

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2017



**INFORME
DE POLÍTICA MONETARIA**
Junio 2017



CONTENIDO* /

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	19
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	23
IV. PRECIOS Y COSTOS	31
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	35
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	39
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	42
RECUADROS	
Divergencia entre incertidumbre financiera y sobre políticas económicas	17
Diferencias salariales por tipo de empleo	27
Evolución de las exportaciones industriales	29

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 29 de mayo de 2017.

PREFACIO

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh) tiene como principal objetivo mantener una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. Su compromiso explícito es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual. Para cumplir con esto, el BCCh orienta su política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en el horizonte de política en torno a dos años. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM se publica cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, la actividad y la demanda agregada, y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presenten consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 31 de mayo de 2017 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 5 de junio de 2017.

El Consejo

RESUMEN

En los últimos meses, el escenario macroeconómico ha evolucionado en línea con lo previsto en el IPoM de marzo. La inflación no muestra mayores novedades, lo que es coherente con un tipo de cambio que permanece en niveles similares a los de mediados del año pasado y holguras de capacidad que se han ampliado gradualmente. Muy influenciada por el paro en Escondida, la actividad del primer trimestre tuvo un crecimiento anual casi nulo, en un contexto donde el desempeño de los sectores ligados a la inversión en construcción permanece muy débil. En contraposición, el consumo muestra una evolución más estable, impulsado por el significativo crecimiento de la demanda por bienes durables, el que ha compensado el desempeño más acotado de sus otros componentes. El escenario externo, más allá de las volatilidades recientes, sigue apuntando a un mayor crecimiento del mundo desarrollado, con condiciones financieras favorables para los emergentes y precios de materias primas sin grandes variaciones, luego de su recuperación desde fines del 2016. Así, aunque tanto en el ámbito externo como interno permanecen focos de incertidumbre relevantes, las perspectivas para este año y el próximo no tienen mayores cambios respecto de lo previsto. En este contexto, el Consejo amplió el estímulo monetario llevando la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 2,5%, nivel que considera coherente con la eliminación del sesgo expansivo.

El panorama de inflación no muestra cambios sustantivos. La variación anual del IPC se ha mantenido en 2,7% desde febrero, mientras que la inflación subyacente —IPCSAE— ha disminuido levemente. El escenario base considera que el TCR permanecerá en valores similares a los actuales y que las holguras de capacidad empezarán a cerrarse durante el próximo año. En este contexto, la inflación subyacente continuará descendiendo por algunos meses, llegando a niveles en torno a 2%, para aproximarse a 3% a fines del horizonte de proyección. El aumento del precio de los ítems más volátiles (alimentos y energía) será mayor al de la inflación subyacente, con lo que la convergencia de la inflación total a 3% será más rápida. Así, se sigue estimando que en los próximos meses la variación anual del IPC baje a niveles cercanos al piso del rango de tolerancia, para volver a 3% a fines de año y oscilar en torno a ese valor hasta el final del horizonte de proyección, mediados del 2019.

Los datos del primer trimestre confirmaron el importante impacto que la huelga en Escondida tuvo sobre la actividad del sector —a lo que se agregó la menor producción en otros yacimientos—. Así, la actividad minera cayó cerca de 14% anual en el período, arrastrando a la generación eléctrica y algunas actividades locales según lo señalado por diversos entrevistados en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de mayo. Adicionalmente, retomar los niveles de producción ha tardado más que lo previsto en marzo, por lo que el efecto en la producción minera se ha extendido hacia el segundo trimestre.

**INFLACIÓN**

	2015	2016	2017 (f)	2018 (f)	2019 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	4,3	3,8	2,6	2,9	
Inflación IPC diciembre	4,4	2,7	2,9	2,8	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCSAE promedio	4,7	4,0	2,1	2,5	
Inflación IPCSAE diciembre	4,7	2,8	2,1	2,7	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)					2,8

(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.

La actividad del resto de los sectores sigue dando cuenta de dos tendencias. Por un lado, la debilidad de la actividad de la construcción y los servicios asociados, por otro, el desempeño más estable del consumo privado, impulsado fuertemente por el crecimiento del gasto en bienes durables. Así, en los datos del primer cuarto se apreció un contraste relevante, con caídas anuales en los sectores de construcción y servicios empresariales, y un buen crecimiento en comercio junto con una recuperación en las líneas industriales que producen bienes de consumo. Resalta también la mejoría de la inversión en maquinaria y equipos —excluyendo material de transporte no regular— que, al igual que los bienes de consumo durable, se ha beneficiado de la necesidad de reposición de los stocks después de varios años de bajo crecimiento y por la evolución del tipo de cambio. Por último, la mayor ejecución del gasto público elevó el consumo de gobierno, lo que también incidió positivamente en la actividad.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2015	2016	2017 (f)	2018 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	2,3	1,6	1,0-1,75	2,5-3,5
Ingreso nacional	1,8	1,7	2,3	3,0
Demanda interna	2,0	1,1	2,5	3,9
Demanda interna (sin variación de existencias)	1,7	2,0	1,8	2,9
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-0,8	-0,9	3,0
Consumo total	2,4	2,8	2,6	2,9
Exportaciones de bienes y servicios	-1,8	-0,1	0,7	3,9
Importaciones de bienes y servicios	-2,7	-1,6	4,3	6,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,0	-1,4	-1,0	-1,9
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	21,4	20,2	20,2	20,3
Inversión nacional bruta (% del PIB)	23,3	21,6	21,2	22,2
FBCF (% del PIB nominal)	23,6	23,2	22,1	22,2
FBCF (% del PIB real)	22,5	21,9	21,4	21,4
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-4.670	-3.574	-2.750	-5.100
Balanza comercial	3.465	5.256	8.000	5.700
Exportaciones	62.183	60.597	66.700	69.700
Importaciones	-58.718	-55.341	-58.700	-64.000
Servicios	-3.418	-3.137	-3.450	-3.500
Renta	-6.576	-7.117	-9.100	-9.300
Transferencias corrientes	1.858	1.424	1.800	2.000

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La mayor estabilidad del consumo se da en un contexto en que las expectativas de los consumidores, si bien siguen en niveles pesimistas, han mejorado algo. El mercado laboral continúa ajustándose en línea con lo previsto, con una tasa de desempleo baja desde una perspectiva histórica, pero con un magro desempeño del empleo asalariado y remuneraciones que siguen desacelerándose respecto de fines del 2016. El aumento del empleo por cuenta propia y la disminución de la inflación han suavizado el ajuste de la masa salarial real, la que ha crecido algo más que lo previsto, retornando a tasas entre 2,5 y 3% anual. Como se detalla en el Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre del 2017, la evolución del mercado laboral podría estar incidiendo en el comportamiento de pago de los hogares, el que ha mostrado algún deterioro recientemente. Con todo, se proyecta que el consumo total crecerá en torno a 2,5% este año y 3% el próximo.

Los recortes de la TPM se han ido incorporando en el costo del crédito. Más allá de vaivenes puntuales por efectos composición, las tasas de interés de las colocaciones de consumo, comercial e hipotecarias están en niveles bajos en perspectiva histórica. Aunque con alguna mejora en el margen, el crecimiento del crédito se mantiene acotado, combinando factores restrictivos por el lado de la oferta y la demanda. Los primeros son más relevantes para las colocaciones de consumo e hipotecarias, en particular por el mayor riesgo que las instituciones financieras ven en la evolución del mercado laboral y el incremento de algunos indicadores de no pago, a lo que se suman los efectos de los cambios normativos en el mercado inmobiliario. Los factores de demanda son particularmente importantes para las empresas, las que explican su baja demanda por financiamiento debido a la falta de proyectos de inversión.

Considerando la reducción habitual del rango de proyección para el crecimiento del año en curso que corresponde efectuar en este IPoM, el Consejo estima que el PIB se expandirá entre 1 y 1,75% en el 2017, mientras que para el 2018 proyecta un rango entre 2,5 y 3,5%. Los cambios responden, principalmente, al menor desempeño de la actividad minera este año y su recuperación en el 2018, ya que las perspectivas de crecimiento para el resto de los sectores no han variado mayormente. Así, se sigue considerando que el retorno a tasas de crecimiento acordes con el crecimiento potencial y cierre de brechas, es coherente con una economía que no muestra desbalances relevantes, la disipación gradual de algunos de los factores puntuales que han impedido

un mejor desempeño en años recientes —como por ejemplo, la importante caída de la inversión minera en los últimos 3 años— y una recuperación de los indicadores de confianza. Se suma una política monetaria más expansiva y un escenario externo que aportará un impulso mayor al de años anteriores. En cuanto a la política fiscal, se asume que continuará la consolidación anunciada por el Gobierno.

En el sector externo, los datos de los últimos meses tampoco muestran grandes divergencias en relación con lo previsto. En las economías desarrolladas se sostienen los signos de repunte, en un contexto en que sus indicadores inflacionarios se han estabilizado y sus políticas monetarias se mantienen altamente expansivas. Más allá de los recientes episodios de volatilidad, las condiciones financieras siguen favorables, en particular para las emergentes. Ello, de la mano de bajos premios por riesgo, mercados bursátiles que continúan con retornos positivos, flujos de capitales hacia economías emergentes que se sostienen y de un retiro del impulso monetario por parte de la Reserva Federal (Fed) que no ha provocado disrupciones en los mercados. El crecimiento en China continúa estable, aunque información más reciente ha generado ciertas dudas respecto de la velocidad a la que se expandirá durante el resto del año y ha aumentado la preocupación sobre la estabilidad de su sector financiero, especialmente en un contexto de normalización monetaria interna y externa. En América Latina, la actividad ha sido algo más débil de lo esperado, pero la menor inflación ha permitido normalizar más rápido la política monetaria en algunas economías, lo que debería contribuir a retomar mejores cifras. Los precios de las materias primas, en particular el cobre y petróleo, tuvieron comportamientos mixtos, traduciéndose en términos de intercambio similares a los del IPoM previo.

Para el 2017 y 2018 se prevé que el crecimiento mundial promediará 3,5%, con socios comerciales que aumentarán 3,3% en el mismo lapso, ambas cifras muy similares a las previstas en marzo. Asimismo, se sigue considerando un precio del cobre que se ubicará en US\$2,55 la libra este año y US\$2,5 el próximo, mismo lapso en que el precio del petróleo promediará algo más de US\$50 el barril.

En el escenario base, la política monetaria se mantendrá expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección. Como supuesto de trabajo se considera una trayectoria coherente con la que muestran las distintas medidas de expectativas. Como siempre, la implementación de la política monetaria y eventuales ajustes en la TPM serán contingentes a los efectos de la nueva información en la inflación proyectada.

En el escenario externo, las principales fuentes de incertidumbre siguen ligadas a los factores identificados en IPoM previos. Por un lado, está la evolución de la política fiscal y monetaria en Estados Unidos y su impacto sobre la economía global y las condiciones financieras. Se suma la incertidumbre en torno al ambiente político. En Europa, los resultados electorales recientes han ido disipando algunos de los riesgos, en un contexto donde se ha afianzado el crecimiento y los datos han sorprendido al alza, de modo que no es descartable que la economía global reciba un impulso adicional desde esta región. China sigue siendo una preocupación, ya sea porque los datos coyunturales han

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00	Prom. 07	Prom. 10	2015	2016	2017	2018
	00 - 07		10 - 14		(f)	(f)	(f)
	(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	8,2	1,3	-4,2	1,9	4,7	-0,5	
PIB socios comerciales (*)	3,7	4,2	3,3	2,9	3,3	3,4	
PIB mundial PPC (*)	4,5	4,0	3,4	3,1	3,4	3,5	
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,1	3,0	2,5	2,8	2,9	
PIB desarrolladas PPC (*)	2,4	1,6	2,1	1,6	1,9	1,9	
PIB emergentes PPC (*)	6,5	5,6	4,2	4,0	4,7	4,9	
Precios externos (en US\$, *)	4,6	3,0	-9,8	-2,7	2,4	1,4	
	(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	349	249	221	255	250	
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	92	49	43	50	51	
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	102	52	44	53	53	
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	366	748	467	389	453	447	
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,3	0,3	0,7	1,5	2,5	

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

(e) Estimación.

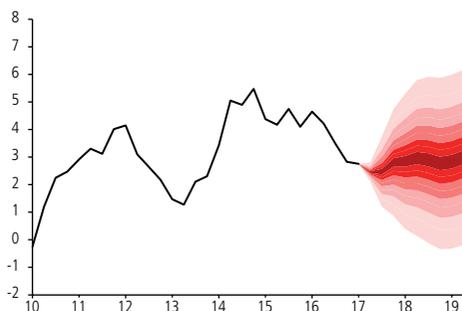
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)

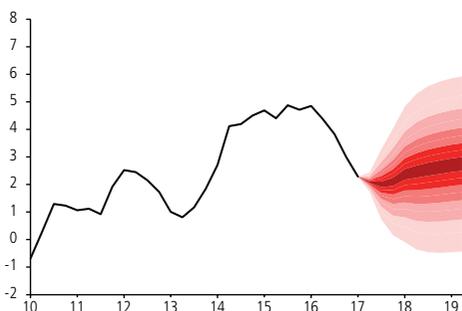
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Como supuesto de trabajo, el escenario base considera una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas. Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Como supuesto de trabajo, el escenario base considera una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas. Fuente: Banco Central de Chile.

sembrado algunas dudas respecto de la trayectoria futura del crecimiento o porque algunos de sus mercados exhiben desequilibrios que aún deben corregirse. América Latina sigue rezagada en la recuperación de sus economías y algunas de ellas aún requieren de ajustes fiscales y monetarios, y en menor medida de su sector externo. Los recientes acontecimientos políticos en Brasil podrían generar efectos más relevantes sobre las condiciones financieras para la región.

En lo interno, la inflación y la actividad han evolucionado acorde con lo previsto y sus perspectivas no muestran cambios relevantes. Lo mismo ha ocurrido con el mercado laboral. Sin embargo, tras varios años de bajo crecimiento, sigue siendo un riesgo que las empresas requieran hacer ajustes mayores en sus planillas, en especial si las perspectivas de recuperación de la actividad no se materializan, debilitando el crecimiento de la masa salarial, con efectos negativos en el gasto. Por el contrario, tanto un mayor impulso externo, como una mejora de las expectativas, podría hacer reaccionar la inversión con más fuerza, sobre todo en un contexto donde la política monetaria se ha tornado más expansiva y las condiciones financieras locales y externas son favorables.

En este contexto, el Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

El Consejo ha ampliado el estímulo monetario en 100 puntos base desde enero de este año, en respuesta a las menores perspectivas de inflación de mediano plazo asociadas al menor dinamismo de la actividad, especialmente a fines del 2016 y comienzos del 2017. Así, la TPM se ubica en 2,5%, entre 150 y 200 puntos base menor a los niveles considerados neutrales. Las proyecciones del escenario base consideran que la política monetaria se mantendrá expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección, con lo que la inflación oscilará en torno a 3% durante buena parte del período y la actividad recuperará tasas de expansión superiores, en especial hacia fines del 2017 y el 2018. 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 política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: IPOM Y REUNIÓN DE MARZO 2017

En marzo, la División Estudios planteó como opciones disminuir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base (pb) a 3%, o bajarla en 50pb, hasta 2,75%. La primera, minimizaba posibles problemas comunicacionales al ser coherente con las expectativas de mercado. Esto era algo especialmente relevante dado que el IPoM se presentaba unas semanas después de la Reunión. Además, si una vez finalizado el análisis del IPoM, el Consejo estimaba conveniente ampliar algo más el impulso monetario, esta decisión sería coherente con ello. Bajarla 50pb también estaba en línea con el escenario de proyecciones y con la idea de realizar con rapidez la ampliación de estímulo monetario. Sin embargo, tenía el inconveniente que podía ser interpretada como que el Consejo estimaba que sería necesario una expansividad de la política monetaria mayor a la que sugería el análisis realizado. Así, el Consejo redujo la TPM en 25pb y señaló que las tendencias recientes del escenario macroeconómico, así como sus implicancias para las perspectivas de la inflación de mediano plazo, podrían requerir un mayor impulso monetario.

El IPoM de marzo daba cuenta que la inflación anual del IPC había seguido descendiendo en línea con lo anticipado. La inflación de bienes había seguido muy determinada por la evolución del tipo de cambio. La de servicios continuaba con un descenso paulatino, marcada por la indexación habitual y en concordancia con la evolución del ciclo económico. Respecto de la actividad, el 2016 había finalizado con un crecimiento anual en línea con lo previsto en diciembre. Sin embargo, estuvo caracterizado por una desaceleración algo más acentuada durante el año, en particular del PIB Resto, la que se estimaba se prolongaría hacia el comienzo del 2017. La demanda final —descontada la variación de existencias— también había mostrado una tendencia decreciente, especialmente su componente de inversión en construcción y otras obras. El consumo privado había seguido otorgando soporte a la economía, creciendo por sobre 2% anual a lo largo del 2016.

De este modo, en el escenario base el crecimiento para el 2017 se estimaba entre 1 y 2%, rango inferior al previsto en diciembre (1,5-2,5%). Ello, pues a la prolongación de la mayor debilidad del PIB Resto se agregaban eventos que habían mermado la actividad minera, como la paralización de Escondida. Para el 2018, consideraba que la economía mostraría un desempeño mejor, creciendo entre 2,25 y 3,25%. Ello se basaba en que no existían desbalances relevantes, el fin de algunos de los factores que había

impedido un mejor desempeño en años recientes —como la importante caída de la inversión minera—, una política monetaria expansiva y un impulso externo mayor al de años previos. Con todo, las holguras de capacidad previstas para los próximos dos años serían algo mayores que las proyectadas en diciembre. La inflación anual del IPC se preveía que descendería por algunos meses, para luego volver a 3% a fines del 2017 y oscilar en torno a ese valor hasta el fin del horizonte de proyección.

