

## RECUADRO V.2 CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

A lo largo del último año, la política monetaria se ha mantenido expansiva, con una TPM que se ubica en 2,5% desde mayo del 2017. El buen desempeño mostrado por la economía chilena durante los últimos trimestres ha llevado al Consejo a reevaluar su visión respecto de su fortaleza. En particular, el Consejo considera que la probabilidad de una recuperación persistente, coherente con el cierre de holguras, es alta. Consecuentemente, considera necesario que la política monetaria se vaya tornando gradualmente menos expansiva. En la revisión anterior incidieron de manera importante una reevaluación del estado de las holguras en el mercado laboral y una reestimación al alza del crecimiento potencial. Con esto, para este año se proyecta un crecimiento entre 4 y 4,5% y una inflación que convergerá a 3% antes que lo previsto en junio (gráfico V.16).

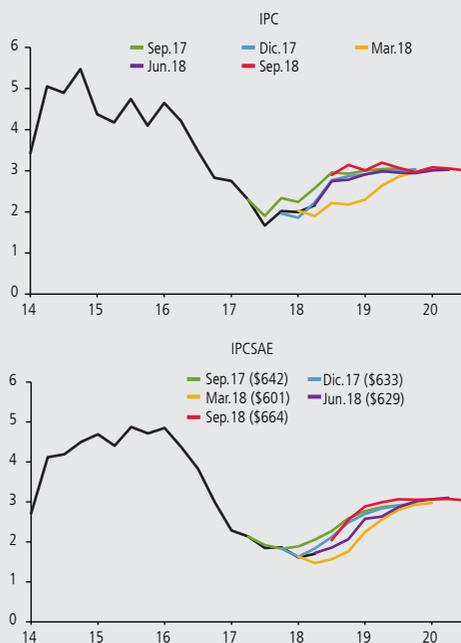
Adicionalmente, se debe agregar que los mejores datos de actividad, en conjunto con algunos *shocks* positivos sobre la inflación, han disminuido sustancialmente los riesgos para la convergencia de la inflación identificados en el pasado y que fueron la razón para una particular cautela en la normalización monetaria.

Entre el cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2017 y el del 2018, la inflación total pasó desde valores algo por debajo de 2% a cifras más próximas a 3%. Casi la totalidad del cambio se generó en una mayor variación anual de los precios más volátiles —los excluidos del IPCSAE. Esto fue determinado por dos grandes fuerzas. Por un lado, el mayor precio de los combustibles, dado lo que ocurrió con su valor en los mercados internacionales y por la depreciación del peso. Por otro lado, por la desaparición de las bajas bases de comparación que provocó el inusual comportamiento de los precios de algunas frutas y verduras frescas en el 2017. Así, la variación anual de los precios de la energía —aprox. 8,7% del IPC— pasó de 1,1% en julio del 2017 a 8,4% en julio del 2018, mientras que la de los precios de las frutas y verduras frescas —aprox. 3,6% del IPC— lo hizo desde -7,7 a 8,9% en el mismo lapso.

Por su parte, la inflación subyacente —IPCSAE— se mantuvo durante todo el último año por debajo de 2%, con una proyección que en los escenarios base de cada IPoM señalaba que su convergencia a 3% sería lenta y más bien hacia el final del horizonte de política monetaria de dos años. La posibilidad que algún nuevo *shock*, por ejemplo una apreciación cambiaria o un crecimiento más débil de la economía, retrasara aún más su convergencia y la de la inflación total, era el principal riesgo que mantenía como una opción válida un aumento del impulso monetario. De cualquier modo, ese aumento era de carácter acotado.

La visión sobre los riesgos sobre la inflación fue cambiando en la medida que los datos de los últimos meses han consolidado un mayor crecimiento de la economía, provocando un cierre más acelerado de la brecha. En particular para el 2018, el rango de crecimiento proyectado en los escenarios base de cada IPoM fue corrigiéndose al alza. Si en septiembre del 2017 se proyectaba

**GRAFICO V.16**  
Evolución de la inflación proyectada (\*)  
(variación anual, porcentaje)



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



que este año la economía crecería entre 2,5 y 3,5%, el escenario base de este IPoM considera que lo hará entre 4 y 4,5%. Por componentes del gasto, el mayor cambio en la proyección se ha verificado en la formación bruta de capital fijo. Hace un año, se preveía un crecimiento de 3,2% para este año, el mismo que ahora se estima en 5%. Detrás de esta corrección ha sido relevante un mayor dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos, y una recuperación algo más pronta de la inversión en construcción y obras. El consumo ha tenido una revisión menos marcada, pero de incidencia importante, pasando de una estimación de aumento de 2,8% a una de 3,8%. El fuerte dinamismo del consumo durable ha sido determinante en este cambio (tabla V.3).

