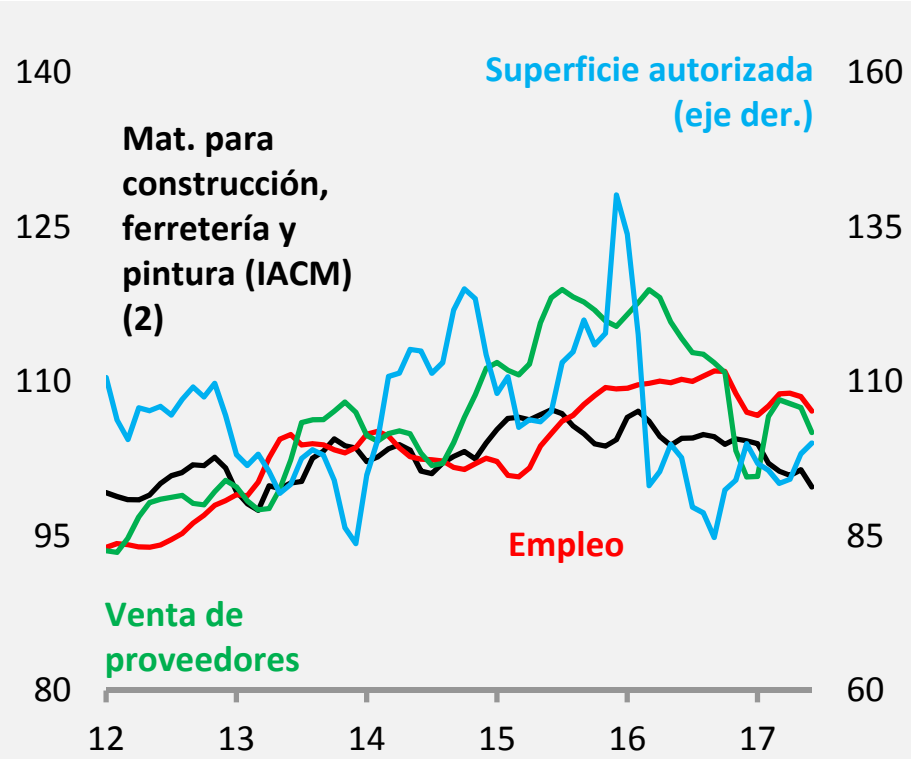


Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Indicadores parciales de construcción siguen mostrando un bajo desempeño. En tanto, las importaciones de maquinaria y equipos siguen creciendo por sobre las de años anteriores.

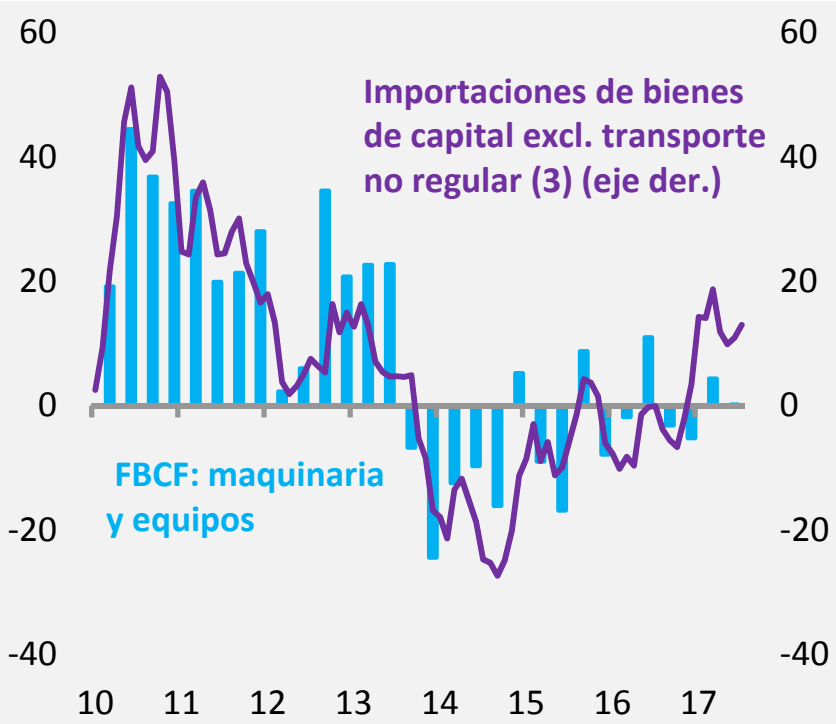
Construcción y edificación (1)

(promedio móvil 3 meses, índice 2010-2017=100)



Maquinaria y equipos

(variación anual, porcentaje)



