INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2018

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Marzo 2018

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 26

IV. PRECIOS Y COSTOS 33

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN 39

GLOSARIO Y ABREVIACIONES 45

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 47

RECUADROS

Posible impacto de las recientes medidas fiscales en EE.UU. 17
Efectos en los mercados financieros locales de la normalización de la política monetaria en EE.UU. 23
Productividad minera en Chile 30
Traspaso del tipo de cambio a precios 37
Proyecciones del escenario base del IPoM 44

*/ El cierre estadístico del IPoM fue el 15 de marzo de 2018. Además, el IPoM incluye la publicación de las Cuentas Nacionales del 19 de marzo y la Reunión de Política Monetaria efectuada el 20 de marzo.

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 presentan 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 20 de marzo de 2018 para publicarse el 21 de marzo de 2018.

El Consejo

RESUMEN

El crecimiento de la actividad ha aumentado en los últimos meses, en particular en los sectores no mineros, que retomaron dinamismo en la segunda mitad del 2017, después de un lento inicio de año. El impulso externo se ha consolidado en niveles por sobre lo previsto, con condiciones financieras favorables, un crecimiento mundial que será superior al de años previos y precios de materias primas que se han sostenido en niveles por sobre los de un año atrás. La inflación se ha comportado en línea con lo previsto, manteniéndose en torno a 2%. No obstante, la convergencia de la inflación a 3% será más lenta que lo considerado en diciembre, dada la apreciación adicional del peso de los últimos meses. Hacia el 2019 y el 2020, la inflación se acelerará, en buena parte porque la economía irá cerrando su brecha de actividad de manera sostenida. Esto, considerando que en promedio, la economía crecerá por sobre su potencial en el período 2018-2020. El Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,5% durante los últimos meses y, en el escenario base, estima que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.

Durante los últimos meses, la inflación anual del IPC y del IPCSAE ha fluctuado en torno a 2%, sin mostrar mayores diferencias respecto de lo previsto en diciembre pasado. Como ha sido la tónica en los últimos trimestres, la dinámica inflacionaria ha estado dominada por la apreciación del peso. La inflación anual de bienes del IPCSAE se ubica en cifras levemente negativas, mientras la del componente de servicios ha bajado gradualmente a lo largo del último año y se sitúa en torno a 3%.

En el escenario base, la convergencia de la inflación a 3% anual se producirá a medida que la brecha de actividad continúe cerrándose y que el tipo de cambio real vuelva hacia su niveles de largo plazo. Sin embargo, este proceso será algo más lento que lo previsto en diciembre, mayormente por el efecto de la mencionada apreciación del peso sobre los bienes transables. Así, en los meses venideros se proyecta que la inflación anual descenderá temporalmente, con una variación anual del IPCSAE que se ubicará en torno a 1,5% hacia mediados del 2018. Posteriormente, la inflación subirá gradualmente, retornando a 3% hacia fines del próximo año y manteniéndose en torno a ese valor durante todo el 2020. La recuperación de la inflación hacia niveles de 3% es coherente con una economía que crecerá, en promedio, por sobre su potencial durante el período 2018-2020, cerrando así la brecha de actividad. Además, como supuesto de trabajo se considera que el tipo de cambio real convergerá hacia sus valores de largo plazo durante el mismo período.

INFLACIÓN

	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	2,2	2,1	2,7	3,0
Inflación IPC diciembre	2,3	2,3	3,0	3,0
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	2,0	1,6	2,6	3,0
Inflación IPCSAE diciembre	1,9	2,1	3,0	3,0
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				3,0

(f) Proyección.
(*) Corresponde a la inflación proyectada para el primer trimestre del 2020.

Fuente: Banco Central de Chile.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	1,5	3,0-4,0	3,25-4,25	3,0-4,0
Ingreso nacional	2,8	3,7	3,8	3,6
Demanda interna	3,1	4,0	3,8	3,6
Demanda final (*)	1,9	3,5	3,7	3,7
Formación bruta de capital fijo	-1,1	3,6	4,4	4,0
Consumo total	2,7	3,5	3,5	3,6
Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	5,0	3,5	2,6
Importaciones de bienes y servicios	4,7	7,1	3,7	2,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-1,4	-1,7	-1,8
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	20,5	20,9	21,1	21,2
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	22,1	22,3	22,8	23,0
FBCF (% del PIB nominal)	21,6	21,3	21,6	21,9
FBCF (% del PIB real)	21,6	21,6	21,7	21,8
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-4.192	-4.300	-5.500	-6.000
Balanza comercial	7.954	10.400	7.800	5.900
Exportaciones	69.262	79.300	80.700	81.900
Importaciones	-61.308	-68.900	-72.900	-76.000
Servicios	-3.059	-3.000	-3.500	-3.200
Renta	-10.881	-14.000	-12.200	-11.100
Transferencias corrientes	1.793	2.300	2.400	2.400

(f) Proyección.
(*) Corresponde a la demanda interna sin variación de existencias.
Fuente: Banco Central de Chile.