En lo externo, se había configurado un panorama algo más favorable. Los datos de actividad y expectativas en el mundo desarrollado mostraban un mejor tono, resaltando el sector manufacturero, tras largos años de estancamiento. Esto había disipado el riesgo deflacionario en varias de dichas economías. En China destacaba la mayor estabilidad. En este contexto, había aumentado el apetito por riesgo, las bolsas, bajado los premios soberanos y mejorado los flujos de capital hacia el mundo emergente. Los precios de las materias primas también se habían beneficiado. El dólar, aunque con vaivenes, continuaba mostrando fortaleza.

En este escenario, el Consejo redujo la TPM en 50pb durante los primeros meses del 2017, adelantando los recortes previstos en el IPoM diciembre. Asimismo, consideraba que, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, se requeriría de un impulso monetario algo superior al del considerado en diciembre. Por ello, como supuesto de trabajo, se utilizaba una trayectoria de TPM similar a la que se deducía de los precios de los activos financieros en los diez días previos al cierre estadístico del IPoM.

En cuanto a los riesgos externo, destacaba la evolución de la política fiscal y monetaria en EE.UU., que poseía riesgos en ambas direcciones. China continuaba siendo un caso de preocupación, aunque sus autoridades habían logrado manejar la desaceleración gradual sin generar sobresaltos. También era posible que el impulso externo resultara mayor al esperado, ya sea por una mayor recuperación mundial y/o mejores precios de las materias primas. Internamente, no podía descartarse que la capacidad de crecimiento de la economía estuviera siendo afectada, ni tampoco que esta pudiera ser afectada por una debilidad cíclica más significativa. En contraposición, un escenario en que se consolidara un mejor panorama externo, unido al fin del ciclo de ajustes en la inversión minera y un repunte de la confianza, podría dar paso a una recuperación más dinámica que la prevista. Así, el Consejo consideraba que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad estaba equilibrado.



REUNIONES DE ABRIL Y MAYO

Los datos conocidos entre el cierre estadístico del IPoM de marzo y la Reunión de abril se enmarcaban dentro del escenario base de dicho IPoM. La actividad de febrero había sido mejor que lo esperado en los sectores resto, aunque por algunos factores que se estimaban más bien puntuales. Además, dicha sorpresa se daba en un contexto de expectativas todavía pesimistas, crecimiento del crédito acotado y de un mercado laboral algo por debajo de lo esperado. La inflación total y subyacente habían sido iguales a la proyección interna.

En este escenario, se analizó la opción de mantener la TPM en 3% o bajarla en 25pb. En ambos casos se sugería mantener un sesgo a la baja que, no obstante, considerara que, después de los recortes de los últimos meses, todo indicaba que se estaba cerca del límite de expansividad coherente con el escenario base del IPoM de marzo. La ventaja de la primera opción era principalmente comunicacional. Esto, porque parte del mercado consideraba, erradamente a juicio de la División Estudios, que tasas algo menores que 2,75% implicaban una desviación material respecto del escenario del IPoM. Así, mantener la TPM minimizaba el riesgo de dicha interpretación por parte del mercado. Al mismo tiempo, en lo grueso, esta opción era coherente con el impulso monetario planteado en el escenario base. En contra de ella estaba que la mayoría de los antecedentes apuntaban a una mayor probabilidad de que fuera necesario avanzar más rápido en la reducción de la TPM.

La segunda opción tenía beneficios tácticos, pero posibles costos comunicacionales. Podía ser interpretada como un cambio en la visión de la economía y del impulso monetario necesario para la convergencia de la inflación. Esto podía subsanarse con un sesgo neutral, pero que podría ser entendido como que 2,75% era efectivamente un piso muy inflexible, señal no del todo coherente con el supuesto de trabajo del IPoM. Desde un punto de vista táctico, bajarla tenía la ventaja de estar en mejor pie si se materializaban los riesgos de una menor actividad, los que, en un escenario de inflación baja y crecimiento débil, podían ser más costosos que en escenarios de riesgos que impulsaran el crecimiento. Además, en un contexto de ampliación del estímulo monetario, siempre estaba abierta la discusión respecto de cuán abajo se llegaría. En este sentido, atrasar las bajas también retrasaba la llegada al final del proceso, extendiendo el debate sobre el mismo. Si bien nunca estaba claro cuál era el piso, todo indicaba que, de darse el escenario base, ese piso estaba cerca. Así, el Consejo redujo la TPM a 2,75% y señaló que para asegurar la convergencia inflacionaria evaluará la necesidad de algún incremento adicional del impulso monetario. Su concreción dependerá de las perspectivas de inflación de mediano plazo.

En mayo, la información del mes y los preparativos para el IPoM de junio no sugerían mayores cambios. Las cifras del primer trimestre mostraban la mayor debilidad del crecimiento, como se preveía en marzo. Más allá de los efectos negativos de la producción minera, la debilidad se había extendido en la inversión en construcción y los servicios asociados, sectores que tenían una mayor persistencia. En tanto, los bienes durables importados, la inversión en maquinaria y equipos, y el consumo de gobierno habían sido más dinámicos, pero estos elementos eran transitorios. Además, su impacto en el PIB era moderado, por su alto componente importado. Las buenas noticias se contrarrestaban con un mercado laboral débil y con los signos de mora de los hogares. En todo caso, un mayor impulso externo, el esperado fin del ajuste en la inversión minera, una macro balanceada y una política monetaria expansiva, mantenían la visión de un crecimiento coherente con el potencial y con el cierre parcial pero gradual de las brechas de capacidad durante el horizonte de proyección, lo que mantendría acotadas las presiones inflacionarias. La inflación había ido de acuerdo con lo esperado, y las proyecciones no tenían cambios relevantes. Por ende, seguía la necesidad de una moderada ampliación del impulso monetario en el corto plazo y su gradual normalización cuando la economía se recuperara.

Así, la División Estudios planteó dos opciones: mantener la tasa en 2,75%, con el sesgo expansivo, o recortarla en 25pb, llevándola a 2,5%, señalando un sesgo neutro. Las consecuencias de una u otra acción, tenían ciertas diferencias en los mensajes. Bajar la tasa dejando un sesgo neutral, implicaba comunicar con mayor fuerza que, dada las condiciones actuales, 2,5% era un piso para el nivel de la TPM. Aunque, por cierto, de darse noticias relevantes en una u otra dirección ello no implicaba que no se pudiera alterar rápidamente el curso de la política monetaria. Además, se debía reconocer que la política monetaria se encontraba en niveles claramente expansivos y se esperaba que permaneciera por un buen tiempo en estos niveles bajos, como se desprendía del supuesto de trabajo del Consejo y de las tasas de mercado.

Mantener la TPM en 2,75% y el sesgo expansivo, dejaba abierta la discusión sobre el impulso futuro, pero se mantenía el grado de flexibilidad, especialmente ante un escenario base que no estaba bien asentado. Pero tenían costos, pues se estaba poniendo demasiado peso en pequeños cambios, por sobre la orientación general de la política monetaria. Por otra parte, dados sus rezagos normales, y la falta de precisión sobre ellos, había un costo en dejar la política monetaria muy abierta. Ello, pues, ante las sucesivas bajas, era útil generar un espacio para revisar si los efectos de la política monetaria eran acordes a lo esperado. Evaluación que sería más limpia si se comunicaba al mercado que se preveía una pausa temporal. Por último, mantener abierta la discusión sobre el nivel adecuado de la tasa por mucho tiempo podía inducir a sobrereaccionar a las noticias de corto plazo. Así, el Consejo redujo la TPM en 25pb a 2,50%, eliminando el sesgo expansivo.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, así como los principales riesgos.

El escenario internacional relevante para Chile no presenta mayores cambios respecto de lo previsto en marzo. En las economías desarrolladas, la actividad mantiene los signos de repunte (tabla I.1) y la inflación se ha estabilizado, en un contexto donde las políticas monetarias se mantienen altamente expansivas. El crecimiento en China también continúa estable, pero la información reciente plantea algunas dudas sobre su desempeño para lo que resta del año y los impactos que pueda provocar la normalización monetaria interna y externa sobre las condiciones financieras del país. En América Latina, la actividad ha sido algo más débil que lo previsto, en circunstancias en que la menor inflación ha permitido normalizar más rápido la política monetaria en algunas economías. Más allá de algunos episodios de volatilidad recientes, las condiciones financieras siguen favorables para las economías emergentes. Los premios por riesgo siguen bajos, los mercados bursátiles continúan mostrando retornos positivos y los flujos de capitales se han sostenido, todo en un contexto donde el retiro gradual del impulso monetario por parte de la Reserva Federal (Fed) no ha provocado disrupciones. Los precios de las materias primas, en particular el cobre y el petróleo, tuvieron comportamientos mixtos, traduciéndose en términos de intercambio similares respecto del cierre estadístico de marzo. Con todo, las principales fuentes de riesgos siguen ligadas a factores identificados en IPoM previos.

La actividad en las economías desarrolladas sigue mostrando señales de recuperación, y tanto los indicadores de corto plazo como las perspectivas insinúan una mantención de esta tendencia en lo próximo (gráfico I.1). En EE.UU., el PIB se expandió 1,2% t/t anualizado en el primer cuarto del año, cifra inferior a la del trimestre anterior, principalmente por un menor consumo de bienes durables y de servicios. No obstante, se estima que esta mayor debilidad sería transitoria, toda vez que los fundamentos del consumo siguen fuertes: un mercado laboral que —más allá de cierta moderación en el crecimiento de los salarios— continúa muy dinámico y expectativas de los consumidores que siguen positivas. Destaca el repunte de la inversión en activo fijo, aunque compensado en parte por la menor acumulación de inventarios. Se suman perspectivas que continúan en terreno positivo en el sector manufacturero y en el de servicios. No obstante, hacia adelante persisten las dudas en términos del tamaño del impulso fiscal que logrará aprobar la nueva administración. En la Eurozona, el crecimiento ha seguido afianzándose y los datos efectivos, en general, han continuado sorprendiendo al alza. De todos modos, todavía existen importantes diferencias entre sus países en materia de holguras de

TABLA I.1

Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 00-07	Prom. 10-14	2015	2016 (e)	2017 (f)	2018 (f)
Mundo a PPC	4,5	4,0	3,4	3,1	3,4	3,5
Mundo a TC de mercado	3,2	3,1	3,0	2,5	2,8	2,9
Socios comerciales	3,7	4,2	3,3	2,9	3,3	3,4
Estados Unidos	2,7	2,1	2,6	1,6	2,2	2,3
Eurozona	2,2	0,7	2,0	1,7	1,7	1,7
Japón	1,5	1,6	1,1	1,1	1,2	1,0
China	10,5	8,6	6,9	6,7	6,5	6,3
India	7,1	7,2	7,9	6,8	7,3	7,4
Resto de Asia	5,2	5,0	3,6	3,7	3,8	4,0
América Latina (excl. Chile)	3,5	3,5	-0,4	-1,5	1,1	2,2
Exp. de productos básicos	3,1	2,6	1,6	2,0	2,3	2,3

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

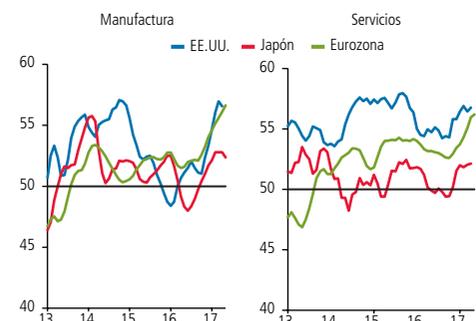
(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

GRÁFICO I.1

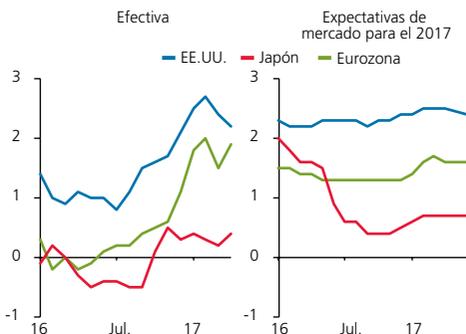
Perspectivas sectoriales (*)

(promedio móvil de 3 meses, índice de difusión, pivote=50)

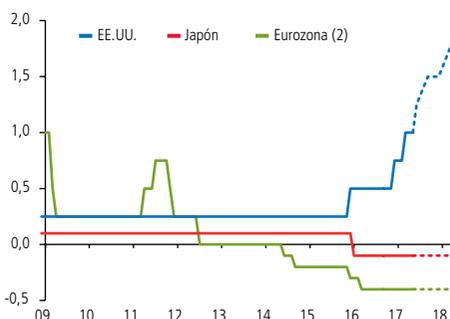


(*) Para EE.UU., considera los índices de gerentes de compra (PMI) elaborados por el ISM, mientras que para el resto se utilizan los de Markit. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 1.2**Inflación**
(variación anual, porcentaje)

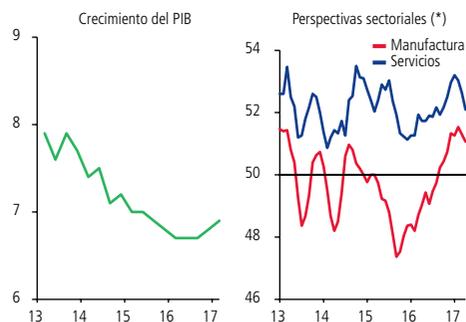
Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.

GRÁFICO 1.3**Tasa de política monetaria (1)**
(porcentaje)

(1) Líneas segmentadas corresponden a la proyección en base a mediana de respuestas en encuesta de Bloomberg.

(2) Corresponde a la tasa de depósitos.

Fuente Bloomberg.

GRÁFICO 1.4**Panorama de China**
(variación anual, porcentaje; índice)

(*) Promedio móvil de 3 meses. Medidas por el índice Caixin. Un valor sobre (bajo) 50 indica expansión (contracción).

Fuente: Bloomberg.

capacidad, como se desprende de las distintas tasas de desempleo. Además, aún quedan ajustes pendientes en algunas de sus economías, ya sea en términos de finanzas públicas o del sistema financiero. En Japón, las cifras de actividad del primer trimestre también corroboraron las buenas noticias sugeridas por los indicadores de corto plazo. La excepción ha sido el Reino Unido, donde el crecimiento se debilitó en el primer cuarto, en un contexto en que se mantienen las dudas en torno a cómo serán las siguientes etapas del Brexit y sus efectos.

El panorama de inflación en los países desarrollados tampoco presenta grandes cambios, con índices de precios al consumidor cuyas variaciones anuales se aproximan a los objetivos de sus autoridades monetarias, aunque con cierta divergencia en las mediciones subyacentes. Esto coincide con que el crecimiento de los salarios permanece bajo en la mayoría de ellos y con perspectivas inflacionarias que se han estabilizado (gráfico 1.2). En EE.UU. la inflación anual aún permanece por sobre 2%, mientras el indicador subyacente, con algún descenso, continúa en torno a ese valor. El deflactor de consumo (PCE) —la medida más observada por la Fed— se encuentra algo por debajo de dicha cifra. El mercado prevé dos alzas adicionales en la tasa de los Fondos Federales (*Fed Funds*) para este año. A su vez, algunas autoridades de la Fed han señalado una probable disminución de su balance, generando ciertas dudas sobre cómo será la interacción de este proceso con la evolución de la *Fed Funds*. En la Eurozona, si bien la inflación total se situó en 1,9% en abril, la medición subyacente llegó a 1,2% (0,9% en febrero). En Japón la inflación total y subyacente continúan en niveles bastante acotados. Así, en contraste con EE.UU., no se espera que el proceso de normalización de la política monetaria comience luego en las otras economías desarrolladas, tanto en términos de tasa de interés como de reducción en la compra de activos (gráfico 1.3).

En China, en el primer trimestre la expansión del PIB resultó superior a lo esperado, impulsada principalmente por el sector industrial. No obstante, algunos indicadores coyunturales siembran ciertas dudas respecto de que este comportamiento se mantenga hacia adelante, en especial las cifras de comercio exterior y las perspectivas sectoriales, aunque estas últimas se mantienen en terreno expansivo (gráfico 1.4). Esto, en un contexto en que las proyecciones de mercado siguen adelantando un crecimiento estable para este año, en torno a 6,5% anual. La inflación permanece baja, aunque en gran parte porque factores climáticos han dado paso a menores precios de los alimentos. Su autoridad monetaria ha seguido incrementando las tasas de sus operaciones de liquidez, en un escenario en que las exigencias en el cumplimiento de las normativas existentes en materia bancaria y de gobiernos locales han aumentado. Por el momento, las reservas internacionales permanecen sin grandes cambios y no se han observado presiones sobre el tipo de cambio. Con todo, los riesgos siguen vigentes, en particular la posibilidad de una ralentización de la actividad en lo próximo y los efectos que pueda tener la normalización monetaria local y de las economías desarrolladas sobre las condiciones financieras del país. A su vez, existen los riesgos asociados al elevado endeudamiento —especialmente de su sector corporativo—, incluso con una rebaja de la nota de riesgo de ese país que aplicó recientemente una clasificadora de riesgo. También, se sostienen los riesgos ligados a la evolución de su sector residencial.

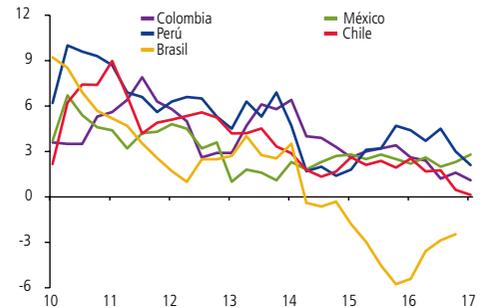
El panorama de actividad para América Latina permanece débil, con cifras efectivas inferiores a lo previsto (gráfico I.5). Esto, en circunstancias en donde aún quedan ajustes pendientes en algunas economías —especialmente en materia de consolidación fiscal— y la incertidumbre política sigue elevada en algunos países, particularmente en Brasil. La inflación ha continuado disminuyendo o se ha estabilizado en la mayoría de las economías, generando espacios para una normalización de la política monetaria. La principal excepción es México, donde la inflación ha vuelto a aumentar —tanto por los efectos rezagados de la depreciación de su moneda como por el alza en los precios de los productos agrícolas— y las autoridades han continuado el proceso de alza de tasas (gráfico I.6). De todas formas, destaca la resiliencia que muestran las recientes cifras de actividad en ese país. Para este año, las proyecciones de crecimiento se han ajustado a la baja en varias economías de la región, aunque con tasas crecientes para el 2017 y el 2018. Ello, de la mano de condiciones financieras externas que siguen favorables, del mayor soporte que entregaría el crecimiento en los países desarrollados y de políticas monetarias algo más contracíclicas.