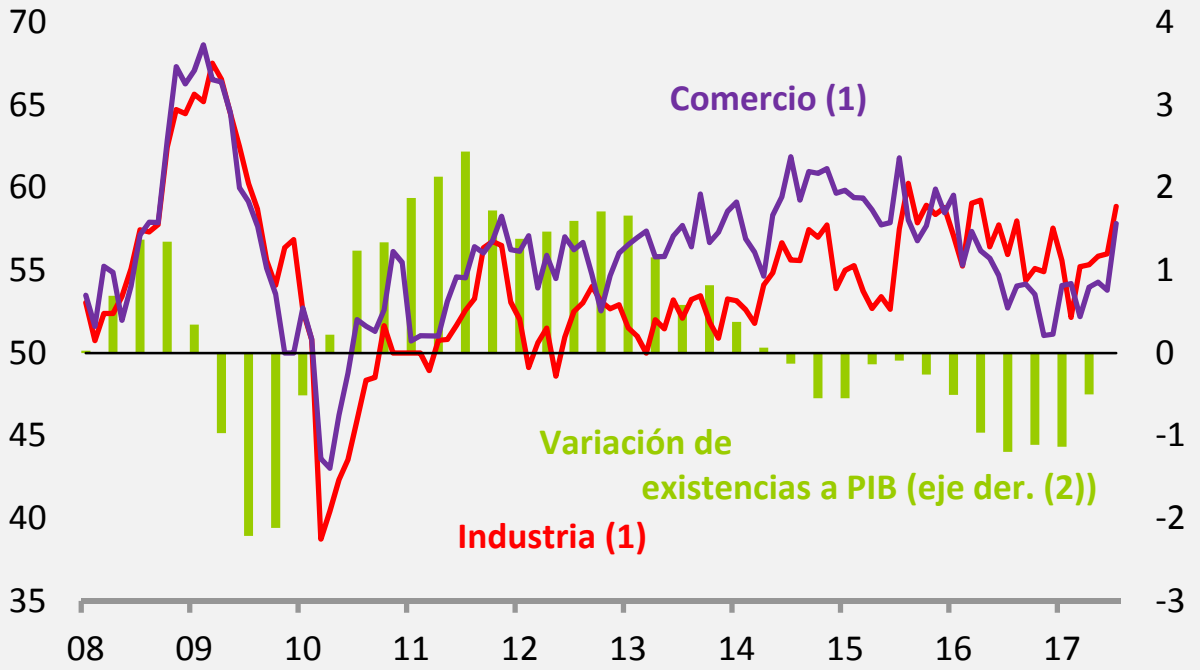
(1) Series desestacionalizadas. (2) Serie empalmada con la línea equivalente del IVCM. (3) Promedio móvil trimestral. Excluye aviones, barcos, helicópteros y trenes.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.

La sorpresiva mayor acumulación de existencias en el segundo trimestre responde en parte a una recuperación tras un período prolongado de reducción. No obstante, también hay indicios que habría sido superior a lo deseado, lo que podría derivar en menores importaciones.

Situación actual de inventarios

(serie original; porcentaje)



(1) IMCE: un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre (bajo) lo deseado. (2) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulada en los últimos 12 meses.

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

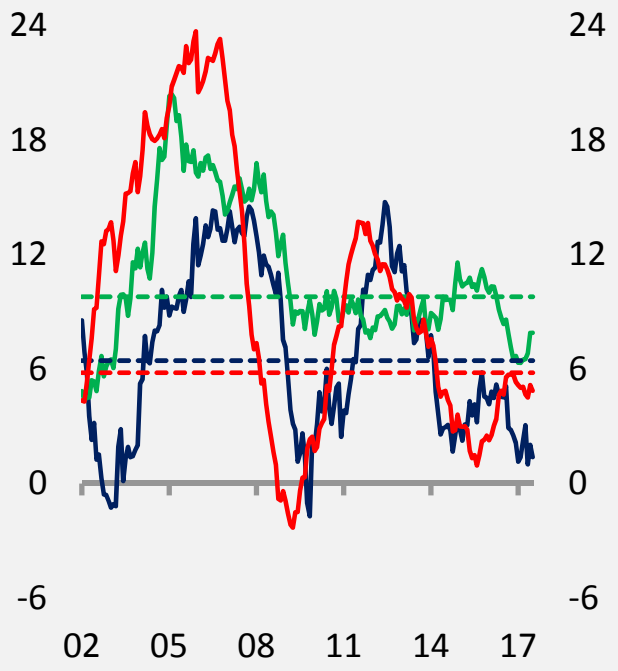
El costo del crédito sigue en niveles históricamente bajos y reflejando la expansividad de la política monetaria. En tanto, el crecimiento del crédito sigue bajo, acorde con el estado actual del ciclo económico, menor al promedio de los últimos diez años, aunque cercano a este en la cartera de consumo.

Tasa de interés por tipo de colocación (1)

(índice julio 2017=100)

Colocaciones por tipo de crédito (3)

(variación real anual, porcentaje)



Consumo Comercial Vivienda (2)

(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF.
(3) 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.

Perspectivas

El escenario base considera un mayor impulso externo que en junio, principalmente por la mejora de los términos de intercambio, mayormente del cobre. El crecimiento de los socios comerciales es algo mejor que lo anticipado.
Las condiciones financieras se estiman seguirán favorables.