El cierre de las Cuentas Nacionales anuales dio como resultado un crecimiento promedio de 1,5% en el 2017, en línea con lo previsto en el IPoM anterior. Sin embargo, también mostró que mientras el desempeño del primer semestre fue peor al estimado con anterioridad, el del segundo semestre superó lo previsto, en particular en la actividad no minera. Por el lado de la demanda interna final, los datos mostraron diferencias menores, destacando que la inversión mostró una recuperación en la última parte del 2017, incluyendo construcción y obras.

El mejor escenario externo, la recuperación de las expectativas, las favorables condiciones financieras y los datos de fines del 2017 inciden en la revisión al alza del rango de proyección de crecimiento para el 2018. Así, en el escenario base se proyecta que el PIB total crecerá entre 3,0 y 4,0% este año, que se compara con el rango de entre 2,5 y 3,5% proyectado en diciembre. Los registros de la primera parte del año estarán influidos de modo relevante por la baja base de comparación que dejó la paralización en Escondida del 2017 y el menor número de días trabajados. Estos efectos se irán diluyendo durante el año, moderando las tasas de crecimiento.

El Consejo estima que en el 2019 el PIB crecerá en un rango entre 3,25 y 4,25%, y en el 2020 lo hará entre 3,0 y 4,0%. Con ello, crecerá por sobre el potencial por varios trimestres, cerrando la brecha de actividad hacia comienzos del 2020. El Consejo sigue estimando que el crecimiento potencial actual se ubica entre 2,5 y 3%, mientras el tendencial está entre 3 y 3,5%. La gradual recuperación de mayores tasas de expansión del PIB se apoya en un escenario externo favorable, una política monetaria claramente expansiva, el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional y la ausencia de desbalances macroeconómicos importantes. Como supuesto de trabajo, se considera que en el 2018 la economía recibirá un impulso fiscal acorde con lo contemplado para el presupuesto vigente. Desde ahí en adelante, se supone que el gasto fiscal seguirá la senda de consolidación fiscal expresada en el último Informe de las Finanzas Públicas.

Por el lado de la demanda interna, estas proyecciones contemplan que el consumo retomará gradualmente mayores tasas de expansión anual, coherentes con el aumento del crecimiento del ingreso nacional. Por el lado de la inversión, tras varios años de contracción en la formación bruta de capital fijo, se prevé que esta sostenga expansiones superiores a las del PIB durante el próximo trienio. El mayor impulso externo contribuirá al crecimiento de las exportaciones. La cuenta corriente tendrá déficits entre 1,5 y 2% del PIB en estos años, valores algo superiores a los del 2017, coherente con la mayor inversión prevista en el nuevo escenario base. Estas proyecciones son coherentes con la mejora de las expectativas de consumidores y empresas, que tras varios años volvieron a valores optimistas, y con perspectivas de crecimiento de agentes privados que se han elevado tanto para el 2018 como para el 2019.

El escenario externo ha continuado mejorando a lo largo de los últimos trimestres. Por un lado, los datos de crecimiento y sus proyecciones muestran que se han ido consolidando las buenas noticias para la actividad en el mundo desarrollado. Así, al desempeño que mostraba EE.UU. desde hace ya un tiempo, se han ido sumando mejores cifras en la Eurozona y Japón. En el mundo emergente, China tuvo mejores resultados que los previstos en el 2017, pudiendo, hasta

ahora, manejar de buena manera la transición de su estructura económica y las debilidades de su sector financiero. América Latina, que se veía más retrasada en el proceso de recuperación, muestra también mejores indicadores en el margen y se siguen esperando crecimientos mayores para este año. Sumados estos antecedentes, los socios comerciales chilenos crecerán este año en torno a 3,8%, superando el promedio de los últimos cinco años.

En las economías desarrolladas, el mejor desempeño económico ha llevado a sus bancos centrales a reducir, en distintos grados, la expansividad de sus políticas monetarias. Pese a los riesgos asociados, esto ha ocurrido sin mayores tensiones en los mercados financieros globales. De hecho, en EE.UU., las expectativas de mercado que se recogen de los precios financieros han ido aproximándose paulatinamente a la trayectoria anunciada por la Reserva Federal —que mostraba una salida más rápida— e indican que este año la tasa de referencia subirá al menos tres veces. Las tasas de interés de largo plazo han tenido alzas relevantes en EE.UU. y la Eurozona sin generar mayores inconvenientes.