En cuanto a los mercados financieros, el buen desempeño y mejor panorama en las economías desarrolladas ha seguido traducéndose en retornos positivos en la mayoría de las plazas bursátiles, las que también se siguen beneficiando de la gran expansividad de las políticas monetarias. Los premios por riesgo permanecen bajos y las tasas de largo plazo muestran leves descensos, ubicándose cerca de los del cierre del último IPoM. La excepción es EE.UU., donde se ha observado una baja más pronunciada, probablemente asociada a una visión de moderación en los cambios de política económica de la nueva administración. El dólar se depreció levemente en el período —aunque sigue apreciado en términos históricos—, sobre todo respecto del euro, que se ha beneficiado de un mejor panorama para esa región y de una menor incertidumbre política tras la disipación de algunos riesgos asociados a procesos electorarios. El yen japonés también se depreció. Así, las condiciones financieras para las economías emergentes se mantienen favorables. El elevado apetito por riesgo continúa favoreciendo la entrada de capitales (gráfico I.7), lo que coincide con incrementos en los precios de los activos y bajos niveles de premios por riesgo (gráfico I.8). En este último grupo de países, las paridades mostraron movimientos mixtos y con algunas fluctuaciones durante el período, mientras predominaron las depreciaciones en las monedas de otros exportadores de materias primas.

Los indicadores de volatilidad se han mantenido en niveles acotados durante el período, contrastando con índices de incertidumbre político-económica que siguen elevados. La brecha entre estos indicadores ha causado cierta preocupación, ya que podría ser un indicio de que los mercados no están incorporando correctamente los riesgos asociados al entorno económico-político actual. Sin embargo, el hecho que ambos índices capturen elementos distintos de la incertidumbre, podría justificar esta situación, por lo que deben ser considerados de forma complementaria (Recuadro I.1).

GRÁFICO I.5

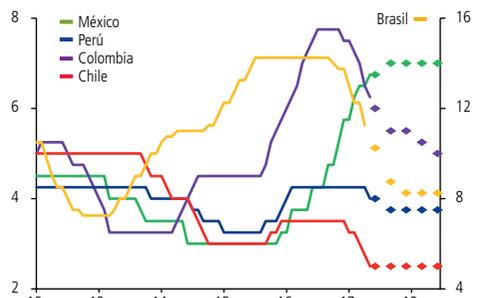
América Latina: PIB
(variación real anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO I.6

América Latina: tasa de política monetaria y expectativas (*)
(porcentaje)

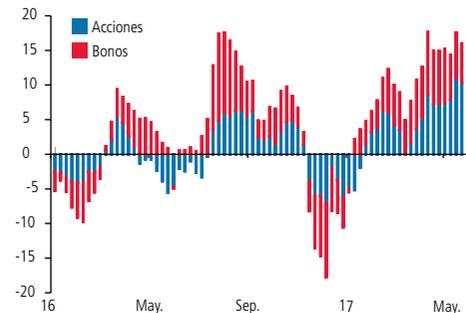


(*) Línea punteada corresponde a proyección a partir del segundo trimestre en base a mediana de respuestas de la encuesta de Bloomberg, excepto en Chile en donde se utiliza la Encuesta de Expectativas Económicas de mayo del 2017.

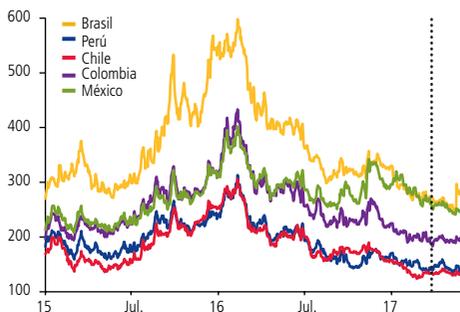
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO I.7

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



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

GRÁFICO I.8**América Latina: premios por riesgo soberano (1) (2)**
(puntos base)

(1) Medidos por EMBIs.

(2) Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IPOM de marzo 2017.

Fuente: Bloomberg.

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

(*) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI.

Fuente: Bloomberg.

Los precios de las materias primas tuvieron movimientos mixtos y acotados respecto del IPOM de marzo, aunque con algunos vaivenes durante el período. En el caso del crudo, el promedio Brent-WTI fluctuó entre US\$55 y 46 el barril, para ubicarse al cierre estadístico en torno a US\$50 (+3,3% entre IPOM). En el período, el precio se vio afectado por los niveles de producción e inventarios en EE.UU. y los anuncios de la OPEP. En el escenario base el precio del petróleo promediará algo más de US\$50 el barril este año y el próximo. En tanto, el precio del cobre osciló entre US\$2,7 y 2,5 la libra, situándose levemente por sobre US\$2,5 al cierre estadístico (-3,1% entre IPOM). En su evolución se conjugan una mayor debilidad reciente en indicadores de corto plazo en China, en particular en las importaciones del metal rojo y las perspectivas de su sector manufacturero (gráfico I.9). De esta forma, en el escenario base se mantiene la proyección para el precio del cobre en US\$2,55 y 2,5 la libra para el 2017 y el 2018, respectivamente.

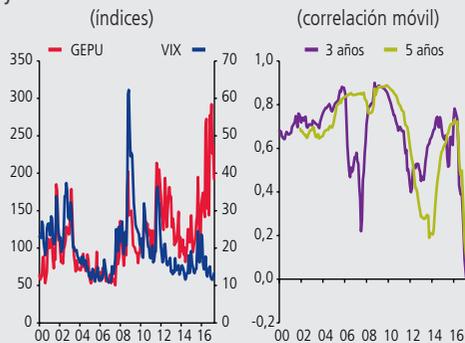
Con todo, como se mencionó, las principales fuentes de riesgos siguen ligadas a factores identificados en IPOM previos, aunque algunos se han ido disipando y otros han cobrado mayor fuerza. Por un lado, existen dudas sobre la política fiscal y monetaria que finalmente se concrete en EE.UU., así como sus implicancias para la economía global y las condiciones financieras. En Europa, los resultados eleccionarios recientes han ido disipando algunos de los riesgos políticos, en un contexto donde se ha afianzado el crecimiento y los datos efectivos han sorprendido al alza, de modo que no es descartable que la economía global reciba un impulso adicional desde esta región. En China, no se puede descartar que la debilidad observada en los indicadores de alta frecuencia conocidos últimamente se traduzca en una actividad más lenta el resto del año. A ello, se suman los riesgos asociados a la normalización monetaria local y en el mundo desarrollado, lo que podría afectar a las condiciones financieras en ese país. Asimismo, aún persisten los riesgos asociados al alto nivel de endeudamiento, particularmente el corporativo, y sobre la evolución del sector habitacional. En América Latina, la recuperación de sus economías sigue rezagada y algunas de ellas aún requieren de ajustes fiscales y monetarios, y en menor medida de su sector externo. Finalmente, los riesgos asociados a la incertidumbre política siguen siendo difíciles de cuantificar, como los relacionados con las siguientes etapas del Brexit, con Corea del Norte y con la situación política en Brasil y en EE.UU.

RECUADRO I.1

DIVERGENCIA ENTRE INCERTIDUMBRE FINANCIERA Y SOBRE POLÍTICAS ECONÓMICAS

Durante los últimos años una serie de eventos políticos, en especial en países desarrollados, han subrayado la importancia de la incertidumbre sobre las políticas económicas como uno de los determinantes del ciclo económico^{1/}. El Brexit, las elecciones en EE.UU. y Francia son algunos ejemplos de lo que, en términos generales, se ha traducido en un aumento de distintos indicadores de percepción de incertidumbre en esta área. Uno de los más citados es el *Index of Global Economic Policy Uncertainty*^{2/} (GEPU), que mide la frecuencia con que aparecen en la prensa palabras relacionadas con incertidumbre en políticas económicas (gráfico I.10). Destaca el mayor nivel que ha promediado tras la Crisis Financiera Global (50 puntos más que en los años previos), con máximos asociados al Brexit y las elecciones en EE.UU. Pese a lo anterior, el apetito de los mercados por activos riesgosos, incluidos los de economías emergentes, ha visto uno de sus mejores momentos de los últimos años. Especialmente llamativo ha sido el bajo nivel del indicador de volatilidad implícita del *Standard & Poor's* (VIX), usualmente considerado una buena medida del "miedo de los inversionistas"^{3/}, que en los meses recientes se ha ubicado cerca de los mínimos de los últimos 20 años y ha perdido su correlación con el GEPU (gráfico I.10).

GRÁFICO I.10
GEPU y VIX



Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Economic Policy Uncertainty.

^{1/} Ver Bloom (2014).

^{2/} El índice incluye información de Alemania, Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Rep. Corea, España, EE.UU., Francia, Holanda, India, Irlanda, Italia, Japón, Rusia, Suecia y Reino Unido. Para mayor detalle ver http://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html y Baker *et al.* (2016).

^{3/} Ver Whaley (2009) para una explicación del VIX y su relación con el miedo de los inversionistas.

La brecha entre estos indicadores ha causado cierta preocupación, ya que podría ser un indicio de que los mercados no están incorporando correctamente los riesgos asociados al entorno económico-político actual^{4/}. Este Recuadro discute algunos elementos que ayudan a comprender esta diferencia. Se concluye que la falta de correlación entre ambos índices es particularmente inusual, pero que, en parte, podría justificarse por el hecho que ambos índices capturan distintos aspectos de la incertidumbre. En especial en un escenario donde el aumento de esta última se asocia a eventos cuyos efectos son más bien de mediano plazo y de difícil cuantificación. En este contexto, más que como sustitutos, ambos indicadores debieran ser vistos como complementos.

La relación entre incertidumbre en políticas económicas y riesgo en el mercado financiero^{5/}

La relación entre políticas económicas y valor de las empresas es natural, pues las primeras determinan parte importante del entorno económico y regulatorio en que operan las segundas. Así, tampoco debería sorprender que mayor incertidumbre sobre las primeras se asocie a un aumento de la volatilidad del valor de las segundas, especialmente tomando en cuenta que el efecto de cambios inesperados en las políticas económicas suele ser grande debido a la presencia de costos de ajustes^{6/}.

La evidencia empírica así lo corrobora. Por ejemplo, Brogaard y Detzel (2015) muestran que, en una muestra de 21 países, un aumento de 1% de su indicador de incertidumbre de políticas económicas (un indicador muy similar al GEPU) se asocia a una caída de casi 3% del retorno y a un aumento de 18% de la volatilidad de mercado. Pástor y Veronesi (2013) reportan que el premio por riesgo exigido por los inversionistas en los mercados accionarios aumenta con la incertidumbre sobre políticas económicas, especialmente en ambientes de crecimiento

^{4/} Por ejemplo, el ex-presidente de la Fed, Ben Bernanke, señaló en una reciente intervención que le impresionaba "lo apático que, hasta último minuto, eran los mercados con el riesgo político."

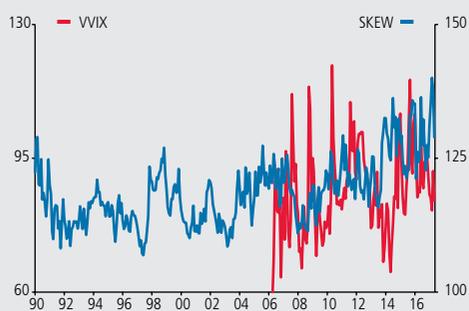
^{5/} Técnicamente existe una diferencia entre riesgo e incertidumbre (Knight, 1921). El primero se refiere a eventos que pueden tomar muchas formas, pero respecto de los que se conoce, al menos en términos subjetivos, la probabilidad de ocurrencia. El segundo se refiere a la incapacidad de pronosticar ciertos eventos respecto de los cuales no se tiene una noción clara de su comportamiento estocástico. No obstante, ambos conceptos se suele usar indistintamente, por lo que en este recuadro usamos el concepto incertidumbre en un sentido amplio que incluye ambas ideas.

^{6/} Ver Pástor y Veronesi (2012, 2013).

bajo. Además, la evidencia también indica que aumenta la correlación entre el retorno de acciones individuales y su volatilidad. Finalmente, Boutchkova *et al.* (2012), encuentran que la volatilidad de la rentabilidad de industrias que dependen más del comercio, del cumplimiento de contratos y del trabajo es mayor cuando los riesgos políticos locales aumentan, y que la incertidumbre política en socios comerciales afectan más a industrias dependientes del comercio.

No obstante que en promedio los indicadores de incertidumbre sobre políticas públicas y mercado financiero se mueven en la misma dirección, hay ocasiones donde la relación se debilita, como se ha observado en el último tiempo entre el VIX y el GEPU. Parte de la explicación es que estos indicadores se centran en distintos aspectos de la incertidumbre^{7/}. El GEPU, por construcción —en base a noticias y citas de prensa— suele reflejar principalmente riesgos de cola importantes y negativos, mientras que el VIX es una medida más general de dispersión, que considera tanto eventos positivos como negativos y pondera menos los eventos extremos. Por lo tanto, si tras el aumento reciente en la sensación de incertidumbre se encontrara que la mayor probabilidad de eventos es de cola, sería razonable que el GEPU respondiera con mayor fuerza que el VIX. De hecho, otras medidas que usan la misma información que el VIX, pero que tratan de medir la probabilidad de riesgos de cola, como la volatilidad del VIX (VVIX) y la probabilidad de retornos muy negativos (SKEW)^{8/}, si han aumentado (gráfico I.11).

GRÁFICO I.11
VVIX y SKEW
(índice)



Fuente: Bloomberg.

^{7/} La incertidumbre es concepto que resulta muy difícil de medir por lo que no es extraño que no haya un indicador óptimo para medirla, sino más bien un conjunto de medidas que tratan de aproximarsele. Dentro de estos destacan medidas que describen el comportamiento estocástico de variables financieras, tales como la volatilidad implícita o realizada, u otros momentos de la distribución de mercados accionarios, o de tasas de interés; medidas de dispersión en una población, como la dispersión de utilidades entre firmas, retorno de las acciones, o de pronósticos económicos; por último hay medidas, como el GEPU, que mide la aparición de palabras relacionadas con incertidumbre en medios de comunicación.

^{8/} Ver Liu y Faff (2017) y Park (2015) para una discusión respecto de las bondades y beneficios de estas medidas. Por cierto, existen otras medidas, directas o indirectas, de riesgo en los mercados financieros. Por ejemplo, según Hyun Song Shin, economista Jefe del BIS, la apreciación del dólar refleja de mejor forma que el VIX el menor apetito por riesgo en el mercado (Avdjiev *et al.* 2016).

Otro factor que puede explicar parte de la diferencia es que mientras el VIX se relaciona con la incertidumbre de corto plazo (fluctuaciones de la rentabilidad de la bolsa en 30 días), el GEPU lo hace con eventos que, si bien se discuten hoy, sus efectos pueden materializarse en un plazo de varios años^{9/}. Esto podría ser particularmente importante en el contexto actual, ya que el mercado se ha ido convenciendo que de materializarse eventos negativos, como fue el caso del Brexit, los bancos centrales actuarán, limitando la volatilidad de mercado, al menos en el corto plazo, lo que de alguna forma acota los efectos de dichos eventos sobre el VIX, pero no sobre el GEPU.

El rol de las políticas monetarias ultra expansivas no se limita solo a su capacidad de moderar aumentos del riesgo financiero frente a eventuales casos de aumento de la incertidumbre política, sino que es muy probable que, así como han afectado las tasas largas disminuyendo los premios por plazo, también hayan presionado a la baja el VIX^{10/}.

Por último, las diferencias entre los indicadores de incertidumbre de política económica y los de riesgo financiero, también puede diferir porque se nutren de distintas fuentes de información. Mientras el VIX refleja la sensación de los mercados financieros, el GEPU se relaciona más con la visión de analistas y expertos. Esto es importante pues es posible que la visión de ambos grupos no siempre coincida. Un buen ejemplo es la elección de Trump, cuya agenda desreguladora entusiasmó a muchos en Wall Street, pero que ha recibido en general malas críticas de los analistas y de importantes medios de comunicación. Lo mismo sucedió con el Brexit, que para muchos especialistas generaría impactos importantes y rápidos en la economía del Reino Unido, los que en la práctica no han ocurrido.

En suma, las actuales diferencias entre indicadores de incertidumbre sobre políticas económicas medidas por el GEPU y financiera medida por el VIX son altas. Dada la importante correlación histórica de ambos indicadores, la pregunta sobre de si los mercados financieros están o no incorporando todos los riesgos relativos a la evolución de las políticas económicas es relevante, especialmente dada la dificultad de calibrar el impacto de los desarrollos recientes en estas materias en el precio de los activos. Si bien es cierto que hay razones por las cuales dichos indicadores pueden diferir, el hecho de que capturen distintos aspectos de la incertidumbre y fuentes de información, sugiere que deben ser leídos como complementarios y no como sustitutos. Esto, pues podrían reflejar expectativas de cierta estabilidad en los mercados financieros a corto plazo, pero una preocupación mayor por eventos que podrían ocurrir en horizontes más largos, con impactos difíciles de evaluar hoy.

^{9/} Ver Barrero *et al.* (2016) para un análisis de los efectos diferenciados sobre la economía de la incertidumbre de corto y largo plazo.