Escenario internacional

	2016	2017 (f)		2018 (f)		2019 (f)
		IPoM Jun.17	IPoM Sept.17	IPoM Jun.17	IPoM Sept.17	IPoM Sept.17
				(variación anual, porcentaje)		
Términos de intercambio	1,9	4,7	8,5	-0,5	0,0	-1,8
PIB socios comerciales	2,9	3,3	3,5	3,4	3,5	3,4
PIB mundial PPC	3,1	3,4	3,6	3,5	3,6	3,6
PIB mundial a TC de mercado	2,5	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9
Estados Unidos	1,5	2,2	2,1	2,3	2,3	2,2
China	6,7	6,5	6,7	6,3	6,4	6,1
Eurozona	1,8	1,7	1,9	1,7	1,7	1,7
América Latina (excl. Chile)	-1,5	1,1	1,1	2,2	2,1	2,4
Precios externos (en US$)	-2,7	2,4	3,2	1,4	1,6	2,3
				(niveles)		
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	221	255	275	250	275	270
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	43	50	49	51	49	49
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	44	53	52	53	52	52
Precio paridad de la gasolina (US$/m3)	389	453	450	447	440	435
Libor US$ (nominal, 90 días)	0,7	1,5	1,4	2,5	2,3	3,0

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

El escenario base considera que la economía chilena creerá entre 1,25 y 1,75% el 2017, y aumentará hasta una cifra entre 2,5 y 3,5% el 2018.

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

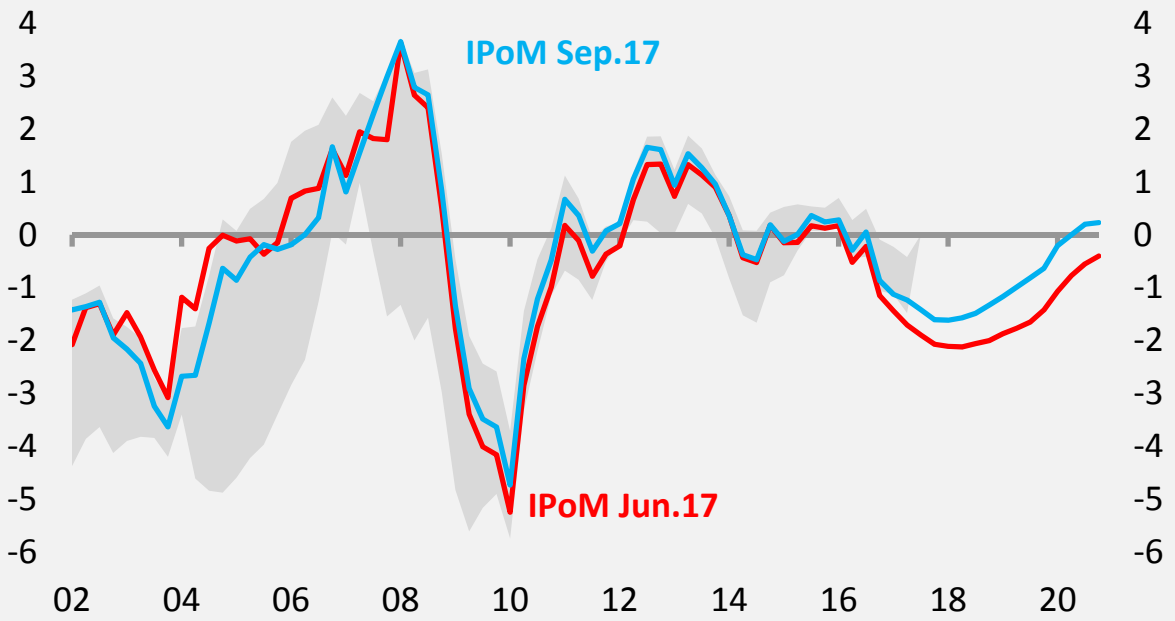
	2016	2017 (f)		2018 (f)	
	IPoM Sept.17	IPoM Jun.17	IPoM Sept.17	IPoM Jun.17	IPoM Sept.17
PIB	1,6	1,0-1,75	1,25-1,75	2,5-3,5	2,5-3,5
Demanda interna	1,1	2,5	2,6	3,9	3,9
Demanda interna (sin var. de existencias)	2,0	1,8	1,7	2,9	2,9
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-0,9	-1,6	3,0	3,2
Consumo total	2,8	2,6	2,7	2,9	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	-0,1	0,7	0,1	3,9	4,5
Importaciones de bienes y servicios	-1,6	4,3	4,6	6,6	7,4
Cuenta corriente (% del PIB) (*)	-1,4	-1,0	-1,2	-1,9	-1,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,2	20,2	19,8	20,3	20,2
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,2	22,1	21,7	22,2	21,8

(*) A precios de tendencia, el déficit de la cuenta corriente es de 2,6% del PIB promedio para el 2017-2018, que se compara con el déficit de 2,1% del PIB proyectado en el IPoM de junio para igual plazo. El cálculo considera un precio del cobre de largo plazo de US$2,7 la libra y del petróleo de US$70 el barril (f) Proyección. Fuente: Banco Central de Chile.

Las nuevas estimaciones de PIB potencial dan cuenta de un descenso del mismo, con lo que la brecha de actividad es algo menor que la estimada en junio. Se espera que la brecha se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a cerrarse gradualmente hacia la segunda mitad del 2018.