La evolución de los términos de intercambio también ha mejorado a lo largo de los últimos trimestres. En particular, el precio del cobre, pese a sus vaivenes, se ha sostenido en cifras por sobre US$3 la libra por varios meses y en el escenario base se espera que tenga un descenso gradual hacia niveles en torno a su precio de largo plazo, que se sigue estimando en US$2,7 la libra. Así, promediará US$3,05 el 2018 y US$2,95 el 2019, ambos valores por sobre los considerados en diciembre. Las proyecciones para el precio del petróleo también aumentan, a US$63 y 59 el 2018 y el 2019, respectivamente.

Respecto de la política monetaria, en el escenario base, el Consejo estima que hacia el 2020 la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral, que sigue estimando entre 4 y 4,5%. Como supuesto de trabajo, se considera que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%. Para la TPM, esta trayectoria es similar a la que se deduce de las encuestas disponibles al cierre estadístico de este IPoM.

Como es habitual, hay elementos internos y externos que podrían modificar estas proyecciones. Desde el punto de vista de su incidencia en la actividad local, el balance de riesgos del escenario externo se encuentra sesgado a la baja. En la medida que se ha ido materializando un escenario más positivo para la actividad mundial, han aumentado los riesgos de una trayectoria de alza de tasas de la Fed más empinada. Un alza más rápida de la inflación podría obligar a un retiro más acelerado de los estímulos monetarios. Esto podría darse en un escenario en que la demanda sea más dinámica de lo previsto, por ejemplo, derivado de la implementación del paquete de estímulo fiscal. El deterioro de las condiciones financieras globales que esto causaría podría tener consecuencias especialmente relevantes para aquellas economías emergentes cuya posición fiscal o financiera es menos sólida o sostienen elevados niveles de endeudamiento. Preocupa la situación de China, pues aún resta por resolver varios desequilibrios en sus mercados. Traspiés en este proceso podrían tener efectos relevantes en los precios de los activos financieros mundiales y de las materias primas.

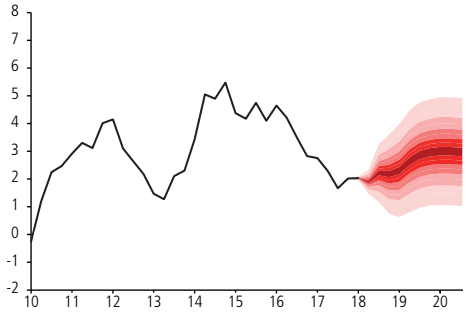
SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00-07	Prom. 10-16	2017	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	1,1	9,0	2,5	-2,8	-1,7
PIB socios comerciales (*)	3,7	3,9	3,6	3,8	3,6	3,4
PIB mundial PPC (*)	4,5	3,8	3,8	3,9	3,8	3,6
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,1	3,2	3,3	3,1	2,9
PIB desarrolladas PPC (*)	2,4	1,7	2,2	2,3	2,0	1,7
PIB emergentes PPC (*)	6,5	5,2	5,0	5,2	5,0	4,8
Precios externos (en US$)	4,6	0,4	3,7	5,4	1,9	1,8
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	154	316	280	305	295	285
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	44	79	51	61	56	54
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	42	87	54	64	61	58
Precio paridad de la gasolina (US$/m3) (*)	366	657	466	517	488	471
Libor US$ (nominal, 90 días)	3,6	0,4	1,3	2,1	3,0	3,6

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

Fuente: Banco Central de Chile.

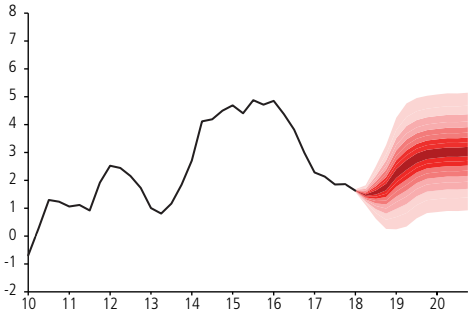
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) 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 se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo estima que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.

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 se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo estima que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por otro lado, el gobierno de EE.UU. ha realizado anuncios proteccionistas que podrían dar paso a una escalada de reacciones por parte de otros países, afectando el comercio mundial. Más allá de las consecuencias de corto plazo, este tipo de medidas afectaría negativamente el crecimiento tendencial de la economía mundial y de la chilena.

En lo interno, el Consejo estima que los riesgos para la actividad están sesgados al alza. Las perspectivas para el 2018 muestran un crecimiento de la inversión similar al del PIB. Sin embargo, es posible que esta tenga un dinamismo mayor, teniendo en cuenta el favorable escenario externo, la expansividad de la política monetaria, la mejora de las confianzas y los datos de los últimos meses. Este riesgo se matiza en parte porque sigue preocupando el estancamiento que muestra la creación de empleo asalariado privado y el menor dinamismo de los salarios nominales. En todo caso, distintas encuestas muestran que las expectativas sobre el empleo han mejorado durante los últimos meses, en línea con las mejores perspectivas para el crecimiento.