**TABLA V.3**  
Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2018

	Sep. 17	Dic. 17	Mar. 18	Jun. 18	Sep. 18
	(variación anual, porcentaje)				
PIB	2,5-3,5	2,5-3,5	3,0-4,0	3,25-4,0	4,0-4,5
Balace de riesgo actividad	equilibrado	equilibrado	sesgado al alza	sesgado al alza	equilibrado
Demanda interna	3,9	3,7	4,0	4,1	4,6
Demanda interna (s/var. existencias)	2,9	3,0	3,5	3,7	4,1
- Consumo total	2,8	3,0	3,5	3,6	3,8
- Formación bruta de capital fijo	3,2	3,1	3,6	4,5	5,0
Cuenta corriente	-1,8	-1,2	-1,4	-2,1	-2,2
	(porcentaje del PIB)				

Fuente: Banco Central de Chile.

Otro elemento que se ha observado ha sido una depreciación nominal del peso. A partir de comienzos de año, se comenzó a observar una normalización más rápida de las condiciones financieras internacionales, mayormente motivada porque persiste la divergencia de las políticas monetarias en el mundo desarrollado, por la diferente evaluación de las holguras de capacidad y las presiones inflacionarias que cada una enfrenta. En este ambiente, a lo largo del 2018 se ha ido incubando una mayor percepción de riesgo para las economías emergentes —con algunos períodos de alta volatilidad—, que ha afectado con más fuerza a las economías cuyos fundamentos aparecen más débiles. Se ha sumado la escalada en el conflicto comercial que mantiene EE.UU. con China, que en un contexto de crecimiento menor en esta última, también ha afectado el precio de las materias primas, en particular el cobre. En lo inmediato, el principal efecto de estos eventos ha sido una reversión más rápida de los términos de intercambio. El crecimiento de los socios comerciales chilenos ha tenido revisiones acotadas (tabla V.4).

**TABLA V.4**  
Escenario internacional para el 2018

	Sep. 17	Dic. 17	Mar. 18	Jun. 18	Sep. 18
	(variación anual, porcentaje)				
PIB socios comerciales (*)	3,5	3,6	3,8	3,8	3,6
PIB mundial PPC (*)	3,6	3,7	3,9	3,9	3,8
Términos de intercambio	0,0	1,7	2,5	0,4	-1,2
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	275	295	305	310	295
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	49	56	61	66	66
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	52	61	64	73	72

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Chile, con un régimen de flotación cambiaria, ha absorbido estos *shocks* con movimientos de la paridad y escasos cambios en las tasas de interés e indicadores de riesgo. Así, entre fines del 2017 y el cierre estadístico de este IPoM, el peso se ha depreciado del orden de 10% en términos nominales. La mayor fortaleza relativa de Chile ha hecho que la depreciación real del peso haya sido mucho menor.

La depreciación nominal del peso tiene efectos en la proyección de inflación de corto plazo. Por un lado, la afecta directamente a través de los canales habituales de los precios de los combustibles y algunos bienes transables incluidos en el IPCSAE. Por otro, la mayor inflación de corto plazo, vía los mecanismos de indexación habituales, va traspasándose al resto de la inflación, en particular la de servicios.

Así, en la medida que la evolución del escenario macroeconómico fue disminuyendo los riesgos para la convergencia de la inflación, el Consejo dejó de considerar como opción una ampliación del estímulo monetario. Para el IPoM de junio del 2018, este era un escenario que ya había perdido bastante terreno y para la Reunión de Política Monetaria de julio las opciones de política monetaria ya no contemplaban una baja de la TPM. En el escenario base de este IPoM, se considera como supuesto de trabajo que la TPM comenzará a aumentar en los próximos meses.