

RECUADRO V.1

CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

A diferencia de lo previsto en septiembre del 2018, la inflación se ha mantenido en niveles bajos y su convergencia a 3% se dará solo durante el año 2021. La mayor diferencia ha provenido de una economía que no ha podido alcanzar una capacidad de crecimiento que logre el cierre de la brecha de actividad, la que se mantiene abierta desde mediados del año pasado. En este contexto, la política monetaria ha cambiado su orientación de forma relevante en el último año. Así, el Consejo pasó de anunciar que llevaría adelante un proceso de retiro del estímulo monetario durante el 2019 y 2020, a rebajar la TPM en 100 puntos base (pb) en los últimos tres meses. Además, en su reunión de septiembre, el Consejo indicó que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.

Durante el último año, se fueron reduciendo paulatinamente las proyecciones de crecimiento para el 2019. En septiembre del año pasado, se esperaba que este año el PIB aumentara entre 3,25 y 4,25%, rango que en este IPoM se ha ajustado a uno entre 2,25 y 2,75% (tabla V.1). Detrás de esta reducción hay varios factores. Por un lado, eventos puntuales en distintos sectores, principalmente ligados a factores de oferta, como una menor producción minera y agrícola, incluidas algunas huelgas en el primero de estos rubros. Estos factores fueron especialmente relevantes en el primer semestre. Por otro lado, todos los componentes de la demanda han sorprendido negativamente en el curso del año, con lo que su proyección de crecimiento también se ha ajustado a la baja. En el primer trimestre, por ejemplo, destacó la fuerte reducción del crecimiento de las importaciones de maquinaria y equipos, mientras que en el segundo trimestre se observó una menor expansión en todas las líneas del consumo privado. En ambos trimestres, las exportaciones se contrajeron en forma importante. Esta evolución del gasto coincidió con un deterioro de las expectativas de empresas y hogares, un menor dinamismo del mercado laboral y un escenario externo que se debilitaba, aunque no con el nivel de incertidumbre que muestra actualmente.

El aumento de la incertidumbre externa y sus impactos en el escenario global e interno, cobra especial relevancia al momento

de evaluar cómo será el comportamiento del gasto en el segundo semestre del 2019 y durante el 2020 y 2021. De hecho, este elemento, es uno de los principales fundamentos detrás de la corrección que se realiza entre el crecimiento esperado para este y el próximo año entre el IPoM de junio y el actual. En particular, el escenario base de este IPoM considera que el crecimiento de los socios comerciales chilenos será bastante menor que lo previsto, y que los términos de intercambio no tendrán el aumento previamente proyectado (tabla V.2).

TABLA V.1
Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2019

	Sep. 18	Dic. 18	Mar. 19	Jun. 19	Sep. 19
	(variación anual, porcentaje)				
PIB	3,25-4,25	3,25-4,25	3,0-4,0	2,75-3,5	2,25-2,75
Demanda interna	3,7	3,8	3,7	2,9	2,4
Demanda interna (s/var. existencias)	3,7	3,9	3,9	3,4	3,0
- Consumo total	3,4	3,3	3,3	3,1	2,7
- Formación bruta de capital fijo	4,5	6,0	6,2	4,5	4,0
	(porcentaje del PIB)				
Cuenta corriente	-2,6	-2,7	-2,9	-2,9	-3,3

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.2
Escenario internacional 2019

	Sep. 18	Dic. 18	Mar. 19	Jun. 19	Sep. 19
	(variación anual, porcentaje)				
PIB socios comerciales (*)	3,5	3,5	3,3	3,2	3,1
PIB mundial PPC (*)	3,6	3,5	3,3	3,2	3,1
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	285	285	290	280	270
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	64	55	58	60	56
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	73	64	66	68	63

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

Fuente: Banco Central de Chile.

En todo caso, el cambio en la evaluación del estado de la brecha no solo responde a la evolución del PIB efectivo. En junio, el Consejo actualizó la estimación de los parámetros estructurales que se utilizan para la evaluación del estado de la economía, sus perspectivas y la calibración de la política monetaria. En lo principal, esto permitió cuantificar el efecto del fuerte flujo inmigratorio de los últimos años sobre el crecimiento tendencial



y potencial, incrementándose ambos y, por consiguiente, dando como resultado una brecha de actividad mayor a la estimada previamente.