Respecto de la inflación, el Consejo estima que los riesgos están balanceados. Las amenazas para su convergencia a 3% se han atenuado, principalmente por las implicancias que el mejor panorama de actividad tiene sobre el proceso de cierre de las holguras de capacidad. No obstante, la evolución del tipo de cambio hará que en los próximos meses la inflación sea menor a lo previsto en diciembre, situación que el Consejo seguirá monitoreando con especial cuidado, dado sus potenciales implicancias negativas sobre la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. De esta manera, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: IPoM DE DICIEMBRE

En el IPoM de diciembre, el principal cambio en el escenario base era la inflación, cuyos registros desde septiembre habían sorprendido a la baja, mayormente por el comportamiento de las frutas y verduras frescas. Hacia adelante, se esperaba que la convergencia inflacionaria se diera de una manera más lenta que lo previsto antes por la apreciación del peso en los últimos meses. Con ello, la inflación se ubicaría en torno a 2% durante la primera mitad del 2018 y volvería a 3% durante la primera mitad del 2019. La medida subyacente (IPCSAE) se ubicaría por debajo de la inflación para converger a 3% en la segunda mitad del 2019. La actividad económica local había ido acorde con lo previsto y las proyecciones no tenían mayores cambios. Así, la actividad crecería 1,4% en el 2017 y entre 2,5 y 3,5% en el 2018. Con ello, la brecha de actividad se iría cerrando gradualmente desde mediados del 2018, contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de proyección. Este mayor crecimiento en el 2018 respecto del 2017 seguía apoyado en un escenario externo favorable, el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional, la ausencia de desbalances macroeconómicos relevantes y una política monetaria claramente expansiva.

En el ámbito externo se había materializado la mejora de la actividad en los principales socios comerciales en medio de condiciones financieras que habían permanecido favorables. El principal cambio en el escenario base eran los mayores precios de las materias primas. El precio del cobre se había mantenido por sobre US$3 la libra, aunque seguía presente una alta posición de contratos especulativos, por lo que el escenario base consideró que el valor del metal rojo se reduciría hasta precios promedio de US$2,95 y 2,75 la libra para el 2018 y el 2019, respectivamente. El precio del petróleo y sus perspectivas también habían subido, pero no compensaban el efecto del cobre, por lo que los términos de intercambio mejoraban respecto de septiembre.

En cuanto a la inflación, el escenario base consideraba que los precios de las frutas y verduras frescas volverían a mostrar un comportamiento más acorde con sus patrones históricos, mientras los precios de la energía reflejarían el aumento de los precios externos de los combustibles. Además, como supuesto de trabajo, el TCR tendría una leve depreciación que lo haría converger a su nivel de equilibrio de largo plazo dentro del horizonte de proyección. Todo ello, junto con el escenario de cierre de brecha de actividad contribuiría a que la inflación volviera a 3% en la segunda mitad del 2019, aunque en el corto plazo la inflación permanecería en torno a 2%. Ante ello, el Consejo consideró necesario señalar que los desvíos a la baja de la inflación en el corto plazo debían ser monitoreadas con especial cuidado. Esto, porque en un contexto de la actividad débil, de inflación reducida y donde algunas medidas de expectativas de inflación a mediano plazo habían permanecido algo por debajo de 3%, la convergencia de la inflación podría verse afectada, en cuyo caso se requeriría profundizar la expansividad de la política monetaria. En el escenario base, como supuesto de trabajo, se consideraba que la TPM se mantendría sin cambios y que aumentaría hacia su nivel neutral solo una vez que la economía empezara a cerrar la brecha de actividad.

Los principales riesgos externos seguían ligados a la forma y el ritmo del retiro de los estímulos monetarios en el mundo desarrollado. Si bien este proceso se había realizado con gran cautela y calma en los mercados financieros, seguía presente la discrepancia entre las trayectorias previstas por el mercado y por la Reserva Federal, lo que era una fuente de tensión relevante. Además, los precios de los activos habían alcanzado niveles elevados en perspectiva histórica, lo que podría revertirse abruptamente si las condiciones financieras globales se estrechaban más que lo previsto. También preocupaba la baja inflación en el mundo desarrollado, en medio de que la actividad había sido mayor y los precios de la energía habían subido. Persistía la incertidumbre en materia fiscal y de política comercial en EE.UU. y en el ámbito político en Europa. Además, seguía latente el riesgo sobre China. En todo caso, tampoco se podía descartar que, dada la buena evolución del escenario mundial durante el 2017, aumentara el crecimiento, impulsando más al comercio y la inversión a nivel global. El precio del cobre podría ser inferior al previsto —por factores financieros— o mantenerse alto por más tiempo, tanto por factores de oferta como de demanda en el mercado.