^{10/} Sobre la relación entre política monetaria y VIX ver Bekaert *et al.* (2013), Bruno y Shin (2015) y Lutz (2014).

II. MERCADOS FINANCIEROS

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

POLÍTICA MONETARIA

Los datos conocidos desde el IPoM pasado han ratificado el escenario planteado. En el plano local, la estabilidad del consumo contrasta con la debilidad de la inversión en construcción y obras, mientras que la inflación no exhibe grandes novedades. El escenario internacional, más allá de las volatilidades recientes, sigue apuntando a un mayor crecimiento del mundo desarrollado, con condiciones financieras favorables para los emergentes. Así, aunque permanecen focos de incertidumbre relevantes tanto en el ámbito externo como interno, las perspectivas para este año y el próximo no tienen mayores cambios respecto de lo previsto. En este escenario, el Consejo redujo la TPM en 50 puntos base (pb) desde el IPoM pasado —ubicándola en 2,5%— y eliminó el sesgo expansivo. Además, señaló que cambios futuros dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

Al cierre estadístico de este IPoM, las distintas medidas de expectativas contemplan que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante un período prolongado, para situarse a dos años plazo en 3%, según la Encuesta de Operadores Financieros (EOF), y en 3,25%, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y los precios de los activos financieros (gráfico y tabla II.1). El escenario base considera como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria coherente con la que muestran las distintas medidas de expectativas. Con ello, la TPM en términos reales se mantendrá en niveles expansivos a lo largo de todo el horizonte de proyección.

TABLA II.1
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM marzo	IPoM junio	IPoM marzo	IPoM junio
EEE (1)	3,00	2,50	3,50	3,25
EOF (2)	2,75	2,50	3,25	3,00
Precios de activos financieros (3)	2,83	2,69	3,36	3,31

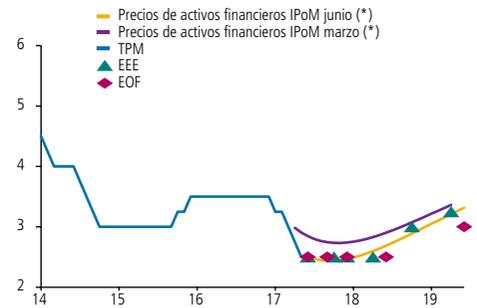
(1) Corresponde a las encuestas de marzo y mayo del 2017.

(2) Corresponde a las encuestas de la segunda quincena de marzo y mayo del 2017.

(3) Para el IPoM de marzo y junio considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 27/03/17 y al 29/05/17, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

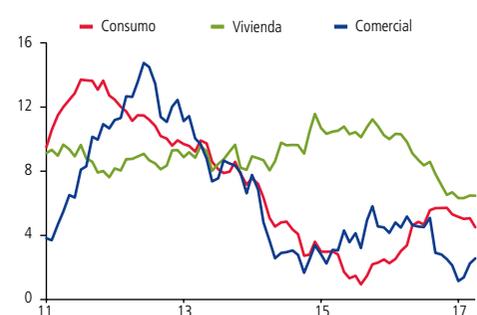
GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

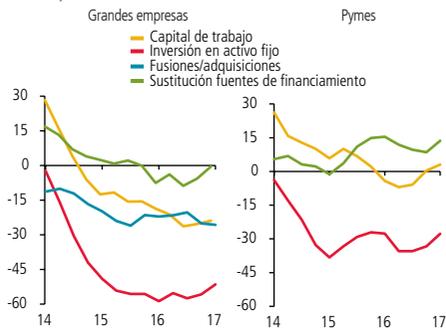
GRÁFICO II.2
Colocaciones reales por tipo de crédito
(variación anual, porcentaje)



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

GRÁFICO II.3
Causas de los cambios en las condiciones de demanda crediticia de empresas (*)

(índice, promedio móvil de cuatro trimestres)

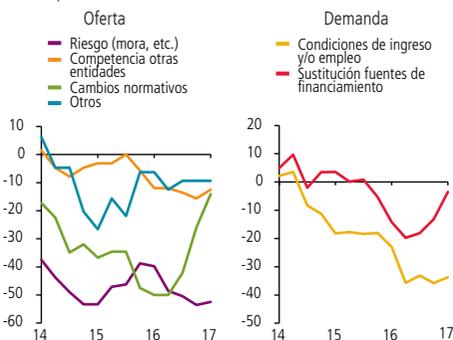


(*) Este indicador de la Encuesta de Crédito Bancario mide la importancia relativa neta que los bancos atribuyen a los distintos determinantes de la demanda de crédito. Para mayor detalle ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.4
Causas de los cambios en las condiciones crediticias a hogares (1) (2)

(índice, promedio móvil de cuatro trimestres)



(1) Promedio entre segmento hipotecario y de consumo.

(2) Este indicador de la Encuesta de Crédito Bancario mide la importancia relativa neta que los bancos atribuyen a los distintos determinantes de la oferta y demanda de crédito, respectivamente. Para mayor detalle ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

CONDICIONES FINANCIERAS

Más allá de cierta aceleración en el margen, el crecimiento de las colocaciones en el mercado crediticio local continúa acotado, en línea con la dinámica de la actividad económica (gráfico II.2). Ello, en un contexto en que las tasas de interés permanecen bajas y en que las condiciones de oferta y demanda de fondos son más restringidas que en años previos —aunque con distinta relevancia según el segmento—, como muestran los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) y el Informe de Percepciones de Negocios (IPN).

El crédito comercial muestra un desempeño algo mejor, tanto con variaciones anuales algo más altas como con una velocidad de expansión mes a mes que ha aumentado. De todos modos, en comparación con años previos, su tasa de crecimiento es baja. De acuerdo con la ECB, los factores de demanda son el principal motivo detrás de este comportamiento, siendo el menor impulso de la inversión prevista en activo fijo lo que más ha aumentado su incidencia en los últimos trimestres, tanto en grandes firmas como en pymes (gráfico II.3). Las emisiones de bonos también retomaron dinamismo en meses recientes, aunque esencialmente para refinanciar pasivos. Todo esto en un contexto en que, como lo destaca el Informe de Estabilidad Financiera (IEF), el menor desempeño de la economía ha afectado en el margen el comportamiento de pago de las firmas e incrementado el riesgo de crédito de la cartera comercial. Así, aunque todavía bajos, algunos indicadores de no-pago de las empresas han aumentado.

El crédito a personas, consumo e hipotecario, fue algo más dinámico en su evolución mensual, aunque con tasas de variación anual que también son bajas respecto de años previos. En el comportamiento de estos créditos ha influido principalmente, según la ECB, los factores de oferta, más allá que elementos de demanda también han afectado en algunas carteras. En el caso de la de consumo, los mayores estándares crediticios exigidos tienen como motivo principal una percepción de mayor riesgo en los últimos meses, asociado al deterioro del mercado laboral y a la morosidad de los clientes (gráfico II.4). Como lo indica el IEF, al primer trimestre de este año, la morosidad había aumentado en este segmento. Sin embargo, estos indicadores aún se sitúan en valores bastante bajos desde una perspectiva histórica (gráfico II.5). Por el lado de la demanda, de la ECB se desprende que las condiciones de empleo e ingresos se han transformado en una causa relevante que explica su debilitamiento. En el lado hipotecario, un empeoramiento más marcado del mercado laboral también podría tener importantes implicancias, en particular sobre los desistimientos de compras de viviendas. Se agrega el efecto que el cambio normativo ha tenido en las condiciones de otorgamiento de estos créditos^{1/}. De todos modos, los resultados de la ECB muestran que su impacto en el debilitamiento de la oferta tuvo su punto máximo durante el año pasado. En concordancia con ello, una fracción de los contactos del IPN señala que parte de los bancos ha relajado algo el pie exigido y ciertas inmobiliarias consultadas indican haber tomado medidas para ayudar a sus clientes a cumplir este requisito.

Otros reportes también dan cuenta de un aumento incipiente de la mora. En el IPN, algunos entrevistados indican que esto se ha dado especialmente en el segmento de ingreso medio-bajo, ligado a un mayor desempleo. La

^{1/} Para mayor detalle, ver Informe de Estabilidad Financiera, junio 2017.

incobrabilidad también se menciona como una preocupación para ciertas firmas, que han restringido su política de crédito, a la luz del alargue de los plazos de pago de algunos clientes.

Respecto del costo del crédito, las tasas de interés se mantienen en sus niveles más bajos de los últimos años. Por un lado, esto responde a una política monetaria más expansiva y condiciones financieras externas favorables. Además, bancos puntuales, como se desprende del IPN, están priorizando el otorgamiento de fondos a clientes con perfiles menos riesgosos y a tasas más acotadas que para el resto de los usuarios.

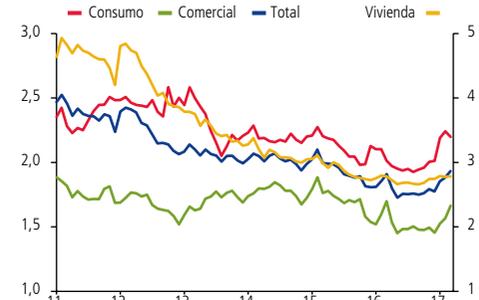
En el plano externo, los mercados siguen dando cuenta de condiciones financieras favorables, más allá de algunos episodios recientes que generaron mayor volatilidad. Así, desde el cierre estadístico de marzo, gran parte de las plazas bursátiles mejoró y los premios por riesgo permanecen bajos. Las tasas de interés de largo plazo en las principales economías desarrolladas muestran descensos, en especial en EE.UU. En el mundo emergente, estas tasas evolucionaron de manera dispar, al igual que sus monedas frente al dólar de EE.UU., en un contexto en el que los flujos de capitales han seguido ingresando a estas economías. Las monedas de países desarrollados también tuvieron cambios mixtos, resaltando la apreciación del euro y la libra contra el dólar, que tuvo como contrapartida el debilitamiento del yen.

En Chile, la bolsa (IPSA) tuvo un aumento del orden de 4 y 3% en pesos y en dólares, respectivamente —comparando el cierre estadístico de este IPoM y el previo. Los premios por riesgo, soberano y corporativo, variaron marginalmente (CDS a 5 años y CEMBI). Las tasas de interés nominales a 10 años plazo siguieron el comportamiento de sus similares externas la mayor parte del tiempo (gráfico II.6). Con todo, a partir de fines de marzo estas tuvieron un descenso más pronunciado a nivel local^{2/} (gráfico II.7). Destaca la caída de los instrumentos nominales a dos años, de cerca de 30pb, como reflejo de los ajustes tanto de las expectativas como de la tasa efectiva de política monetaria. Los rendimientos de los papeles en UF aumentaron punta a punta para los diferentes plazos, sobre todo a 2 y 5 años, congruente con la baja de las perspectivas de inflación.

Los agregados monetarios nominales aumentaron su expansión anual desde el IPoM de marzo, la que de todos modos permanece cerca de sus tasas más bajas de los últimos años (gráfico II.8). El principal incremento se apreció en el M1 (9,5% en abril; 2,6% en febrero), en buena medida de la mano del crecimiento más alto de los componentes de cuentas corrientes y de depósitos y ahorros a la vista. Ello, en parte, en desmedro de otros instrumentos como los depósitos a plazo (M2). Entre los motivos que podrían explicar esta sustitución está el acotado nivel de las tasas de interés, que fomentaría la preferencia por esos activos más líquidos. Por su parte, el alza de M1 determinó el mayor avance de M2 (6,2% en abril; 3,3% en febrero) y, a su vez, este último impulsó la expansión de M3 (9,9% en abril; 7,6% en febrero), en contraposición a la menor tenencia de bonos de Tesorería por parte de privados.

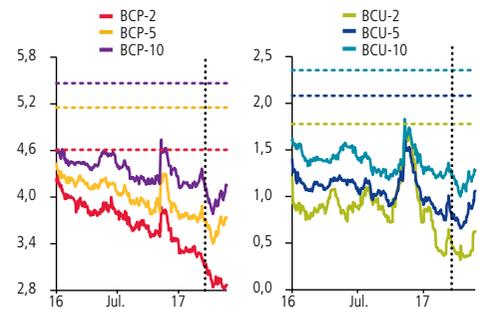
^{2/} Parte de esto podría explicarse por la incorporación al índice de JP Morgan de estos papeles. Con ello, su participación en este indicador ascendió a 1,5%.

GRÁFICO II.5
Indicadores de mora 90 días o más, por cartera (porcentaje de las colocaciones respectivas)



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

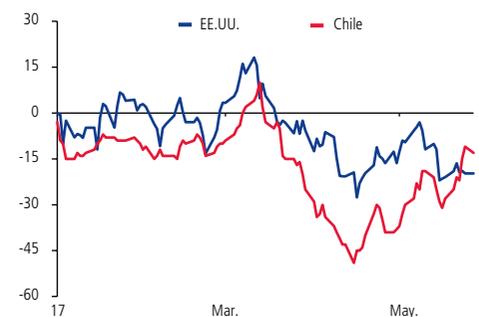
GRÁFICO II.6
Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1) (2) (porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2017.
(2) Líneas punteadas horizontales corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7
Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años nominales (variación acumulada desde el 03/01/2017, puntos base)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



GRÁFICO II.8

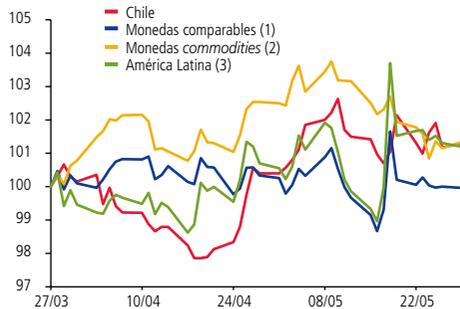
Agregados monetarios nominales
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.9

Paridades respecto del dólar estadounidense
(índice 27/03/2017=100)

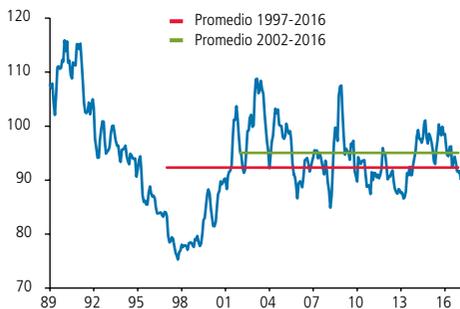


(1) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (2) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.10

Tipo de cambio real (*)
(índice 1986=100)



(*) Dato de mayo 2017 corresponde a estimación preliminar con información hasta el cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.

TIPO DE CAMBIO

El comportamiento del tipo de cambio no ha mostrado mayores novedades en los últimos meses. Así, sigue dando cuenta de oscilaciones que lo ubicaron en máximos del orden de \$680 y mínimos en torno a \$650 entre el cierre del IPoM anterior y el actual. De este modo, considerando los cierres estadísticos de ambos informes, el peso se depreció poco más de 1%. La evolución del tipo de cambio en estas últimas semanas ha estado afectada por los vaivenes en el precio del cobre, cambios en los portafolios de agentes tanto locales como externos y, en lo más reciente, el aumento en la volatilidad a nivel internacional. La trayectoria del peso se asemeja bastante a las de otras monedas, especialmente latinoamericanas y de algunas economías emergentes comparables (gráfico II.9). Algo más debilitado se aprecia al considerar el conjunto de países desarrollados (casi 3% el TCM-5 desde el IPoM pasado) (tabla II.2).

TABLA II.2

Paridades respecto del dólar estadounidense (1)
(porcentaje)

	Variación TCN		
	IPoM Jun. 17/ IPoM Mar. 17	En un año	Spot/mínimo del 2013
Turquía	-1,9	20,5	104,5
Rusia	-1,6	-14,1	89,3
Brasil	4,4	-8,8	67,5
Colombia	-0,8	-4,8	65,5
América Latina (2)/(5)	1,1	-4,6	57,6
México	-2,5	1,0	54,2
Noruega	-1,2	0,9	54,2
Sudáfrica	3,1	-16,6	53,3
Monedas comparables (3)/(5)	-0,6	-0,5	45,2
Chile	1,1	-3,0	44,5
Australia	2,8	-3,1	42,4
Monedas commodities (4)/(5)	2,0	-3,1	40,2
Indonesia	-0,2	-1,8	38,5
Canadá	1,2	3,6	36,8
Perú	0,7	-2,0	29,4
Rep. Checa	-5,6	-1,9	27,5
Nueva Zelanda	0,5	-3,4	22,3
India	-1,4	-4,0	21,4
Tailandia	-1,3	-3,8	19,0
Rep. Corea	-0,6	-5,4	6,9

(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense. Spot corresponde al día del cierre estadístico. Para la comparación a un año se consideran los diez días hábiles al 30/05/2016 y para el resto el promedio de los últimos diez días hábiles a los cierres estadísticos de cada IPoM.

(2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

(3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía.

(4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

(5) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2017.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El tipo de cambio real (TCR) alcanzó valores algo superiores a los observados al cierre del IPoM de marzo, del orden de 94 en su medición 1986=100, correspondiente a un aumento cercano a 1% (gráfico II.10). Así, el TCR se mantiene en torno a sus promedios de los últimos 15 a 20 años. El escenario base contempla como supuesto de trabajo que este permanecerá en valores similares a los actuales.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

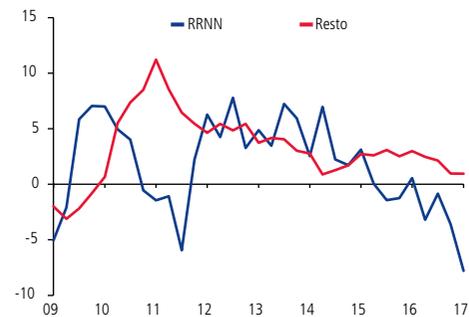
En los últimos meses, la economía ha evolucionado de acuerdo con lo previsto en marzo. El crecimiento del PIB en el primer trimestre —0,1% anual— estuvo determinado por la menor producción minera, lo que llevó a una caída de cerca de 8% anual del PIB de recursos naturales (gráfico III.1). Respecto de lo proyectado en marzo, el crecimiento del PIB total resultó similar, aunque el del PIB de recursos naturales fue menor y el del PIB del resto de los sectores algo mayor. Las cifras más coyunturales indican que en el segundo trimestre la economía volverá a mostrar un crecimiento bajo, aunque superior al del trimestre previo. En esto se combina una actividad minera que ha tardado en retomar su nivel anterior, una inversión en construcción débil y un consumo que ha seguido con un crecimiento anual estable. Considerando la reducción habitual del rango de proyección para el crecimiento del año en curso que corresponde efectuar en este IPoM, el Consejo estima que el PIB se expandirá entre 1 y 1,75% en el 2017, mientras para el 2018 proyecta un rango entre 2,5 y 3,5%. Más allá de la mencionada lenta recuperación de la minería, las perspectivas de crecimiento para el resto de los sectores no han variado mayormente.