Brecha de actividad

(puntos porcentuales)

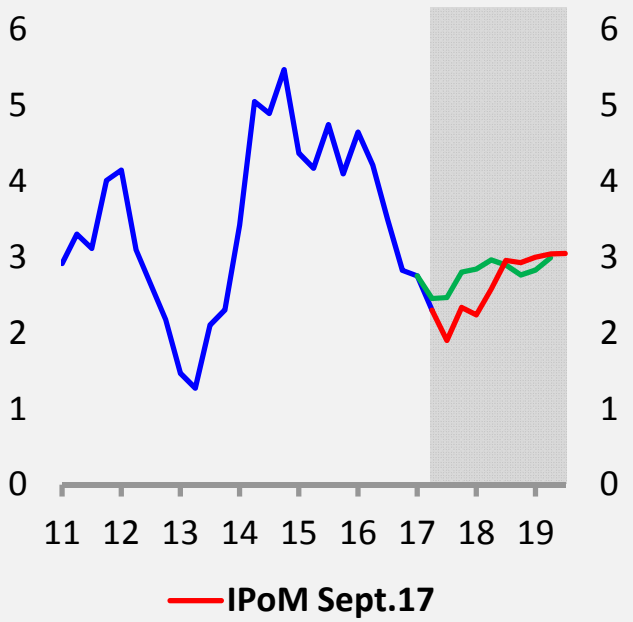


Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación del IPCSAE se estima seguirá en torno a 2% hasta mediados del 2018, para luego aumentar lentamente hacia 3%. Esta trayectoria está por debajo de lo previsto en junio, dando cuenta del efecto de la apreciación del peso. El IPC total terminará el año en 2,4% y se situará en torno a 3% a partir de la segunda mitad del 2018.

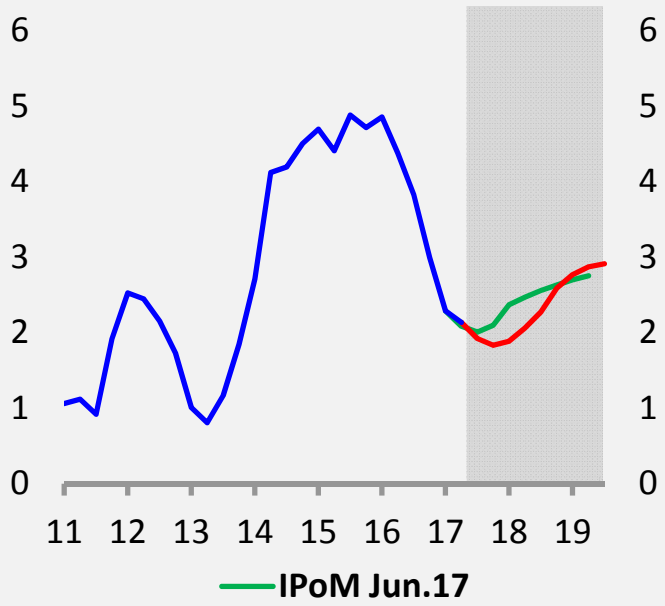
Inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)



Inflación IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris corresponde a la proyección a partir del tercer trimestre del 2017. Esta trayectoria considera como supuesto de trabajo, entre otros, que los precios de las frutas y verduras volverán a sus promedios históricos, el precio de la energía subirá por el ajuste de las tarifas eléctricas y que el TCR tendrá una leve depreciación en el horizonte de proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

El Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está equilibrado, mientras que para la inflación está sesgado a la baja en el corto plazo, pero equilibrado en el mediano.

Internacional

Mundo desarrollado:

- Impacto en los mercados financieros globales de sus PM
- Tensiones geopolíticas
- Baja inflación
- Recuperación más rápida

Mundo emergente:

- China: preocupación respecto al crecimiento futuro y/o desequilibrios en algunos mercados
- América Latina: eventos políticos

Precio del cobre se podría mantener sobre US$3 la libra. Ello puede reducir la inflación en el corto plazo, pero también implicar un mayor dinamismo de la economía y un cierre algo más rápido de la brecha de actividad.

Internos

- Persistente debilidad de la inversión
- Mayor dinamismo del consumo.
- Menor inflación en el corto plazo por diversos factores como una mayor apreciación del peso.

Comentarios finales

En lo interno, el escenario base supone que los factores que han reducido la actividad y la inflación en los últimos meses son transitorios.

Sin embargo, es posible que su persistencia sea distinta que lo previsto.
El balance de riesgos para la actividad está equilibrado, mientras que para la inflación está sesgado a la baja en el corto plazo, pero equilibrado en el mediano.

En el escenario base, el impulso monetario será similar al de junio. Esto es, una TPM que se mantendrá en torno a sus niveles actuales y que comenzará a aumentar hacia su nivel neutral solo una vez que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad.
De esta forma, la política monetaria seguirá siendo expansiva.

Como siempre, el Consejo permanecerá atento a desvíos del escenario base que justifiquen movimientos de la TPM. En el corto plazo los riesgos para la inflación están sesgados a la baja. Su materialización podría afectar la convergencia a la meta, en cuyo caso se requerirá una profundización de la expansividad de la política monetaria.