Respecto del PIB chileno, persistía la falta de sincronía entre distintos componentes del gasto, y en particular el proceso rezagado de la inversión. Un dinamismo de corto plazo menor que el esperado podría atentar contra la robustez y sostenibilidad de la recuperación económica en el mediano plazo, en un contexto donde los índices de confianza habían subido más por una visión futura mejor que por la situación actual. Además, existían segmentos de mayor vulnerabilidad en el crédito bancario. Por otro lado, el costo de financiamiento seguía bajo en perspectiva histórica, lo que junto al mejor escenario mundial podrían acelerar la recuperación de la inversión. En este contexto, el Consejo consideraba que el balance de riesgos para la actividad y la inflación estaban equilibrados.

REUNIONES DE DICIEMBRE Y ENERO

Para la Reunión de diciembre, las cifras de actividad e inflación conocidas después de la publicación del IPoM tendían a confirmar el escenario base. La principal novedad era el aumento de las tasas de interés reales, especialmente a plazos más largos. Esta evolución ya había sido un elemento de preocupación en reuniones pasadas, en parte porque se había asociado a la materialización de un escenario de riesgo de menores expectativas de inflación. Al respecto, era importante saber cuánto era por algo particular del mercado de bonos y cuánto reflejaba un estrechamiento de las condiciones financieras locales. El análisis interno sugería que una parte relevante se asociaba a cambios en el portafolio de las AFP. De hecho, otras tasas, como la *swap* equivalente, habían tenido movimientos más acotados, y las tasas de crédito habían caído, al igual que los spreads de bonos corporativos. Además, si bien las compensaciones inflacionarias habían disminuido, otras medidas de expectativas, como las encuestas y los bonos corregidos por premios, habían subido algo en el último mes. No obstante, no se debía soslayar que algunas medidas a dos años permanecían debajo de 3% por un tiempo prolongado. Por otro lado, también era importante notar que a medida que el mercado fuera convergiendo a un escenario de crecimiento similar al del Banco, era esperable que las tasas largas subieran. Además, se preveía un alza de las tasas largas externas.

En este contexto, la División Estudios consideró que las opciones planteadas en los meses previos seguían siendo validas. Esto era, mantener la TPM en 2,5%, o bajarla 25pb llevándola a 2,25% con un sesgo a la baja. Dejar la TPM en su nivel era coherente con el escenario base del IPoM. En contra, estaba el riesgo de que el alza de las tasas reales se trasladara al resto de las tasas, estrechando las condiciones financieras en un contexto de actividad débil. Por otro lado, el escenario base suponía que, más allá del movimiento de algunas medidas de expectativas de inflación de mediano plazo, estas seguían bien ancladas. Sin embargo, los costos asociados a un desvío a la baja de la inflación requería un monitoreo cuidadoso de las expectativas, para no alterar la convergencia inflacionaria. En tanto, la opción de ampliar el estímulo monetario descansaba principalmente en los argumentos de manejo de los riesgos, pero eran más difíciles de comunicar que un cambio del escenario base. Además, el mercado seguía esperando una recuperación económica, lo que unido a una clara señal de no iniciar una normalización de la TPM hasta que esto se diera, limitaba los efectos negativos de las menores expectativas de inflación en el proceso de formación de precios. Así, el Consejo decidió mantener la TPM en 2,5%.

Para la Reunión de enero, las noticias conocidas se enmarcaban dentro del escenario base del IPoM. En el plano local, las condiciones financieras eran favorables. A partir de la segunda quincena de diciembre, las tasas de largo plazo, la bolsa y el tipo de cambio habían tenido una reversión relevante de las tendencias que se habían visto en el momento de la Reunión anterior. Los datos de actividad del cuarto trimestre del 2017 habían resultado algo mejores que lo previsto, especialmente en los sectores asociados a la inversión. Además, el consumo seguía con un dinamismo importante en la compra de bienes durables. La inflación no había tenido grandes sorpresas y seguía en torno a 2% anual para la inflación total y subyacente. Su evolución seguía dando cuenta del impacto de la apreciación cambiaria, del bajo dinamismo de la actividad y del efecto de algunos *shocks* puntuales.