Por el lado del PIB Resto, los sectores ligados al consumo mostraron un buen crecimiento (tabla III.1 y gráfico III.2). Los servicios personales y el comercio exhibieron un mayor expansión anual respecto de fines del 2016, lo que, en este último, se reflejó en las ventas mayoristas y minoristas. En tanto, restaurantes y hoteles se mantuvo prácticamente con un nulo crecimiento anual. La industria mostró una expansión anual positiva (0,9%) luego de tres trimestres de datos negativos. Esto se evidenció en una mejora en las líneas más asociadas al consumo, como textiles y alimentos, y en menor medida también de elaboración de productos metálicos. De todas formas, los sectores ligados a la inversión, como los servicios empresariales, se mantuvieron débiles y la construcción profundizó la caída anual que ya había mostrado en el trimestre previo.

Los sectores de recursos naturales exhibieron una contracción, determinada por la importante caída de la actividad minera (cerca de 14% anual) y que en algo fue amortiguada por la mayor pesca extractiva durante el primer trimestre. La caída en la producción minera fue resultado principalmente de la huelga en Escondida a lo que se sumó la menor producción en otros yacimientos del

GRÁFICO III.1

PIB de recursos naturales y resto
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.1

Producto interno bruto

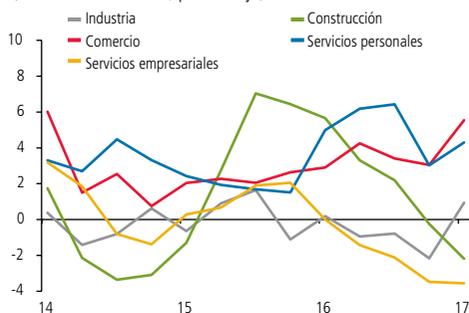
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond. 2015		2016				2017	
	2016	2016	I	II	III	IV	I	
Agropecuaria-silvícola	3,2	9,8	4,5	6,3	-1,4	2,0	8,3	0,0
Pesca	0,7	-8,3	-1,1	-6,9	0,1	0,8	1,6	34,0
Minería	8,1	0,0	-2,9	-1,4	-6,1	-0,8	-3,3	-13,8
Industria	11,0	0,2	-0,9	0,2	-0,9	-0,8	-2,2	0,9
EGA y gest. de desechos	3,0	3,5	1,6	9,6	10,0	-2,8	-7,6	-0,5
Construcción	6,6	3,9	2,5	5,7	3,3	2,2	-0,2	-2,2
Comercio	9,1	2,3	3,4	2,9	4,3	3,4	3,0	5,5
Restaurantes y hoteles	2,1	2,9	0,0	1,8	-0,8	-1,4	0,2	0,2
Transportes	5,2	3,7	3,3	3,3	3,7	4,2	2,0	0,4
Comunicaciones y serv. de inf.	2,9	6,1	3,1	4,1	4,0	2,6	1,7	2,7
Servicios financieros	4,9	5,4	3,7	5,6	3,7	2,7	2,9	2,5
Servicios empresariales	10,4	1,2	-1,8	0,0	-1,4	-2,1	-3,5	-3,6
Servicios de vivienda e inmov.	7,7	2,2	2,7	2,3	4,1	2,2	2,1	1,8
Servicios personales (1)	11,8	1,8	5,2	5,0	6,2	6,4	3,0	4,3
Administración pública	4,8	3,9	3,0	3,2	3,5	2,9	2,5	1,5
PIB Total	100,0	2,3	1,6	2,5	1,7	1,8	0,5	0,1
PIB Resto (2)	79,7	2,7	2,1	3,0	2,5	2,1	1,0	1,0
PIB RRNN (2)	11,8	0,1	-1,8	0,6	-3,2	-0,9	-3,6	-7,8

(1) Incluye educación, salud y otros servicios.

(2) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Actividad económica
(variación real anual, porcentaje)


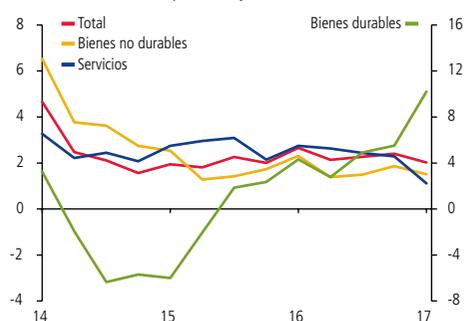
Fuente: Banco Central de Chile.

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

	Pond. 2015		2016		2016				2017
	2016	2016	I	II	III	IV	I		
Demanda interna	99,2	2,0	1,1	1,4	1,2	0,9	1,1	2,9	
Demanda interna (s/ivar. existencias)	100,7	1,7	2,0	2,5	3,3	1,8	0,5	1,4	
Formación Bruta Capital Fijo	23,2	-0,8	-0,8	1,1	4,1	-2,4	-5,0	-2,4	
Construcción y otras obras	14,8	2,7	-1,1	2,7	0,8	-2,0	-4,9	-6,0	
Maquinaria y equipos	8,4	-6,6	-0,3	-1,8	10,9	-3,1	-5,2	3,9	
Consumo total	77,6	2,4	2,8	3,0	3,1	3,1	2,3	2,5	
Consumo privado	64,0	2,0	2,4	2,7	2,1	2,3	2,4	2,0	
Bienes durables	5,5	-0,8	4,4	4,3	2,8	4,9	5,5	10,2	
Bienes no durables	27,0	1,8	1,8	2,3	1,4	1,5	1,9	1,5	
Servicios	31,6	2,7	2,5	2,7	2,6	2,4	2,3	1,1	
Consumo Gobierno	13,5	4,5	5,1	4,7	7,4	7,1	1,7	5,1	
Variación de existencias (*)	-1,6	-0,3	-1,1	-0,5	-1,0	-1,2	-1,1	-1,1	
Exportación bienes y servicios	28,5	-1,8	-0,1	0,8	0,6	0,1	-2,0	-4,9	
Importación bienes y servicios	27,6	-2,7	-1,6	-3,4	-1,1	-2,0	0,0	4,2	
PIB Total	100,0	2,3	1,6	2,5	1,7	1,8	0,5	0,1	

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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
Consumo privado
(variación real anual, porcentaje)


Fuente: Banco Central de Chile.

sector debido a condiciones climáticas adversas. La menor actividad minera también afectó el crecimiento de EGA, por la menor demanda en la generación eléctrica. Las opiniones recopiladas en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de mayo dan cuenta del importante efecto que tuvo la huelga minera sobre algunas actividades locales. Además, retomar niveles de producción ha tardado más que lo previsto en marzo, por lo que su efecto se ha extendido hacia el segundo trimestre.

Para el agregado del crecimiento del PIB en el segundo trimestre, las expectativas de mercado, medidas por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo, adelantan una expansión del PIB de 1,3% anual. Para el 2017 y el 2018, las expectativas no han cambiado en los últimos meses, anticipando un crecimiento de 1,6 y 2,5% anual, respectivamente. Asimismo, en el IPN, la mayoría de los entrevistados señaló que, luego de la debilidad inicial del 2017, esperan una mejora en el transcurso del año y que continuará el 2018.

El crecimiento anual del gasto interno repuntó en el primer trimestre. La demanda interna total aumentó 2,9% anual (1,1% en el trimestre previo), influida por la mayor variación de existencias y el aumento de la demanda final. Esta última creció 1,4% anual en el período, luego de expandirse 0,5% a fines del 2016. Este aumento fue resultado de un mayor crecimiento anual del consumo y de una menor contracción de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF). En esta última, incidió una combinación de mayor deterioro en la relacionada con construcción y otras obras, y un mejor desempeño de maquinaria y equipos (tabla III.2).

El consumo privado siguió con un comportamiento estable creciendo en torno a 2% anual, impulsado fuertemente por el crecimiento del consumo durable. El consumo habitual mostró un crecimiento acotado, especialmente en los alimentos y servicios de turismo. En particular destacó el alto dinamismo de las ventas de vehículos y productos electrónicos, al igual que el vestuario y calzado. Asimismo, ello se ha reflejado en la evolución de las importaciones de bienes de consumo, que se han aproximado a sus niveles más altos de los últimos tres años, impulsado por las internaciones de automóviles y del vestuario y calzado (gráficos III.3 y III.4).

El desempeño del consumo se condice con las señales de mejora o estabilidad de sus determinantes. Medidas por el IPEC, las expectativas siguen en una senda de recuperación, aunque continúan en terreno pesimista. Asimismo, el mercado laboral ha seguido con un ajuste gradual, en línea con lo esperado. La tasa de desempleo nacional subió pausadamente en los primeros meses del 2017, ubicándose en 6,7% en el trimestre móvil finalizado en abril. El crecimiento anual del empleo total, luego de una moderación en enero y febrero, volvió a ubicarse más cerca de 1,5% en abril, tasa similar a la que promedio durante el 2016. Entre enero y abril, la creación de empleo por cuenta propia continuó sosteniendo el crecimiento del empleo total, promediando 6,3%, pues el empleo asalariado mostró un magro desempeño (gráfico III.5). Asimismo, la creación del empleo por cuenta propia ha permitido amortiguar el impacto de la evolución del mercado laboral sobre la masa salarial real, que volvió a ubicarse entre 2,5 y 3% anual, apoyado por la menor inflación. Este tipo de empleo, de todas formas, es más precario, pues en general no cuenta con

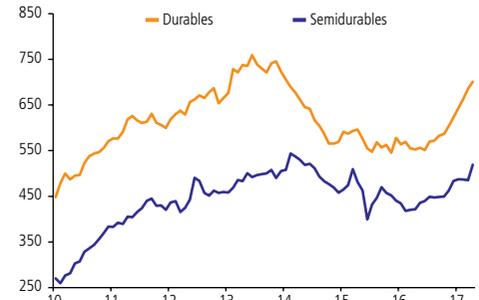
prestaciones sociales y percibe un ingreso menor al del empleo asalariado. En promedio, un empleado por cuenta propia o asalariado informal, con igual nivel de experiencia y calificación, percibe un ingreso por hora del orden de 20% inferior al de un empleado asalariado formal. Además, trabaja menos horas, dando como resultado un ingreso laboral que, en promedio, es entre 30 y 40% inferior al de un empleado asalariado formal (Recuadro III.1).

Respecto de las condiciones financieras, las tasas de interés de los créditos de consumo se han mantenido bajas, y si bien estos préstamos se muestran algo más dinámicos en el margen, sus tasas de variación anual son bajas en comparación con años previos. En este comportamiento han influido en mayor medida los factores de oferta. Según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB), los mayores estándares crediticios exigidos tienen como motivo principal una percepción de más riesgo en los últimos meses, asociado a la evolución del mercado laboral y a la morosidad de los clientes. Asimismo, en el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del primer semestre del 2017, se recoge un deterioro en el comportamiento de pago de los hogares, en lo que podría haber incidido la evolución del mercado laboral.

Por el lado de la inversión, la FBCF acotó su contracción a -2,4% anual (-5% en el cuarto trimestre del 2016). Ello fue resultado de una recuperación del componente de maquinaria y equipos, que pasó a una expansión anual positiva en el trimestre: 3,9% (gráfico III.6), impulsado por el mayor gasto en camiones, vehículos de carga y buses (gráfico III.7). Esta evolución se asocia con la necesidad de reposición de stocks de maquinaria, después de varios años de bajo crecimiento y con la evolución del tipo de cambio.

El componente más persistente de la inversión, construcción y otras obras, intensificó la caída de su tasa de variación anual: -6% en el primer trimestre; -4,9% en el último cuarto del 2016. Destaca, en especial, la mayor debilidad de la construcción y servicios de arquitectura. Ello se relaciona con una mayor debilidad en la inversión ligada al ciclo inmobiliario, pues las perspectivas en el resto de los sectores no han tenido mayores cambios. La revisión de las cuentas institucionales mostró una desaceleración importante de la inversión real de los hogares a fines del 2016. Las cifras de la Cámara Chilena de la Construcción del primer trimestre del 2017 siguen mostrando un alto stock disponible de viviendas nuevas para el Gran Santiago. Además, los meses para agotarlos no han cambiado mayormente, con un volumen de ventas que ha tenido una lenta recuperación. Las condiciones crediticias que se recogen de la ECB muestran un deterioro especialmente en el segmento de construcción y en el rubro inmobiliario. Asimismo, los entrevistados en el marco del IPN señalan que el mayor pie exigido está afectando las decisiones de compra de viviendas. Por otro lado, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital de marzo revisó marginalmente a la baja los proyectos para el año, pero corrigió al alza los planes para el 2018 y el 2019, impulsado, entre otros, por energía. Los diversos indicadores coyunturales han seguido en una contracción anual aunque en la punta sus niveles muestran estabilización o una mejora parcial (gráfico III.8). Asimismo, las expectativas que se recogen del IMCE indican una debilidad importante del rubro construcción. De hecho, luego de alguna mejora a inicios de año, su nivel retrocedió en la última medición.

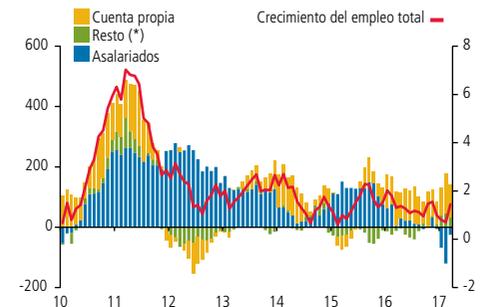
GRÁFICO III.4
Importaciones nominales de bienes de consumo (*)
(promedio móvil de 3 meses, millones de dólares)



(*) Series desestacionalizadas. Las importaciones de bienes durables están compuestas por automóviles y productos electrónicos. Las internaciones semidurables agrupan, entre otros, los ítems del vestuario y calzado.

Fuente: Banco Central de Chile.

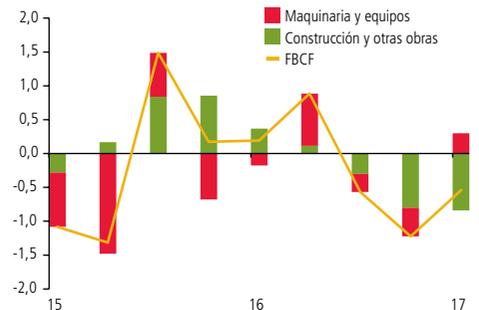
GRÁFICO III.5
Creación anual de empleo
(diferencia en miles de personas; variación anual, porcentaje)



(*) Incluye empleadores, familiar no remunerado y personal de servicios.

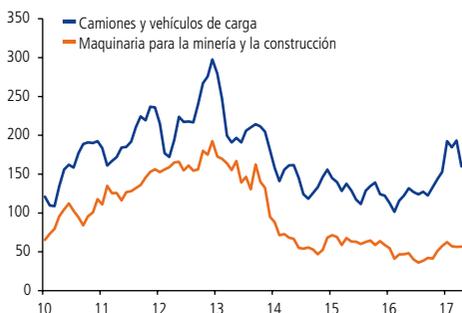
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.6
Contribución de la FBCF en el crecimiento anual del PIB
(puntos porcentuales)



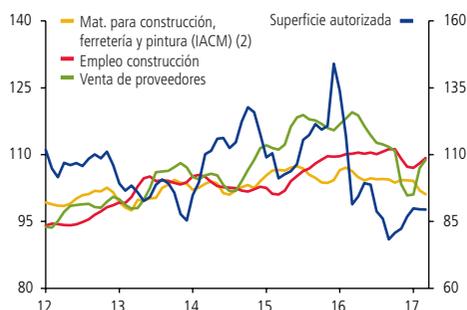
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.7
Importaciones nominales de bienes de capital
(promedio móvil de 3 meses, millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.8
Indicadores de construcción y edificación (1)
(promedio móvil de 3 meses; índice 2010-2017=100)

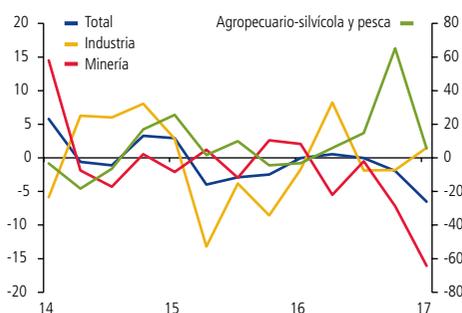


(1) Series desestacionalizadas.

(2) Serie empalmada con la línea equivalente del IVCIM.

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

GRÁFICO III.9
Volumen de exportaciones de bienes
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En el resto de los sectores, la ausencia de grandes planes de inversión en el 2017 se ha reflejado en la tasa de crecimiento anual del crédito, aunque en los últimos meses ha tenido variaciones anuales algo más altas y una velocidad de expansión mes a mes mayor. De acuerdo con la ECB, los factores de demanda son el principal motivo para este comportamiento, siendo la menor inversión prevista en activo fijo, tanto en grandes firmas como en pymes, razones que han tenido una mayor incidencia en los últimos trimestres. En el IPN, los entrevistados en su mayoría señalaban tener proyectos en carpeta, pero cuya materialización ocurriría hacia el 2018. En el IEF se constata además, que el menor desempeño de la economía ha afectado en el margen el comportamiento de pago de las firmas e incrementado el riesgo de crédito de la cartera comercial. Algunos indicadores de no-pago de las empresas han aumentado, aunque siguen en niveles históricamente bajos.