Crecimiento tendencial y ajuste en proceso de PM

Crecimiento tendencial

Junto con este IPoM se publicó un documento que resume un conjunto de investigaciones que la División Estudios ha realizado sobre los determinantes del crecimiento económico de largo plazo.

Dado que en los últimos años la economía ha reducido su tasa de crecimiento de modo importante, era necesario hacer un esfuerzo adicional de consolidación del análisis, en un área clave para cumplir adecuadamente con los objetivos que nos impone la ley.

El documento analiza en detalle el crecimiento tendencial de mediano plazo para Chile en el horizonte de los años 2017 a 2050, con especial atención a la proyección de crecimiento del PIB para los próximos diez años.

En lo principal, estimamos que un rango en torno a 3 y 3,5 por ciento. Este rango de crecimiento tendencial supone que los sectores de recursos naturales crecerán alrededor de 2 por ciento en promedio, mientras que el resto de los sectores lo hará en torno a 3,4 por ciento.

Ajustes al proceso de política monetaria

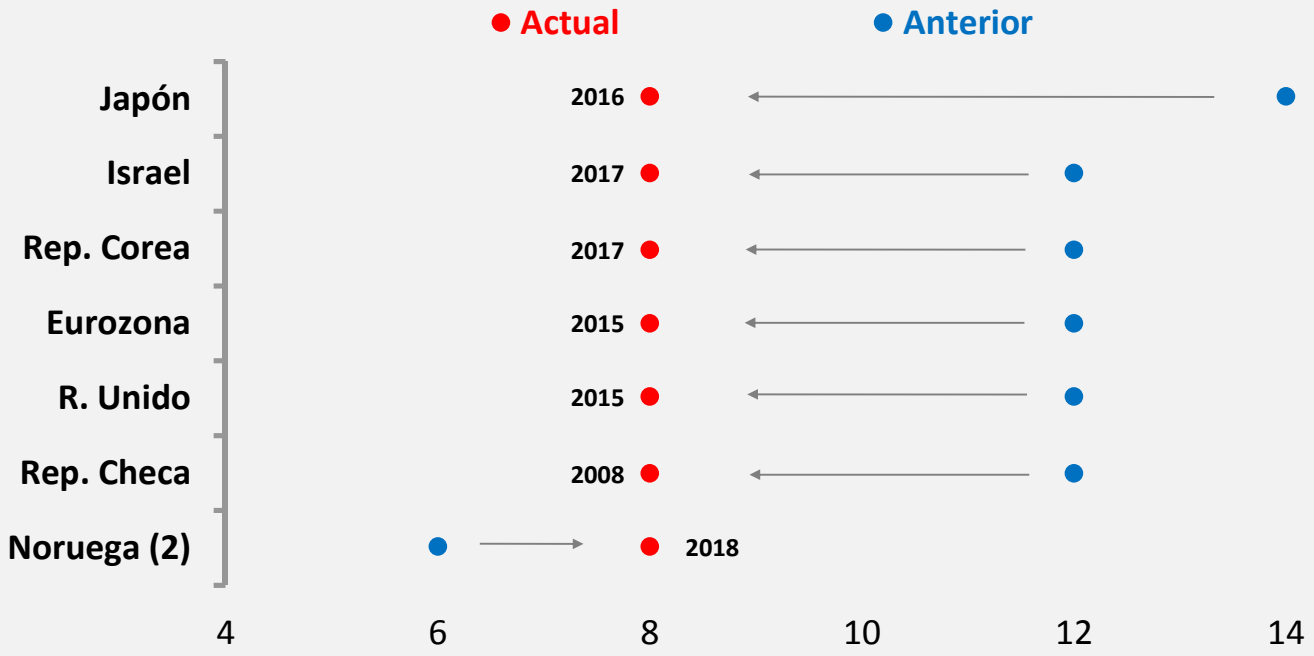
El Banco lleva adelante su política monetaria en un marco de metas de inflación, el que, para su correcto funcionamiento, requiere de una adecuada comunicación de las acciones realizadas y sus fundamentos, así como de un diagnóstico apropiado de la evolución de la economía local y externa.

La adopción de estas decisiones y su comunicación se estructuran en torno a las Reuniones de Política Monetaria y el Informe de Política Monetaria, cuya organización, prioridad, contenidos y difusión se basan actualmente en procedimientos y estándares establecidos mayormente en la primera mitad de la década del dos mil.

El Consejo del Banco, después de una exhaustiva evaluación interna basada en la experiencia acumulada y las mejores prácticas a nivel internacional, ha decidido adoptar algunas modificaciones a su proceso de toma de decisiones y de comunicación de política monetaria.

En lo principal, el número de RPM se reducirá de 12 a 8 por año, alineándose con la práctica más común en bancos centrales de países con bajas tasas de inflación. Esto permitirá acumular más información entre Reuniones y generará mayor espacio para evaluar el impacto de los distintos indicadores económicos en el escenario base

Cambios recientes a la periodicidad de la RPM (1)



(1) A un lado de los puntos rojos se detalla el año en que se implementó la reducción del número de RPM. (2) El Norges Bank anunció a principios de mayo de este año que aumentará la frecuencia anual de sus RPM de seis a ocho a partir del 2018.
Fuente: Banco Central de Chile en base a los bancos centrales de los respectivos países.