En este contexto, el Consejo consideró que las opciones de política monetaria analizadas en la Reunión anterior seguían siendo válidas. Esto era, mantener la TPM en 2,5%, o bajarla 25pb llevándola a 2,25% con un posible sesgo a la baja. Entre los argumentos para una mantención de la tasa, estaba el hecho de que el escenario base del IPoM se había fortalecido desde la Reunión previa, tanto por el avance de la economía en la trayectoria prevista como por los menores riesgos que amenazaban la convergencia inflacionaria. De hecho, si bien la inflación esperada en el corto plazo se había reducido por la apreciación del peso, las expectativas a mediano plazo no tenían mayores cambios. Esto daba cuenta de un efecto transitorio debido al ajuste en los precios relativos, situación que no ameritaba necesariamente un incremento del estímulo monetario. El escenario externo favorable contribuía además a reducir los riesgos de una recuperación más lenta de la economía interna, a lo que se agregaba el comportamiento positivo de los mercados financieros locales. Respecto de la segunda opción, esta seguía siendo válida para controlar los posibles riesgos para la convergencia inflacionaria. Si bien estos se habían moderado, no se habían despejado completamente, en especial el riesgo de tener una inflación persistentemente baja. En ese sentido, una reducción de la TPM daría bastante más seguridad y permitiría enfrentar en mejor pie eventuales escenarios de riesgo. Este apoyo adicional podría ser necesario en caso de que el consumo se viera afectado por una recuperación más lenta del mercado del trabajo y/o mayores restricciones en el crédito, o en caso que la presión del tipo de cambio se profundizara. Pero la opción basada más en los riesgos que en el escenario base era difícil de comunicar. Esto, porque las mejores perspectivas para la evolución del escenario macroeconómico y los menores riesgos para la convergencia de la inflación se habían ido incorporando en las expectativas de mercado. Además, existía la posibilidad de que esta opción fuera leída como un giro más pesimista en las perspectivas del Banco relativas al escenario base comunicado previamente, lo cual podía afectar adversamente las expectativas que recién empezaban a salir de territorio pesimista. Además, en un ambiente de mejores perspectivas para la economía mundial era probable que el mercado atribuyera un carácter demasiado transitorio a un recorte de tasa, lo que haría que la incidencia sobre el comportamiento de la economía local fuera muy acotada. Así, el Consejo mantuvo la TPM en 2,5%.

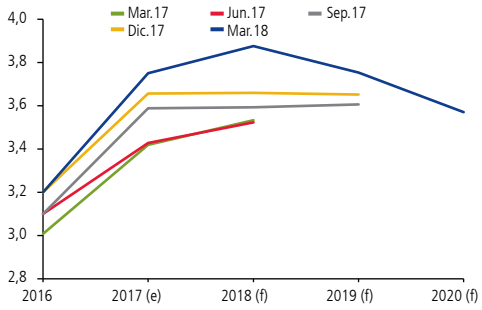
I. ESCENARIO INTERNACIONAL

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años y describe el escenario externo considerado más probable, así como los principales riesgos.

El escenario internacional ha continuado mejorando durante los últimos trimestres. El impulso externo se ha consolidado en niveles por sobre lo previsto, con condiciones financieras globales favorables, un crecimiento mundial que será superior al de años previos y precios de materias primas que se han mantenido en niveles por sobre los de un año atrás, en particular el cobre. Todo esto ha ocurrido en un contexto donde, sin mayores contratiempos, se ha ido materializando el proceso de retiro de los estímulos monetarios en las economías desarrolladas o bien adelantando la discusión sobre su inicio. No obstante, aún existen riesgos asociados a este proceso. Por una parte, cambios en las condiciones macroeconómicas podrían llevar a la Reserva Federal (Fed) a subir su tasa de interés más rápido, tensionando los mercados financieros. Por otra, si se sostienen diferencias relevantes entre algunas de estas economías podrían generarse reversiones importantes en la evolución de las divisas a nivel global. A esto se suma los resultados de la interacción entre condiciones financieras más apretadas y las debilidades que aún persisten en varias economías emergentes. También esta presente la incertidumbre respecto de los efectos que tendrá el paquete fiscal en EE.UU. y de las medidas anunciadas por sus autoridades sobre su política comercial, tanto por sus efectos sobre economías pequeñas y abiertas como la chilena, como por las eventuales reacciones de sus principales socios comerciales. La combinación de mejores datos efectivos y perspectivas futuras al alza configura un escenario base externo mejor, pero donde los principales riesgos están a la baja desde el punto de vista de su incidencia sobre la actividad local.

El crecimiento mundial culminó el 2017 con cifras que superaron lo previsto y que, sumadas a fundamentos que continúan favorables, se traducen en un panorama para este y el próximo año mejor que lo proyectado en diciembre (tabla y gráfico I.1). La actividad en las economías desarrolladas siguió adquiriendo mayor dinamismo. En varios países, al buen desempeño del consumo se agregó una mejora de la inversión y del sector externo. El PIB de la Eurozona mostró el mayor registro de la última década y continúa exhibiendo un crecimiento sincronizado entre países. En lo más reciente, destacó la recuperación de las exportaciones netas (gráfico I.2). En EE.UU. continuó destacando el desempeño del consumo, a lo que se agregó en el margen el repunte de la inversión en activo fijo, en un contexto donde el mercado laboral sigue mostrando gran fortaleza. Ello, en medio de anuncios en materia fiscal que deberían traducirse en un impulso adicional a la demanda. En Japón,

GRÁFICO I.1
Evolución de las proyecciones de crecimiento mundial en los IPoM
(variación anual, porcentaje)