Respecto del sector externo, en el primer trimestre, las exportaciones de bienes moderaron su crecimiento anual respecto de fines del 2016, mayormente en respuesta a la contracción de los envíos mineros —afectado por la menor producción—, pues las exportaciones industriales subieron su expansión anual durante ese lapso, al igual que los precios externos de estos bienes. El mayor gasto interno se reflejó en el crecimiento de las importaciones de bienes, que pasaron a crecer 5,1% anual en términos de volúmenes (-1,3% anual en el cuarto trimestre) impulsado por las mayores internaciones de bienes de consumo, tanto durable como intermedio. Además, las importaciones de bienes de capital exhibieron una caída anual menor respecto de fines del 2016, tanto en volúmenes como en precios, que estuvo determinada por las líneas de vehículos de transporte más regulares. Lo anterior contribuyó a un saldo más deficitario de la balanza comercial, lo que junto con las menores rentas y transferencias redundaron en un mayor déficit en la cuenta corriente, que pasó en el primer trimestre a 1,9% del PIB en el último año móvil (1,4% en el trimestre anterior). Para el año en su conjunto y el próximo, la cuenta corriente se prevé similar a lo proyectado en marzo: -1 y -1,9% del PIB, respectivamente.

El magro desempeño de las exportaciones en los últimos años se ha relacionado por un lado con las restricciones en la oferta y, por otro lado, ha sido respuesta al bajo crecimiento en los mercados de destino. La evidencia muestra que el primer elemento ha sido más relevante en los envíos mineros, mientras que el segundo factor ha jugado un rol más importante para las exportaciones industriales (Recuadro III.2). De todos modos, el efecto ha sido parcialmente compensado por una depreciación del tipo de cambio real.

RECUADRO III.1 DIFERENCIAS SALARIALES POR TIPO DE EMPLEO

En los últimos siete años la economía nacional ha creado del orden de un millón 300 mil empleos. De ellos, en torno al 60% corresponden a empleos asalariados formales y algo menos de 40% a empleos por cuenta propia y asalariados informales^{1/}, aquellos que siendo asalariados no cuentan con prestaciones sociales y/o contrato de trabajo escrito^{2/}. Sin embargo, a partir del 2015, la creación de empleos asalariados formales se estancó. No obstante, el crecimiento de las otras categorías de empleo ha permitido que la tasa de desempleo nacional siga baja, amortiguando los efectos negativos del ciclo sobre el mercado laboral y permitiendo una mayor estabilidad del consumo privado.

Sin embargo, estas categorías menos formales de empleo se presume tienen un menor nivel de ingreso. En este Recuadro se presentan las estimaciones de Barrero y Fuentes (2017), que miden dicha brecha salarial. En particular, se encuentra que, en promedio, las diferencias de ingresos por hora trabajada entre asalariados formales, informales y por cuenta propia —comparando un trabajador de igual experiencia y calificación— es del orden de 20% en favor de los primeros. Se suma que, en promedio, el número de horas trabajadas de los asalariados formales también es superior. Así, la diferencia promedio del ingreso total de un empleado por cuenta propia o asalariado informal termina siendo alrededor de 30 a 40% inferior al de un asalariado formal.

Horas trabajadas por categoría de empleo

La separación por grupos muestra diferencias importantes en cuanto al número de horas trabajadas. Los asalariados formales son quienes más horas trabajan a la semana (40) y los cuenta propia los que menos (32) (gráfico III.11).

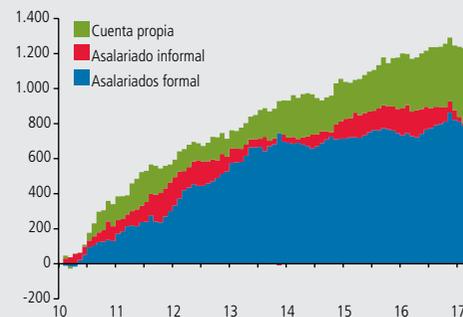
^{1/} El total de empleo, además de las categorías de asalariados y por cuenta propia, considera trabajadores de servicio doméstico, empleadores y familiares no remunerados, que en el 2016 representaron el 9,1% del total de empleo. Sin embargo, medidos en términos de flujos su variación es menor, por lo que no se consideran para la revisión de datos de este Recuadro.

^{2/} Un empleado asalariado formal posee contrato de trabajo escrito y recibe pagos por previsión, salud, licencias médicas y vacaciones. Un empleado asalariado informal no recibe al menos dos de estos beneficios.

GRÁFICO III.10

Empleo por categoría (*)

(acumulado desde enero del 2010, miles de personas)



(*) No considera trabajadores de servicio doméstico, empleadores y familiares no remunerados.

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

GRÁFICO III.11

Horas trabajadas

(promedio semanal)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Ingreso promedio por categoría de empleo

La estimación del ingreso promedio por hora de un trabajador se realizó a través de ecuaciones de salarios basadas en la estructura general de Mincer (1974). La información utilizada corresponde a los microdatos de la Encuesta Suplementaria de Ingresos (ESI) del INE para el período 2010-2015. Además, se depuraron las bases de datos para considerar solo a los



trabajadores asalariados formales, informales y cuenta propia dejando fuera los valores extremos (décil 1 y 99). Para el cálculo, se utilizaron los ingresos netos por hora efectiva como variable dependiente. La ecuación de salarios controla por diversos factores como la edad, género, ubicación geográfica, sector económico y experiencia. Los resultados muestran que, en promedio, un trabajador por cuenta propia obtiene un salario por hora 22% inferior al de un trabajador asalariado formal. Al mismo tiempo, un trabajador asalariado informal recibe un salario por hora que es 19% menor al de un asalariado formal. En ambos casos, la brecha ha aumentado en el último tiempo (gráfico III.12).

Si a esta diferencia salarial se le agrega la menor cantidad de horas trabajadas a la semana, se llega a una brecha de ingresos entre un trabajador por cuenta propia y uno asalariado formal del orden de 38%. Para el asalariado informal, la brecha es algo menor: 31%^{3/}.

GRÁFICO III.12
Diferencia salarial respecto del empleo asalariado formal (porcentaje por hora)



Fuente: Barrero y Fuentes (2017).

^{3/} Estimaciones de panel para contrarrestar la posibilidad de sesgo de variables omitidas (características no observables) muestran un castigo menor al obtenido en las ecuaciones de Mincer. Los empleados por cuenta propia y asalariados informales tienen un ingreso total que, en promedio, es 25% inferior al de un asalariado formal.

RECUADRO III.2

EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES INDUSTRIALES

Al cierre estadístico de este IPoM, la paridad peso/dólar se ha depreciado cerca de 40% en términos nominales y 6% en términos reales, ambas cifras respecto de mediados del segundo trimestre del 2013. *A priori*, una depreciación del peso debiese redundar en una mayor competitividad de las exportaciones chilenas y, por ende, en un crecimiento de sus volúmenes. Sin embargo, entre el 2014 y el 2016, el volumen de las exportaciones totales de bienes acumuló una caída de 2%, combinando un descenso de algo más de 2% en los envíos mineros, uno de 5,5% en los industriales, y un aumento cercano a 23% en los agrícolas.

¿Qué explica que pese a la depreciación del peso el volumen exportado no haya aumentado de forma relevante? Por un lado, pueden citarse factores de oferta, muy relevantes en el caso de las exportaciones mineras. De hecho, en los últimos años, el comportamiento del PIB minero ha sido bastante negativo, lo que sin duda se ha transmitido al volumen exportado. Solo en el primer trimestre, cuando la producción cayó casi 14% por efecto del paro en Escondida, las exportaciones mineras cayeron en torno a 16% anual. Respecto de las exportaciones industriales, que representan cerca del 40% del valor total de los envíos nacionales, la historia es algo más compleja y es el foco de este Recuadro.

Determinantes de las exportaciones industriales

En términos generales, los determinantes de las exportaciones industriales pueden dividirse en tres: la demanda externa, los precios relativos (TCR) y factores de oferta. Usando una muestra de datos trimestrales desde el 2003 al 2016, Fomero, Fuentes y Gatty (2017), estiman la relevancia de cada uno de ellos, mostrando que la demanda externa es el principal determinante, por sobre la evolución de las paridades bilaterales^{1/} (tabla III.3).

^{1/} La especificación utilizada es la estándar en la literatura (Ahmed *et al.* (2015); Sertic *et al.* (2015)) en que el volumen exportado depende de la demanda externa (DE) y el tipo de cambio real (TCR). Los cambios en la DE determinan el tanto el tamaño de mercado en el largo plazo, como cambios en el precio del producto. El TCR tiene un efecto positivo en el volumen exportado por dos mecanismos: una depreciación real aumenta la competitividad del país respecto a los productos con los que compete en el extranjero y, adicionalmente, permite a los productores chilenos reducir los precios que cobran en el mercado de destino.

TABLA III.3

Determinantes del volumen de las exportaciones industriales (1)
(con distintas medidas de demanda externa)

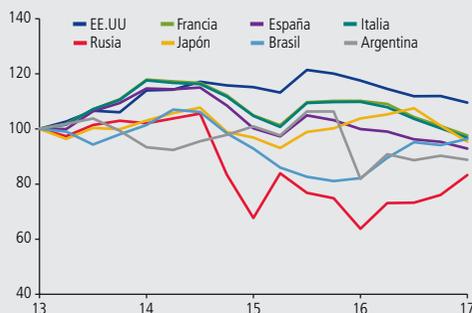
	M(1): PIB*		M(2): C*	
	GMM	WG	GMM	WG
ΔTCRB (-1)	0,49**	0,53*	0,56***	0,59*
Δ Demanda externa	1,35**	1,4**	1,77***	1,99**
Dummy	-0,047	-0,064	-0,047	-0,064
Δ Oferta (-1)	0,81***	0,98*	0,81***	0,97*
EC (-1)	-0,66***	-0,36***	-0,66***	-0,36***
Δ X(-1)	-0,23**	-0,27**	-0,23**	-0,27***
AR(2)	0,209	--	0,216	--
Test de Hansen	0,3	--	0,32	--
N. Instrumentos	109	--	109	--
N grupos	126	126	126	126
N obs.	6547	6547	6547	6547
R2-ajustado	--	0,29	--	0,29

(1) Detalles de la estimación en Fomero, Fuentes y Gatty (2017).

Fuente: Fomero, Fuentes y Gatty (2017).

Más allá de estos hallazgos, ¿cómo han evolucionado estos determinantes en los últimos años? Por un lado, el peso se ha depreciado significativamente respecto del dólar, pero esto ha respondido a un fenómeno global de apreciación del dólar y no a un fenómeno local. Así, respecto de otras monedas no ha tenido una pérdida de valor relevante y, en algunos casos, incluso se ha fortalecido. De hecho, cuando se revisa la relación del peso con las monedas de otros socios comerciales, mercados de destino y/o competidores en los mercados externos, se observa una importante heterogeneidad del tipo de cambio real bilateral (TCRB) (gráfico III.13).

GRÁFICO III.13
 Tipo de cambio real bilateral
 (índice 2013.I=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto de la demanda externa, varios de los mercados de destino de las exportaciones industriales chilenas han tenido un desempeño económico bajo, reduciendo la demanda por los productos nacionales. Países como Argentina, Brasil, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Rusia, que en los últimos años han tenido desempeños relativamente débiles de sus economías —algunos incluso en recesión— se encuentran entre los principales mercados de destino de las exportaciones industriales chilenas. Entre el 2014 y 2016, este grupo representó algo más del 40% del valor de los envíos industriales.

Por último, no debe dejarse de lado que algunos factores de oferta también han sido muy relevantes para esta parte de las exportaciones. Ejemplos claros son lo que ha ocurrido con el salmón y los problemas sanitarios que han afectado su producción, lo mismo que el impacto que la escasez de recursos pelágicos ha tenido en la producción de harina de pescado.

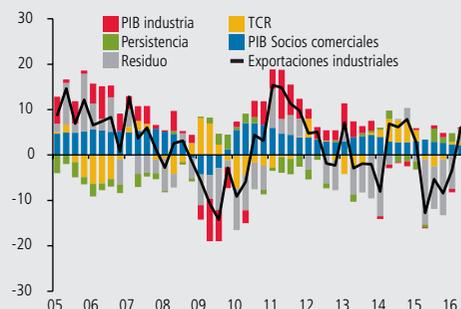
Más formalmente, Fornero, Fuentes y Gatty (2017) muestran que en los últimos tres años el comportamiento del volumen de las exportaciones industriales se explica por una persistente desaceleración de la demanda externa, que ha sido parcialmente compensada por una depreciación promedio del TCRB respecto del grupo de países que son destino de las exportaciones industriales nacionales. Cabe destacar que desde el 2012 el residuo del modelo estudiado es en promedio negativo. Si bien indagar sobre el contenido de este residuo es difícil sin un modelo estructural, el signo del residuo es concordante con el menor dinamismo observado del comercio mundial vis-à-vis el crecimiento histórico de la actividad mundial^{1/} (gráfico III.14).

Las estimaciones también muestran que el efecto del TCRB tiende a ser similar en distintos grupos de exportaciones industriales. Para esto, se separan estos envíos en dos grupos: bienes de consumo y bienes intermedios y/o de inversión. En el primer grupo, se ubican productos como los alimentos; en el segundo, algunos como la producción de bienes metálicos (tabla III.4). Los resultados

^{1/} Ver capítulo 2 del WEO octubre 2016.

muestran que el efecto del TCRB es similar en ambos grupos, mientras que el de la demanda externa es más heterogéneo.

GRÁFICO III.14
 Determinantes de las exportaciones industriales (*)
 (variación anual, incidencias)



(*) Corresponde a la suma móvil de cuatro trimestres de velocidades trimestrales.

Fuente: Fornero, Fuentes y Gatty (2017).

TABLA III.4
 Exportación de bienes de consumo (1)
 (con distintas medidas de demanda externa)

	M(1): PIB*		M(2): C*		M(4): M*	
	GMM	WG	GMM	WG	GMM	WG
Δ TCRB (-1)	0,42**	0,45***	0,58***	0,58***	0,40**	0,46***
Δ Demanda externa	1,08*	0,54	1,13	0,73	0,57**	0,45*

Exportación de bienes intermedios y/o inversión (1)
 (con distintas medidas de demanda externa)

	M(1): PIB*		M(2): C*		M(4): M*	
	GMM	WG	GMM	WG	GMM	WG
Δ TCRB (-1)	0,55*	0,53	0,61**	0,55*	0,50*	0,52
Δ Demanda externa	1,48	1,77	0,98**	0,91*	0,55**	0,59**

(1) Detalles de la estimación en Fornero, Fuentes y Gatty (2017).

Fuente: Fornero, Fuentes y Gatty (2017).

Conclusión

En suma, el comportamiento de las exportaciones industriales está más ligado a la evolución de la demanda externa que a los movimientos cambiarios. De hecho, en los últimos tres años la debilidad de la demanda de los socios comerciales ha sido el principal factor tras el comportamiento de los envíos industriales. En los últimos trimestres, el escenario externo ha mostrado cierta mejoría, que se ha traducido en proyecciones de crecimiento de los socios comerciales que se han mantenido, lo que se diferencia de años previos cuando sufrían sucesivas correcciones a la baja. En función de esto, y de un TCR que se estima se mantendrá en torno a sus niveles actuales a lo largo del horizonte de proyección, las exportaciones industriales deberían mostrar un mejor desempeño.

IV. PRECIOS Y COSTOS

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

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

El panorama de inflación no muestra grandes modificaciones. La variación anual del IPC se ha mantenido en 2,7% desde febrero, en línea con lo delineado en el IPoM de marzo (gráfico y tabla IV.1). La inflación subyacente (IPCSAE) anotó una baja muy gradual, fundamentalmente por el permanente descenso de la parte de bienes, que incluso registró una leve contracción anual en el margen. Ello, como ha sido característico en este ciclo, sigue ligado a la evolución del tipo de cambio nominal. La expansión anual del IPCSAE de servicios mantiene un nivel inferior al de un año atrás, determinada, en lo grueso, por la indexación a una inflación pasada que ha descendido y holguras de capacidad que se han ido ampliando gradualmente a lo largo de los últimos trimestres. El escenario base prevé que, en lo inmediato, la inflación total seguirá descendiendo, acercándose transitoriamente al piso del rango meta, para luego aproximarse a 3% a fines de año y oscilar en torno a ese valor hasta fines del horizonte proyección (mediados del 2019), panorama similar al que se desprende de las expectativas del mercado.