También realizaremos cambios sobre el Comunicado y la Minuta de nuestra Reunión, todos en el sentido de apoyar la decisión con mayor información que lo actualmente disponible. Todos los cambios comenzarán a aplicarse en enero del 2018.

Ajustes al proceso de política monetaria

<table>
<tr><th colspan="2">ACTUAL</th><th colspan="2">NUEVO</th></tr>
<tr><td>Minuta de antecedentes
(1 dia antes de RPM)</td><td>• Antecedentes de la evolución de la economía nacional e internacional desde RPM anterior</td><td rowspan="2">• Principales antecedentes de la evolución de la economía nacional e internacional desde RPM anterior
• Decisión de política monetaria
• Fundamentos de la decisión del Consejo
• Resultado de la votación</td><td rowspan="2">Comunicado oficial de RPM
(al término de cada RPM)</td></tr>
<tr><td>Comunicado oficial de RPM
(al término de cada RPM)</td><td>• Breve referencia a entorno económico
• Decisión de política monetaria</td></tr>
<tr><td>Minuta de RPM
(11 días hábiles después de RPM)</td><td>• Resultado de la votación
• Opciones propuestas por el staff
• Síntesis de la discusión</td><td>• Principales gráficos y tablas presentadas por el Staff al Consejo
• Opciones de política consideradas por el Consejo
• Argumentos a favor y en contra de cada opción</td><td>Minuta de RPM
(11 días hábiles después de RPM</td></tr>
<tr><td>Acta de RPM
(Reservada, no se publica)</td><td>• Detalle de planteamientos de cada consejero y del Ministro de Hacienda</td><td>• Detalle de planteamientos de cada consejero y del Ministro de Hacienda</td><td>Acta de RPM
(Publicada 10 años después)</td></tr>
</table>

Fuente: Banco Central de Chile.

Región de Los Ríos

IPN: Percepciones recogidas en la Región de los Ríos (*)

La mayoría de los entrevistados señaló que el desempeño de sus negocios se mantuvo estable. Además, esperan un resultado similar para la segunda mitad del 2017 y el próximo año. Algunos ven posibilidad de mejorarlo para el 2018.

La mejor evaluación sigue en los sectores ligados al consumo y turismo, mientras que en la construcción las perspectivas se mantienen contenidas.
Una parte de los encuestados no ve muchos factores que otorguen mayor dinamismo a la región. Otros condicionan su desempeño futuro al resultado electoral.

En turismo, las mejores perspectivas se sustentan en el alargamiento de la temporada estival.

En la construcción, destaca cierto repunte de la actividad en proyectos de privados, mientras que los de obras públicas muestra alguna moderación.
La actividad ligada a la edificación habitacional permanecería baja.

(*) Las entrevistas se efectuaron en Valdivia entre el 13 y el 15 de junio del 2017.

IPN: Percepciones recogidas en la Región de los Ríos

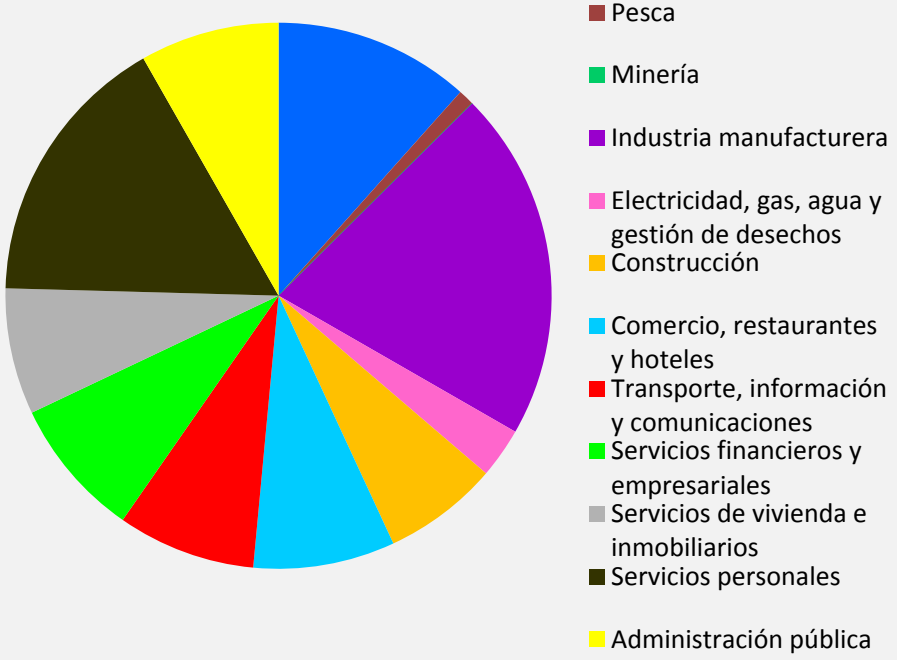
En materia laboral, los entrevistados no dan cuenta ni prevén mayores ajustes de dotación. Se mantiene disponibilidad de mano de obra, especialmente no especializada, y mayor dificultad para contratar técnicos y/o profesionales específicos.