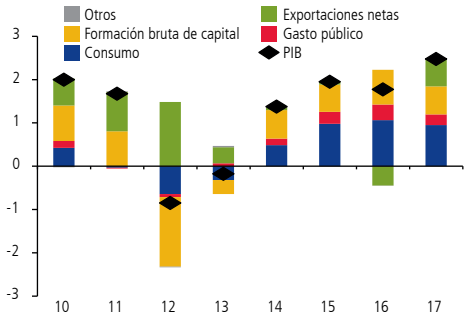
(e) Estimación.
(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA I.1
Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 00-07	Prom. 10-16	2017 (e)	2018 (f)	2019 (f)	2020 (f)
Mundo a PPC	4,5	3,8	3,8	3,9	3,8	3,6
Mundial a TC de mercado	3,3	3,1	3,2	3,3	3,1	2,9
Socios comerciales	3,7	3,9	3,6	3,8	3,6	3,4
Estados Unidos	2,7	2,1	2,3	2,7	2,3	1,9
Eurozona	2,2	1,1	2,3	2,2	1,9	1,7
Japón	1,5	1,5	1,7	1,3	0,8	0,5
China	10,5	8,1	6,9	6,6	6,3	6,2
India	7,1	7,3	6,6	7,3	7,6	7,6
Resto de Asia	5,2	4,6	4,3	4,3	4,3	4,2
América Latina (excl. Chile)	3,6	2,3	1,2	2,3	2,6	2,6
Exp. de prod. básicos	3,1	2,4	2,7	2,3	2,2	2,2

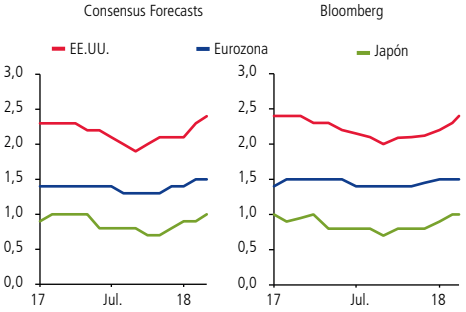
(*) Para sus definiciones, ver Glosario.
(e) Estimación.
(f) Proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

GRÁFICO I.2
Eurozona: contribución de los componentes del gasto en el crecimiento del PIB
(variación anual promedio, porcentaje)



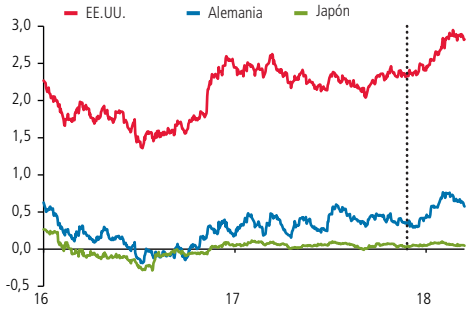
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.3
Perspectivas de inflación para el 2018
(porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Consensus Forecasts.

GRÁFICO I.4
Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo (*)
(porcentaje)



(*) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2017.

Fuente: Bloomberg.

la actividad mantuvo su dinamismo, apuntalada por la demanda externa y condiciones financieras favorables, aunque la apreciación que ha sufrido el yen pone cierta nota de cautela sobre la evolución de su sector exportador. En el Reino Unido, en cambio, la incertidumbre ligada a las negociaciones del Brexit contribuyó a la desaceleración de la actividad durante el año pasado.

La inflación total y subyacente se mantiene contenida en la mayoría de las economías desarrolladas y siguieron presentando registros por debajo de sus respectivas metas. Sin embargo, de la mano de una actividad más robusta y un mercado laboral con pocas o nulas holguras, las proyecciones del mercado para la inflación de este año se han ido corrigiendo al alza en algunos países. No obstante, la evolución de los salarios continúa débil en varias de ellas y sigue siendo un elemento a monitorear. En el caso de la Eurozona se añaden los efectos desinflacionarios de la apreciación del euro. Con esto, las perspectivas del mercado continúan adelantando que este año, en promedio anual, la inflación se ubicará algo por sobre 2% en EE.UU., en torno a 1,5% en la Eurozona y cerca de 1% en Japón (gráfico I.3).

Respecto de la política monetaria, los bancos centrales de las economías desarrolladas se han ido focalizando cada vez más en el proceso de normalización monetaria, aunque sus intensidades varían según el estado cíclico de cada economía. Destaca que esto ha ido ocurriendo sin generar mayores sobresaltos en las condiciones financieras globales. En diciembre, la Fed concretó su tercera alza de tasa (ffr) del año, en concordancia con lo previsto por el mercado. Para este año, las perspectivas de mercado se han ido alineando con la trayectoria anunciada por la Fed y contemplan que la ffr aumentará tres veces e incluso ha comenzado a tomar fuerza la opción de una cuarta alza, en línea con los avances en las proyecciones para la actividad y la inflación. El Banco Central Europeo inició en enero de este año la reducción de su ritmo de compra de activos, mientras la probabilidad implícita en los precios de los activos sugiere que la tasa de política monetaria podría comenzar a subir en la segunda mitad del 2019. Para igual año, el Banco de Japón insinuó un posible inicio del proceso de normalización monetaria, al indicar que sería lógico dejar de lado sus estímulos cualitativos y cuantitativos, ya que proyecta que la inflación alcanzará la meta en ese período. Los bancos centrales de otras economías desarrolladas también han continuado con sus procesos de normalización, como en el caso del Banco de Canadá y el Riskbank de Suecia.