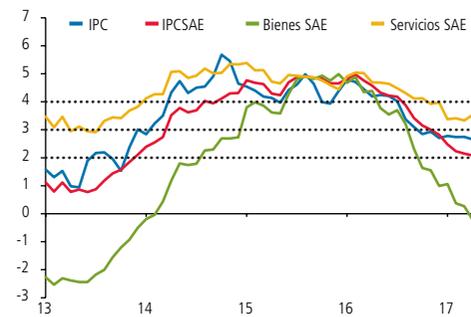
TABLA IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)

	IPC	IPCSAE	Bienes	Servicios	Alimentos	Energía
2014 Prom.	4,4	3,6	1,6	4,9	6,9	5,5
2015 Prom.	4,3	4,7	4,4	4,9	7,2	-4,5
2016 Ene.	4,8	4,8	4,7	4,9	4,3	5,9
Feb.	4,7	5,0	4,9	5,0	4,0	4,2
Mar.	4,5	4,8	4,3	5,0	4,2	2,4
Abr.	4,2	4,6	4,4	4,7	3,4	2,7
May.	4,2	4,3	3,8	4,7	4,2	3,5
Jun.	4,2	4,2	3,5	4,6	4,7	2,9
Jul.	4,0	4,2	3,7	4,5	4,9	0,5
Ago.	3,4	3,9	3,2	4,3	4,2	-3,0
Sep.	3,1	3,4	2,3	4,1	4,0	-2,1
Oct.	2,8	3,2	1,6	4,1	2,8	0,1
Nov.	2,9	3,0	1,6	3,9	3,1	1,9
Dic.	2,7	2,8	1,0	4,0	2,2	2,9
2017 Ene.	2,8	2,5	1,1	3,4	2,5	6,4
Feb.	2,7	2,2	0,4	3,4	3,5	5,6
Mar.	2,7	2,2	0,3	3,3	3,7	5,7
Abr.	2,7	2,1	-0,2	3,5	4,2	4,1

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

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

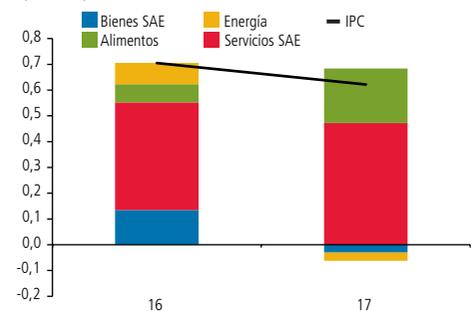


(1) Para su definición, ver Glosario.

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

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

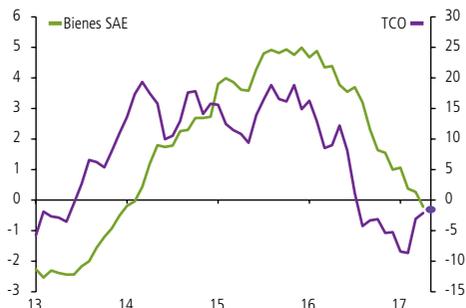
GRÁFICO IV.2
Incidencia mensual acumulada para marzo y abril en el IPC
(puntos porcentuales)



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

**GRÁFICO IV.3**

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

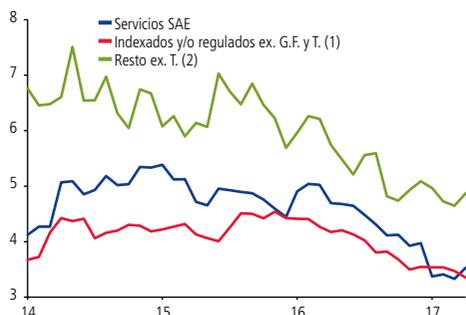


(*) El punto considera información del TCO para mayo hasta el cierre estadístico.

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

GRÁFICO IV.4

Servicios SAE: componentes principales
(variación anual, porcentaje)



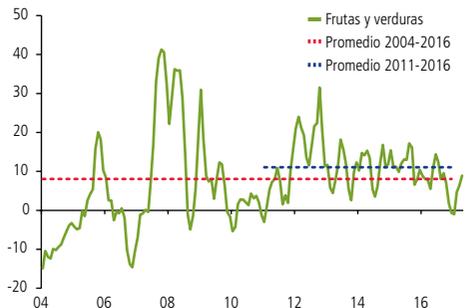
(1) No considera los ítems de gasto financiero ni de transporte asociado a este componente.

(2) No considera los ítems de transporte asociado a este componente.

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

GRÁFICO IV.5

Precio de frutas y verduras frescas
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En marzo y abril, el IPC acumuló una variación de 0,6 puntos porcentuales (pp) (0,7pp para igual período del 2016), coherente con lo esperado en el último IPoM y con las expectativas de mercado (gráfico IV.2). Este resultado recogió, principalmente, el aumento de los servicios del IPCSAE y, en menor medida, de los alimentos. En el primer caso, en estos meses se concentra parte relevante de la inflación que se acumula en el año, principalmente debido a los procesos habituales de cambio de precios en los ítems de educación y salud. Tanto el IPCSAE de bienes como la energía tuvieron una incidencia negativa en estos meses.

La variación anual del IPCSAE de bienes retrocedió hasta -0,2% en abril (+0,4% en febrero), continuando con la tendencia descendente exhibida durante el último año, muy relacionada con el comportamiento del tipo de cambio nominal, como se ha mencionado en varios IPoM (gráfico IV.3). En el escenario base se prevé que el tipo de cambio real (TCR) permanecerá en valores similares a los actuales toda vez que al cierre estadístico, estos se consideran coherentes con sus fundamentos. Así, en lo venidero, se estima que el efecto del tipo de cambio nominal en la evolución de la inflación de corto plazo irá desvaneciéndose.

La inflación de servicios mostró un incremento acotado de su expansión anual: 3,5% en abril (3,4% en febrero). Dentro del IPCSAE de servicios, más allá de los movimientos en el margen, es posible apreciar que, en el último año, la parte de precios indexados y administrados así como el resto de los servicios (descontados los gastos financieros y los ítems de transporte) han reducido su tasa de variación anual (gráfico IV.4). Los primeros, como se dijo, en coherencia con el descenso de la inflación total en el último año. En el resto de los servicios, la baja también está influenciada por la debilidad de la actividad (ver Recuadro IV.1, IPoM marzo del 2017).

A abril, la incidencia en la inflación total de los elementos más volátiles no tuvo mayores cambios en comparación con el cierre estadístico del IPoM previo. Desde entonces, se dio un rebalanceo entre sus agregados, determinando un menor aporte de la energía compensado por uno mayor de los alimentos. Estos últimos incrementaron su expansión anual a 4,2% en abril (3,5% en febrero). Esto se debió fundamentalmente al aumento de la variación anual de las frutas y verduras frescas hasta 8,9% (4,7% en febrero) que, tal como era previsto en el IPoM de marzo, retomó registros anuales más acordes con sus promedios históricos (gráfico IV.5). Ello, en la medida que se disiparon elementos transitorios, como el adelantamiento de las cosechas de principios de año. Por su lado, el resto de los alimentos se sostuvo con variaciones anuales algo por sobre 3% (3,3 y 3,2% en abril y febrero, respectivamente), registro en torno al cual han oscilado la mayor parte del último año.

La energía redujo su variación anual hasta 4,1% en abril (5,6% en febrero), tanto por una menor variación anual del precio de los combustibles como por la contracción anual de las tarifas eléctricas (gráfico IV.6). Los combustibles bajaron su expansión anual hasta 8,2% en abril (9,5% en febrero). Esto, como se ha mencionado en IPoM previos, tiene directo correlato con la trayectoria de los precios internacionales del petróleo. La menor cotización del precio internacional del crudo en varios años se registró durante el primer trimestre

del 2016, cuando se ubicó bajo US\$40 el barril. Posteriormente, se ha transado entre US\$45 y 55 la mayor parte del tiempo y, en lo más reciente, lo ha hecho en torno a US\$50. Así, la incidencia de este efecto base debiera reducirse en lo venidero. Se suma el efecto a la baja del menor nivel del tipo de cambio respecto de un año atrás. Las tarifas eléctricas profundizaron su descenso anual, llegando a -2,1% en abril (-0,2% en febrero). En este caso, principalmente por la aparición de mayores bases de comparación que se mantendrán presentes hasta mediados de año.

Respecto de los costos, el crecimiento anual de los salarios nominales siguió reduciéndose en la primera parte del año. Descontando las cláusulas habituales de indexación, persisten con crecimientos por debajo de sus promedios históricos, en niveles similares a los de la última parte del 2016 (gráfico IV.7). A su vez, los costos laborales unitarios reales, pese a mostrar cierta recuperación en la punta, mantienen su promedio móvil trimestral con crecimientos anuales marginalmente positivos desde la segunda mitad del 2016 (gráfico IV.8). Por su parte, la información recopilada en el Informe de Percepciones de Negocios de mayo señala que los entrevistados reportaron percibir una mayor disponibilidad de mano de obra, lo que se manifestaba en el aumento de personas entregando currículums en sus oficinas, menores pretensiones de renta y una baja en la rotación. También señalaron un aumento de las personas que buscan trabajo en posiciones o sectores para los cuales están sobrecalificados.

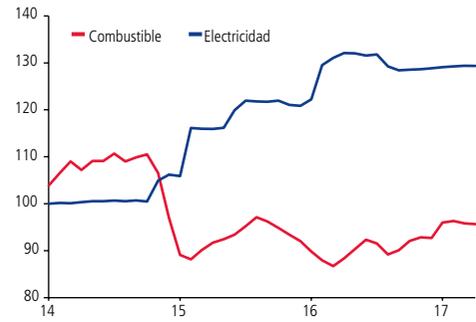
Los indicadores de precios externos han vuelto a mostrar tasas de variación anual positivas en la primera parte del año tras varios períodos de contracción anual. El Índice de Valor Unitario de Importación de bienes de consumo medido en dólares, registró una variación anual positiva de 1,6% en el primer trimestre, luego de contraerse 2,5% en promedio los tres últimos años. El Índice de Precios Externos medido en dólares alcanzó una expansión promedio algo por debajo de 4% anual en el primer cuatrimestre del año, lo que se compara con la contracción cercana al 4,5% en promedio de los tres años anteriores. En esto se siguen conjugando inflaciones locales que han subido en la mayoría de los países desarrollados, principalmente por el componente de energía, y apreciaciones anuales de las monedas de gran parte de los países emergentes respecto del dólar estadounidense.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En los próximos meses, la inflación reducirá transitoriamente su variación anual hacia valores algo por sobre 2%, para luego acercarse a tasas cercanas a 3% hacia fines de año y oscilar en torno a ese valor el resto del horizonte de proyección. La inflación subyacente reducirá sus expansiones anuales por algunos meses, llegando a niveles en torno a 2%, para luego subir de manera gradual a 3% hacia fines del horizonte de proyección.

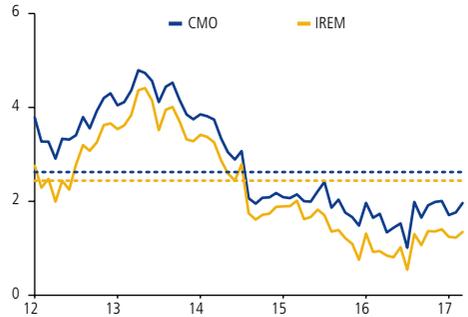
En el corto plazo, el IPCSAE reducirá levemente su expansión anual, debido a la contribución de la parte de bienes y de servicios. A mediano plazo, la de bienes dejará de presionar a la baja la inflación. Esto, considerando el supuesto de trabajo que contempla que el TCR permanecerá en valores similares a los actuales durante el horizonte de proyección. Ello, al tiempo que la parte de

GRÁFICO IV.6
Componentes de energía en el IPC
(niveles, serie original)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

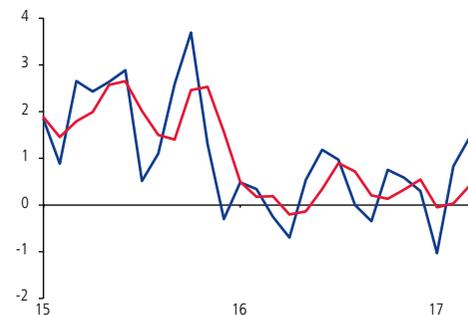
GRÁFICO IV.7
Salarios descontada la indexación (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.

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

GRÁFICO IV.8
Costos laborales unitarios reales (*)
(variación anual, porcentaje)



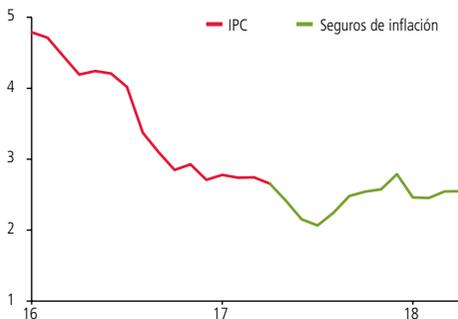
(*) La línea roja corresponde al promedio móvil trimestral de la serie.

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



GRÁFICO IV.9

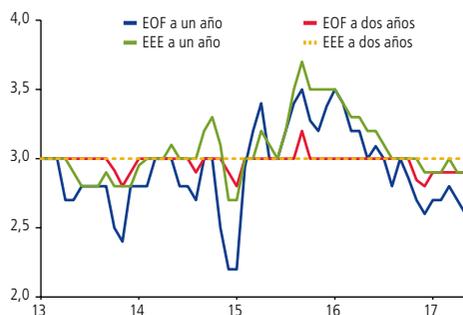
Inflación y expectativas de mercado
(variación anual, porcentaje)



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

GRÁFICO IV.10

Expectativas de inflación de las encuestas (*)
(porcentaje)



(*) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, excepto para mayo que considera la de la segunda quincena.

Fuente: Banco Central de Chile.

servicios del IPCSAE seguirá determinada por la relevancia de los procesos de indexación a la inflación pasada y por el cierre paulatino de la brecha de actividad durante el próximo año.

En los meses siguientes, los elementos más volátiles reducirán su incidencia en la inflación total, aunque de manera transitoria, para retomar un valor similar al actual hacia fines de año. Así, en el corto plazo, continuarán las tendencias recientes, con un aporte mayor de los alimentos y menor de la energía, en coherencia, además, con sus ponderaciones relativas en la canasta del IPC. Ello contempla alguna normalización adicional del precio de los alimentos hacia sus promedios de los últimos cinco años, principalmente frutas y verduras frescas. Esto se mantendrá a lo largo del horizonte de proyección. A ese plazo, en la energía, los combustibles mostrarán un menor empuje inflacionario, puesto que en el escenario base se considera como supuesto de trabajo que sus precios internacionales se mantendrán relativamente planos hacia adelante. Las tarifas eléctricas mostrarán algún repunte, en la medida en que los próximos decretos tarifarios incorporen los mayores precios efectivos del gas natural licuado y el carbón.

Las expectativas del mercado son coherentes con el escenario descrito. Los seguros de inflación al cierre estadístico de este IPoM señalan una inflación que reducirá su variación anual en los meses siguientes algo por sobre 2% para ubicarse cerca de 3% a diciembre del 2017 (gráfico IV.9). A ese plazo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo no muestra mayores cambios respecto de marzo, ubicando la inflación en 2,9% a diciembre de este año (3% en marzo). A un año plazo, la EEE adelanta un valor de 2,9% (3% en marzo), mientras la EOF de la segunda quincena de igual mes y los seguros de inflación al cierre estadístico actual prevén que la inflación se ubicará en 2,6% (2,8 y 2,6% en marzo, respectivamente). A dos años plazo, las encuestas continúan sin cambios respecto del cierre del último IPoM, previendo que la inflación se encontrará en torno a la meta (gráfico IV.10).

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

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

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

Desde marzo, el escenario macroeconómico relevante para la economía chilena ha evolucionado en línea con lo anticipado. Con datos a abril, la inflación del IPC se mantuvo en 2,7% anual y se espera que en los meses más inmediatos se aproxime al piso del rango de tolerancia, para luego converger hacia 3% a fines de año. La actividad del primer trimestre reflejó con fuerza los efectos del paro de Escondida— a lo que se agregó la menor producción en otros yacimientos—, impacto que permeó hacia el segundo cuarto, debido a que volver a los niveles previos de producción ha tardado más que lo previsto. En el escenario base se estima que en el 2017 la economía crecerá entre 1 y 1,75% y entre 2,5 y 3,5% el 2018. Los cambios corresponden principalmente al mencionado menor desempeño de la minería este año y su recuperación en el 2018, ya que las perspectivas de crecimiento para el resto de los sectores no han variado mayormente.

El impulso externo previsto tiene su origen en tasas de expansión de los socios comerciales crecientes en el horizonte de proyección, sin mayores cambios respecto de lo considerado en marzo, aunque con algunos matices en términos de su composición (gráfico V.1). En el mundo desarrollado, destaca el desempeño de EE.UU., que en el escenario base de este IPoM pasará de crecer 1,6% el 2016 a 2,2 y 2,3% en el 2017 y 2018, respectivamente, muy similar a lo proyectado hace unos meses. Más allá de que el PIB del primer trimestre mostró una reducción de la velocidad de expansión de esta economía, el mayor dinamismo previsto para el año tiene su origen en un buen comportamiento del consumo, apoyado por la robustez de su mercado laboral y expectativas de consumidores positivas. También se basa en la recuperación que mostró la inversión, particularmente la no residencial, en las cifras del primer trimestre del año y que se espera se consoliden. Con todo, hacia adelante persisten las dudas en términos del tamaño del impulso fiscal que logrará aprobar la actual administración. Para la Eurozona, se continúa previendo que la economía seguirá con tasas de crecimiento de 1,7% en el bienio 2017-2018, sin cambios respecto de lo proyectado en marzo y de lo registrado el 2016. Las proyecciones del escenario base para Japón tampoco tienen modificaciones.

GRÁFICO V.1
Crecimiento socios comerciales
(variación anual, porcentaje)

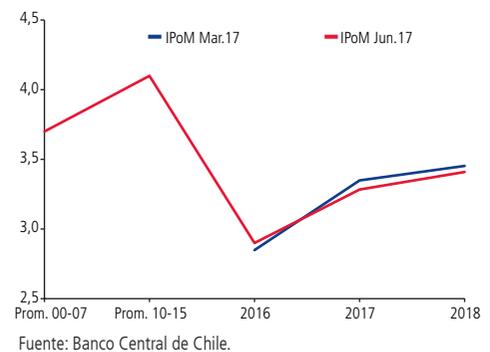


GRÁFICO V.2
Términos de intercambio
(índice; 2013=100)

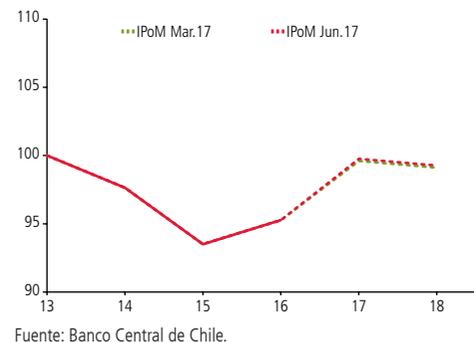
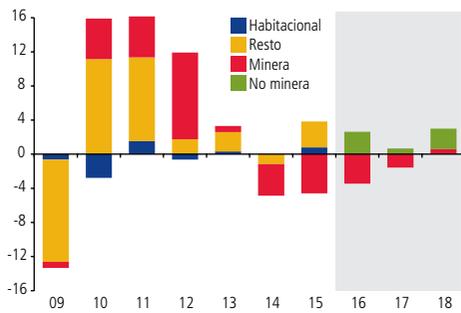


GRÁFICO V.3
Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)
(puntos porcentuales)



(*) Para el 2016 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión no minera se calcula residualmente, utilizando también la información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. Para las proyecciones del 2017 y 2018, 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.