La mayoría manifiesta seguir enfocada en controlar gastos y aumentar la eficiencia. Los precios continúan estables, al igual que los márgenes.

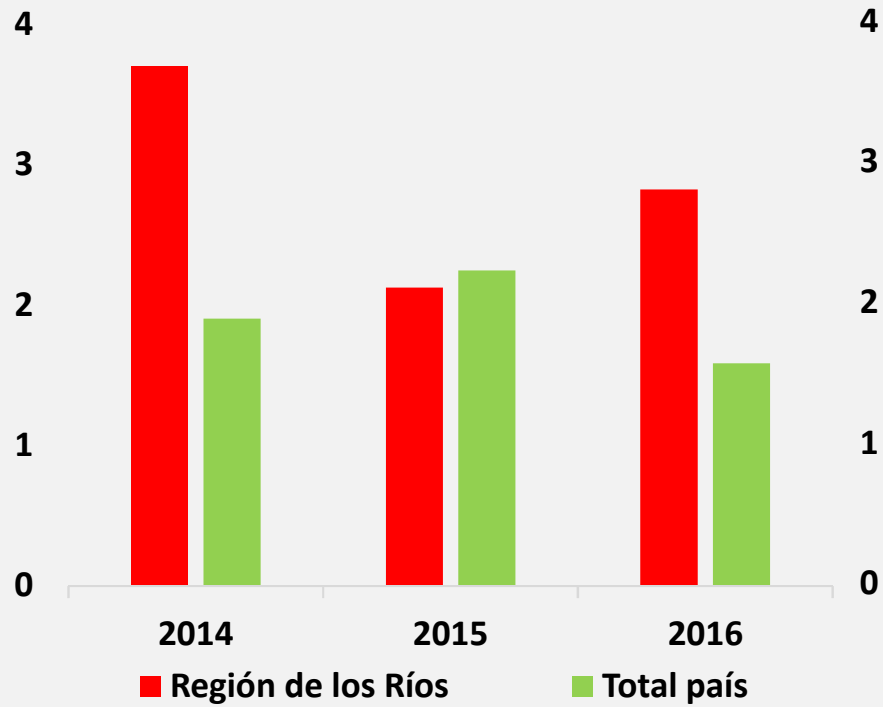
En relación a las condiciones financieras, el crecimiento del crédito sigue acotado. El foco continúa en la compra de cartera y el refinanciamiento de pasivos. Las tasas de interés se perciben bajas.

Industria, los servicios personales y el sector agropecuario silvícola abarcan gran parte de la actividad económica de la región (48,7%). La participación del PIB regional en el total del país se ha mantenido sobre 1%.
En el 2016 el PIB creció 2,8% anual.

Composición sectorial del PIB regional 2015
(porcentaje)



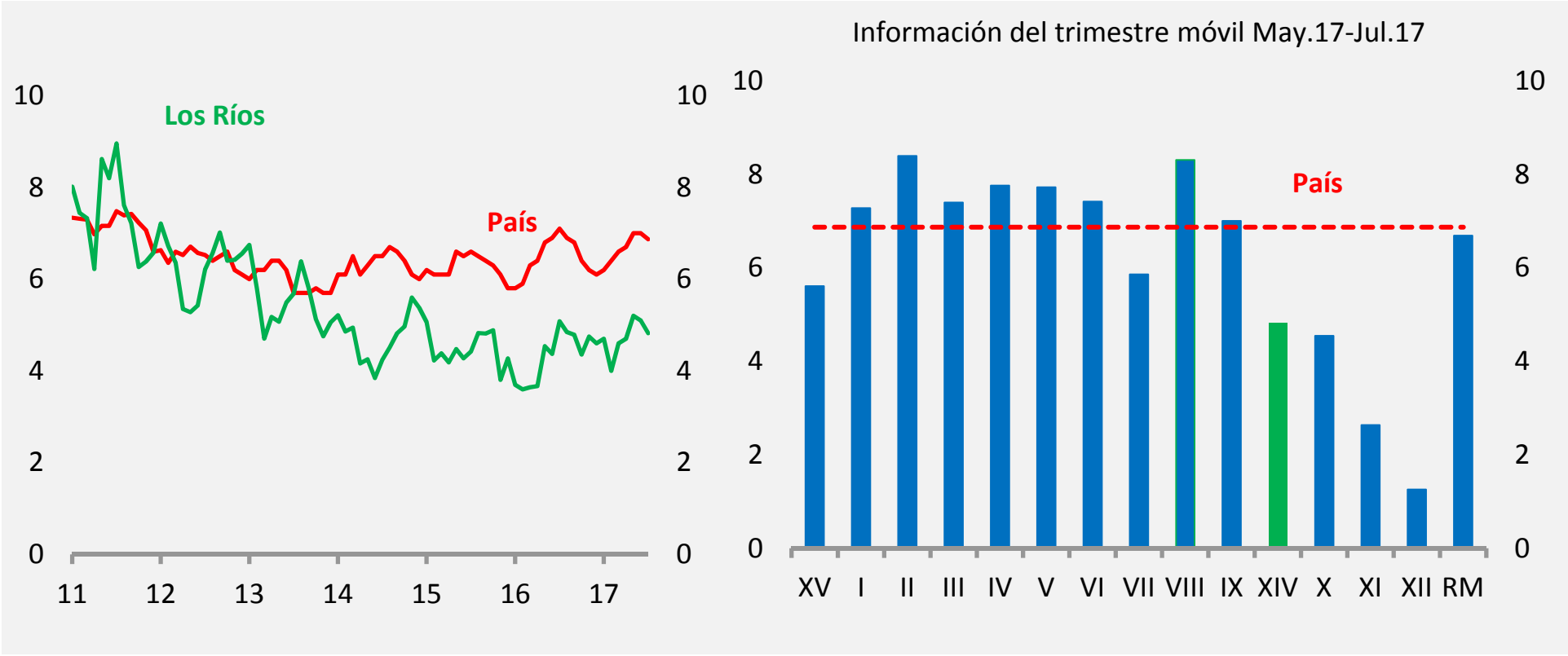
Crecimiento del PIB
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La tasa de desempleo de la región se ubica por debajo del registro nacional desde mediados del 2013.