De hecho, los mencionados cambios en la evolución del crecimiento y la reevaluación de los parámetros estructurales habían sido coherentes con la dinámica que la inflación había mostrado durante los últimos dos años. En efecto, el crecimiento del PIB en el 2018 terminó por sobre lo previsto, mientras que la inflación a diciembre del 2018 fue bastante menor, sugiriendo que había factores de oferta que habían afectado la evolución de la inflación. Estos factores se mencionaron en el IPoM de Marzo^{1/}, en particular la presencia de una mayor competencia en varios mercados y el efecto que había tenido la inmigración en la fuerza laboral. A su vez, la menor inflación se explicaba porque el traspaso de la depreciación del peso acumulada durante el 2018, fue menor a lo estimado. Esto, porque el movimiento de la paridad respondió a un fenómeno global de apreciación del dólar y no a una depreciación unilateral del peso chileno.

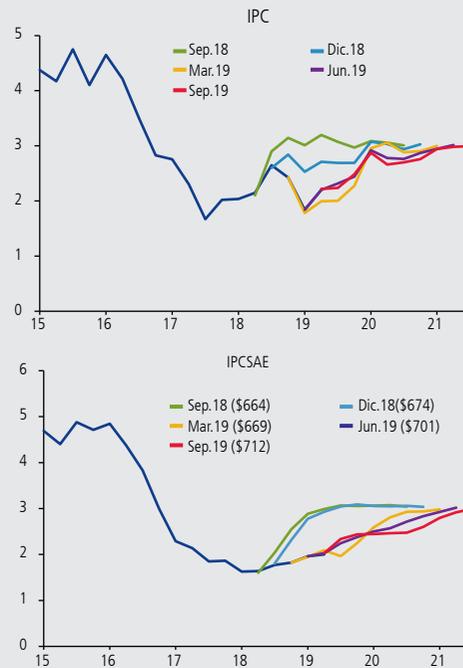
Es así como, si en septiembre del 2018 el escenario base consideraba que la inflación anual del IPC se mantendría fluctuando en torno a 3% a lo largo del horizonte de política, hoy se estima que alcanzará ese valor solo en la última parte de dicho horizonte, es decir a fines del 2021. Algo similar ocurre con el IPCSAE (gráfico V.15).

En este contexto, tras subir la TPM en 25 pb en octubre del 2018 y enero del 2019, en marzo el Consejo anunció que el ritmo de retiro del estímulo monetario sería revisado ante la evidencia de una convergencia inflacionaria más lenta. En junio, una vez actualizados los parámetros estructurales, se recalibró el impulso monetario, reduciendo la TPM en 50pb. En julio, cuando el bajo nivel de la inflación y el desempeño de la demanda interna ponía en riesgo la oportuna convergencia de la inflación, el Consejo anunció que, de persistir estas tendencias, sería necesario ampliar aún más el estímulo monetario. Ello se concretó en septiembre, con una rebaja de la TPM en 50pb, ubicándola en 2%. Además, el Consejo indicó que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.

^{1/} A partir de enero, además, el INE actualizó la canasta y la metodología de medición del IPC, lo que implicó una reducción en la variación anual del índice respecto de lo estimado hasta diciembre (Recuadro IV.1, IPoM marzo 2019). Así, mientras con el indicador en base 2013=100 el IPC acumuló una variación de 2,1% entre febrero y diciembre (once meses) del 2018, con la nueva canasta y metodología —2018=100— sumó 1,7%. En el caso del IPCSAE las cifras correspondientes fueron de 2 y 1,5%, respectivamente.

GRÁFICO V.15

IPoM: Escenario base para la inflación (1) (2) (3)
(variación anual, porcentaje)



(1) En el gráfico del IPCSAE, los números entre paréntesis corresponden al promedio del tipo de cambio nominal (pesos por dólar) en los diez hábiles al cierre estadístico de cada IPoM.

(2) Para el 2018, se grafica la variación anual del IPCSAE que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019.

(3) IPoM Septiembre y Diciembre 2018 utilizan canasta base 2013=100.

Fuente: Banco Central de Chile.