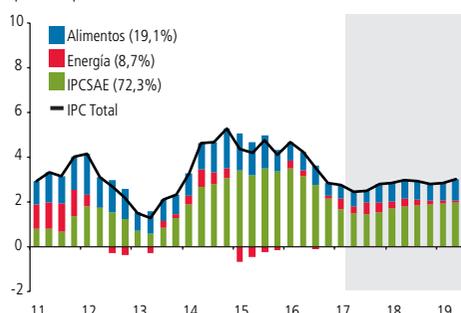
GRÁFICO V.4
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2017, corresponde a la proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(*) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC. A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. El área gris, a contar del segundo trimestre del 2017, corresponde a la proyección.

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

Donde sí se observan algunos ajustes es en el mundo emergente. Por un lado, las cifras del primer trimestre del PIB de China, que mostraron una expansión de 6,9% anual, fueron algo superiores a lo anticipado y redundan en un leve ajuste al alza de las perspectivas para el horizonte de proyección. Con todo, persisten las dudas respecto de su desempeño futuro, en particular por los efectos que pueda tener la normalización monetaria tanto local como de las economías desarrolladas. Por otro lado, en América Latina la actividad ha sido algo más débil que lo previsto, a lo que se suman los efectos que los acontecimientos políticos en Brasil puedan tener sobre su economía y, eventualmente, sobre el resto de la región, dados los vínculos financieros y comerciales. Por lo pronto, respecto de lo contemplado en marzo, el crecimiento para América Latina en el escenario base se ajusta a la baja en 2 y 3 décimas en el 2017 y el 2018, respectivamente.

Un segundo factor relevante es la permanencia de condiciones financieras favorables para el mundo emergente. De hecho, el proceso de normalización monetaria en EE.UU. ha seguido su curso sin provocar mayores disrupciones en los mercados. Ello se ha reflejado en flujos de capitales que siguen ingresando a las economías emergentes, en primas por riesgo y tasas de interés que continúan bajas y un dólar que se mantiene apreciado en perspectiva histórica. Finalmente, los términos de intercambio chilenos mantienen una trayectoria similar a la prevista en marzo, considerando principalmente proyecciones para el cobre y el petróleo también similares (gráfico V.2). El primero, se ubicará en US\$2,55 y 2,5 la libra en el 2017 y 2018, respectivamente, mientras el segundo registrará valores algo superiores a US\$50 el barril en ese mismo lapso.

Internamente, el escenario base contempla que la economía crecerá entre 1 y 1,75% el 2017 y entre 2,5 y 3,5% el 2018. De esta forma, el PIB comenzará a expandirse a tasas cercanas o sobre su potencial hacia fines del 2017, con lo que la brecha de actividad se dejará de ampliar y comenzará a cerrarse, de forma muy gradual, a mediados del 2018. Ello, considerando que el Consejo sigue estimando que el PIB potencial está entre 2,5 y 3% y el tendencial en 3,2%. Las perspectivas de crecimiento en el horizonte de proyección se basan en que la economía no muestra desbalances relevantes, la disipación gradual de algunos de los factores puntuales que han impedido un mejor desempeño en años recientes —como por ejemplo la importante caída de la inversión minera— y la recuperación de los indicadores de confianza. Se suma una política monetaria más expansiva y un escenario externo que aportará un impulso mayor al de años anteriores. Además, respecto de la política fiscal, se asume que continuará la consolidación anunciada por el Gobierno.

Por el lado del gasto, en el consumo privado destaca el mejor desempeño que se prevé para los bienes durables, dando cuenta del dinamismo mostrado por este componente en los últimos meses. Se estima que este comportamiento persista el 2018. También incide en la proyección una evolución de la masa salarial que en el primer trimestre fue algo mejor que lo anticipado. No obstante el empleo asalariado ha tenido un magro desempeño, el impacto sobre la masa salarial real se ha amortiguado por el aumento del empleo por cuenta propia —aunque este es más precario y tiene un ingreso promedio menor— y por la disminución de la inflación. Si bien el consumo de gobierno presentó un crecimiento algo mayor en el primer trimestre del año, este comportamiento será compensado en los trimestres venideros, en coherencia con el gasto aprobado para el año.

Por el lado de la inversión, el escenario base contempla una nueva contracción de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) para el 2017. Las novedades conocidas desde marzo dieron cuenta de un deterioro más marcado de aquella relacionada con construcción y otras obras, factor que por su inercia perduraría por un tiempo más prolongado. El comportamiento algo mejor de maquinaria y equipos logró compensar en parte. El buen desempeño que vienen mostrando las importaciones de bienes de capital —excluyendo los vehículos de transporte no regular— y que responde principalmente a una reposición de stocks y la evolución del tipo de cambio, apoya la idea que este fenómeno podría seguir presente en adelante (gráfico V.3). Así, en el 2017, la FBCF como porcentaje del PIB real y nominal llegará a 21,4 y 22,1%, respectivamente.

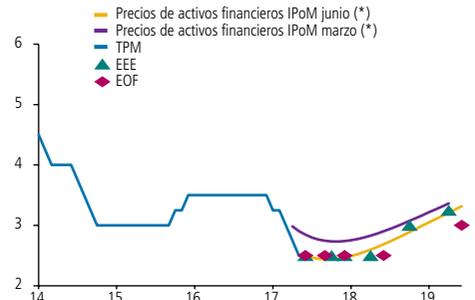
El ajuste en la proyección de las exportaciones para este año (desde 1,6% anual en marzo a 0,7%) responde principalmente a la baja de la producción de cobre, elemento que en todo caso se devolverá el 2018. Contrarrestan algunas sorpresas positivas en las exportaciones industriales y agrícolas. Así, la cuenta corriente se prevé similar a lo proyectado en marzo: -1 y -1,9% del PIB en el 2017 y el 2018, respectivamente. A precios de tendencia^{1/}, la cuenta corriente promediará -2,1% del PIB en el bienio 2017-2018.

La inflación ha evolucionado según lo esperado y se ha mantenido en 2,7% anual. Como se mencionó, el escenario base prevé que en los próximos meses se aproximará al piso del rango de tolerancia, luego retornará gradualmente a 3%, valor en que se ubicará hacia fines del 2017 (gráficos V.4 y V.5). Posteriormente fluctuará en torno a 3% hasta fines del horizonte de proyección —en esta ocasión mediados del 2019—. La inflación del IPCSAE también seguirá descendiendo en lo inmediato, llegando a niveles en torno a 2% anual, para luego volver paulatinamente a 3%. Será fundamental en esta trayectoria el hecho que la inflación de bienes, muy relacionada con el comportamiento del tipo de cambio, dejará de presionar a la baja. De hecho, el escenario base prevé que el tipo de cambio real permanecerá en valores similares a los actuales, considerados acordes con sus fundamentos.

Así, en un contexto en que el escenario macroeconómico evolucionó en línea con lo anticipado en marzo, el Consejo concretó el aumento del impulso monetario anunciado entonces. Como se mencionó, hacia adelante, en el escenario base la política monetaria se mantendrá expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección. Como supuesto de trabajo se considera una trayectoria coherente con la que muestran las distintas medidas de expectativas (gráfico V.6).

^{1/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio del cobre de largo plazo de US\$2,7 la libra y del petróleo de US\$70 el barril (Recuadros V.2 IPoM septiembre 2012 y V.1 diciembre 2015).

GRÁFICO V.6
TPM y expectativas
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.7
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)

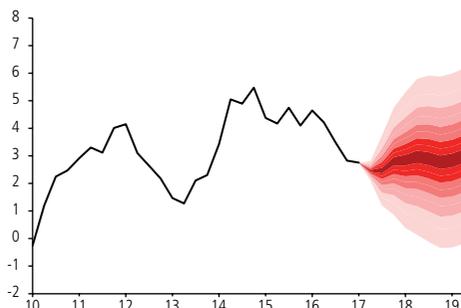


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base de proyección utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria coherente con la que muestran las distintas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.8**

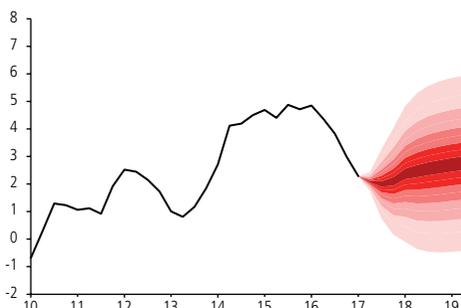
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria coherente con la que muestran las distintas medidas de expectativas.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.9

Proyección de inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación subyacente que realiza el Consejo. El escenario base de proyección utiliza como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria coherente con la que muestran las distintas medidas de expectativas.
Fuente: Banco Central de Chile.

ESCENARIOS DE RIESGO

Como siempre, la implementación de la política monetaria y eventuales ajustes en la TPM serán contingentes a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación (gráficos V.7, V.8 y V.9). El Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

En el escenario externo, las principales fuentes de incertidumbre siguen ligadas a los factores identificados en IPOM previos. Por un lado, está la evolución de la política fiscal y monetaria en Estados Unidos y su impacto sobre la economía global y las condiciones financieras. Se suma la incertidumbre en torno al ambiente político. En Europa, los resultados electorarios recientes han ido disipando algunos de los riesgos, en un contexto donde se ha afianzado el crecimiento y los datos han sorprendido al alza, por lo que no es descartable que la economía global reciba un impulso adicional desde esta región. China sigue siendo una preocupación, ya sea porque los datos coyunturales han sembrado algunas dudas sobre la trayectoria futura del crecimiento o porque algunos de sus mercados exhiben desequilibrios que aún deben corregirse. América Latina sigue rezagada en la recuperación de sus economías y algunas de ellas aún requieren de ajustes fiscales y monetarios, y en menor medida de su sector externo. Los recientes acontecimientos políticos en Brasil podrían generar efectos más relevantes sobre las condiciones financieras para la región.

En lo interno, la inflación y la actividad han evolucionado acorde con lo previsto, y sus perspectivas no muestran cambios relevantes. Lo mismo ha ocurrido con el mercado laboral. Sin embargo, tras varios años de bajo crecimiento, sigue siendo un riesgo que las empresas requieran hacer ajustes mayores en sus planillas, en especial si las perspectivas de recuperación de la actividad no se materializan, debilitando el crecimiento de la masa salarial, con efectos negativos en el gasto. Por el contrario, tanto un mayor impulso externo, como una mejora de expectativas, podría hacer reaccionar la inversión con más fuerza, sobre todo en un contexto donde la política monetaria se ha tornado más expansiva y las condiciones financieras locales y externas son favorables.

El Consejo ha ampliado el estímulo monetario en 100 puntos base desde enero de este año, en respuesta a las menores perspectivas de inflación de mediano plazo asociadas al menor dinamismo de la actividad, especialmente a fines del 2016 y comienzos del 2017. Así, la TPM se ubica en 2,5%, entre 150 y 200 puntos base menor a los niveles considerados neutrales. Las proyecciones del escenario base consideran que la política monetaria se mantendrá expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección, con lo que la inflación oscilará en torno a 3% durante buena parte del período y la actividad recuperará tasas de expansión superiores, en especial hacia fines del 2017 y el 2018. 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 política. Cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

GLOSARIO

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

Brecha de actividad: Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Recursos Naturales (PIB resto).

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en el World Economic Outlook (WEO, Abril 2017). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2017-2018 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,4% para dicho período.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en el World Economic Outlook (WEO, Abril 2017). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2017-2018.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino, aproximadamente, del 94% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2016.

Credit Default Swap (CDS): Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de no pago de deuda soberana o corporativa. Los premios implícitos en los costos de esta cobertura (CDS spread) se utilizan habitualmente como indicador de riesgo soberano o corporativo.

Consumo habitual: Corresponde al consumo de servicios y de bienes no durables.

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

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

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



Indicador de cambios en condiciones de oferta y demanda de crédito:

Este indicador de la Encuesta de Crédito Bancario mide la importancia relativa neta que los bancos atribuyen a los distintos determinantes de la oferta (demanda de crédito). Es neta porque para cada nivel de importancia (sin importancia, relativamente importante y muy importante) se reporta la diferencia entre los bancos que evalúan que el factor ha contribuido a estándares de crédito menos restrictivos (fortalecimiento de las solicitudes de crédito) y aquellos que consideran que el factor ha favorecido a estándares más restrictivos (debilitamiento de solicitudes de crédito). Si esta diferencia es positiva (negativa) significa que el factor contribuye, en términos netos, a estándares menos (más) restrictivos/solicitudes más fuertes (más débiles). Además, mide la importancia relativa porque el porcentaje neto obtenido en cada nivel de importancia se pondera por 0, 0,5 y 1, respectivamente.

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

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

IVUM: Índices de precios de importaciones.

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

PIB resto: Corresponde a los sectores distintos de recursos naturales. Agrupa los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

PIB RRNN: PIB de recursos naturales, incluye los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

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

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

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2016: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Países Bajos, India, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, y Tailandia.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

ABREVIACIONES

- BCP:** Bonos del BCCh en pesos
- BCU:** Bonos de BCCh reajustables en UF
- CCNN:** Cuentas Nacionales
- CdR:** Compilación de Referencia
- ECB:** Encuesta de crédito bancario
- EEE:** Encuesta de expectativas económicas
- EOF:** Encuesta de operadores financieros
- ICMO:** Índice de Costo de la Mano de Obra
- IMCE:** Indicador mensual de confianza empresarial
- IPCSAE:** Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía
- IPN:** Informe de Percepciones de Negocios
- IPEC:** Índice de Percepción Económica
- IR:** Índice de Remuneraciones
- TPM:** Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahmed S., M. Appendino y M. Ruta. 2015. Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports. IMF WP/15/252.
- Antonakakis, N., I. Chatziantoniou y G. Filis, G. (2013). Dynamic Co-movements of Stock Market Returns, Implied Volatility and Policy Uncertainty. *Economics Letters*, 120(1), 87-92.
- Avdjiev, S., w. Du, C. Koch y H.S. Shin. 2016. The Dollar, Bank Leverage and the Deviation from Covered Interest Parity. BIS Working Papers No 592.
- Banco Central de Chile. 2017. Informe de Estabilidad Financiera. Junio.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2017. Informe de Percepciones de Negocios. Mayo.
- Baker, S., N. Bloom y S.J. Davis. 2016. Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- Barclays Capital. 2017. Global Economics Weekly. Varios números.
- Barrero A. y M. Fuentes. 2017. Formalidad y Brechas de Ingreso en el Mercado Laboral Chileno. Banco Central de Chile. Mimeo.
- Barrero J. M., Bloom N. e I. Wright. 2016 . Short-and Long-run Uncertainty." 2016 Meeting Papers. No. 1576. Society for Economic Dynamics.
- Bekaert, G., M. Hoerova y M. L. Duca. 2013. Risk, Uncertainty and Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 60(7), 771-788.
- Bloom, N. 2014. Fluctuations in Uncertainty. *The Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153-175.
- Boutchkova, M., H. Doshi, A. Durnev y A. Molchanov. 2012. Precarious Politics and Return Volatility. *Review of Financial Studies*, 25(4), 1111-1154.
- Brogaard, J. y A. Detzel. 2015. The Asset-Pricing Implications of Government Economic Policy Uncertainty. *Management Science*, 61(1), 3-18.
- Bruno, V. y H.S. Shin. 2015. Capital Flows and the Risk-taking Channel of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119-132.
- Consensus Forecasts. 2017. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2017. Copper Market Outlook. Mayo.
- Deutsche Bank. 2017. Macro Forecast Weekly. Varios números.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2017. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Fondo Monetario Internacional. 2017. World Economic Outlook. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2016. World Economic Outlook. Octubre.
- Food and Agriculture Organization. 2017. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- Fornero J., M. Fuentes y A. Gatty. 2017. ¿Cómo Reaccionan las Exportaciones Industriales al TCR y a la Demanda Externa?. Banco Central de Chile. Mimeo.

- International Energy Agency. 2017. Oil Market Report. Varios números.
- Institute of International Finance. 2017. EM Portfolio Flows Tracker. Varios números.
- JP Morgan Chase. 2017. Global Data Watch. Varios números.
- Liu, Z. F. y R. Faff. 2017. Hitting SKEW for SIX. Economic Modelling. Forthcoming.
- Lutz, C. 2014. Unconventional Monetary Policy and Uncertainty. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2505943
- Mincer J. 1974. Schooling, Experience, and Earnings. National Bureau of Economic Research.
- Park, Y. H. 2015. Volatility-of-volatility and Tail Risk Hedging Returns. *Journal of Financial Markets*, 26, 38-63.
- Pastor, L. y P. Veronesi. 2012. Uncertainty About Government Policy and Stock Prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Pástor, L. y P. Veronesi. 2013. Political Uncertainty and Risk Premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520-545.
- Sertic, M. B., V. Vuckovic y B. Skrabic. 2015. Determinants of Manufacturing Industry Exports in European Union Member States: a Panel Data Analysis. *Economic Research* 28(1): 384-397, Mayo 2015.
- Whaley, R. E. 2009. Understanding the VIX. *The Journal of Portfolio Management*, 35(3), 98-105.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

JUNIO 2017

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2017