Tasa de desempleo
(porcentaje)

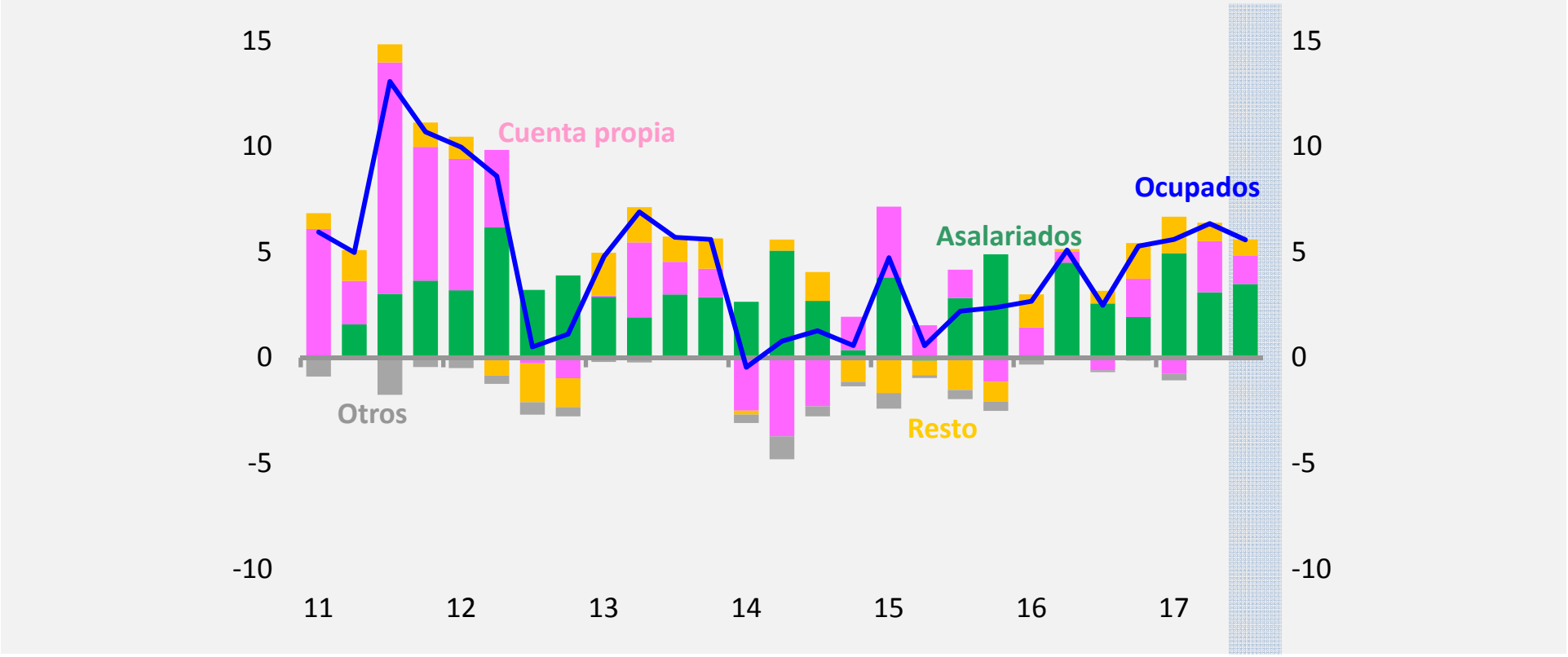


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En la región se observa crecimiento del empleo asalariados. En particular, en julio, de las ramas administración pública, alojamiento y servicio de comidas y actividades artísticas.

Ocupación en la región (*)

(contribución porcentual a la variación anual)



(*) Corresponde a la cifra del trimestre calendario, excepto el último valor que es el trimestre móvil terminado en julio. Resto incluye las categorías Empleadores, Personal de servicios y Familiar no remunerado. Otros es el ajuste de composición.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Septiembre 2017

Rosanna Costa, Consejera