En los últimos meses el dólar se depreció globalmente. No obstante, el escenario base contempla un fortalecimiento en el horizonte de proyección, apoyado por los efectos del mayor impulso fiscal y la adopción de medidas proteccionistas en EE.UU., además de un proceso de normalización monetaria que seguiría tomando ventaja en ese país respecto de otras economías desarrolladas. A su vez, en el período destacó el aumento de las tasas de interés de largo plazo (gráfico I.4). Esto, en un contexto donde los mercados bursátiles continúan, en general, con retornos positivos, los premios por riesgo permanecen reducidos y los índices de volatilidad, si bien se han incrementado, siguen cercanos a sus promedios históricos (gráfico I.5). En conjunto, estos factores configuran un escenario donde las condiciones financieras globales continúan favorables en perspectiva histórica. A comienzos de febrero se observó un episodio de mayor volatilidad y movimientos abruptos en los precios de los activos riesgosos, el

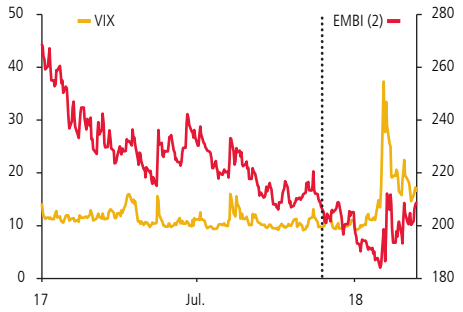
que habría estado relacionado con el cambio en la visión sobre el ritmo de normalización de la política monetaria en las economías desarrolladas. Sus efectos resultaron más bien transitorios y, hasta ahora, no se conocen cifras que señalen un efecto significativo en indicadores de la economía real. De hecho, los premios por riesgo de varias regiones han ido regresando a sus niveles previos y los flujos de capitales han seguido ingresando a economías emergentes, en particular a América Latina (gráfico I.6).

En el mundo emergente destacó el crecimiento económico de China, que culminó el 2017 por sobre lo previsto y lo registrado el 2016, fenómeno que fue particularmente beneficioso para el resto de los países asiáticos (gráfico I.7). El buen desempeño de la actividad china ha ocurrido en medio de un rebalanceo sectorial de su economía que ha favorecido al sector de servicios, en desmedro de la industria y la inversión. Hacia adelante se espera que, más allá de una disminución en el margen, el alza en la confianza de los consumidores y el mayor crecimiento del ingreso disponible continúe apoyando el consumo privado. En este contexto, su autoridad monetaria ha sido capaz de ir aumentando las tasas de interés y disminuyendo las inyecciones de liquidez, con lo que ha logrado controlar, al menos parcialmente, el crecimiento del crédito. En su reciente Congreso Anual, la autoridad estableció para este año un objetivo de crecimiento cercano a 6,5% anual, redujo la meta para el déficit presupuestario a 2,6% del PIB y, a diferencia de instancias previas, no fijó un objetivo para la inversión del año. Además, se anunciaron mayores atribuciones para su banco central y medidas enfocadas en la estabilidad financiera. De todos modos, los riesgos ligados a este y otros sectores de su economía siguen latentes. Así, si bien en el escenario base de este IPoM se revisó al alza el crecimiento de China para este y el próximo año, se continúa esperando una desaceleración gradual de su economía, coherente con la evolución contemplada para la inversión.

Con algunos matices entre países, la actividad en América Latina culminó el 2017 con un crecimiento superior al del año anterior (gráfico I.8). Este repunte se explicó en gran parte por el mayor crecimiento global, mejores términos de intercambio para varias de las economías, condiciones financieras externas que siguen favorables para la región y el mayor impulso monetario que se ha continuado agregando en algunos países. Destaca Brasil, que volvió a crecer tras dos años de recesión. En México, el PIB del cuarto trimestre mostró una recuperación luego de la desaceleración provocada por los desastres naturales. En Colombia y Perú, la actividad mostró cierta debilidad en el último trimestre del 2017, principalmente por el sector manufacturero y otros ligados al sector primario. En Argentina la actividad también ha ido repuntando, en un contexto donde reducir la inflación ha resultado más difícil que lo esperado.

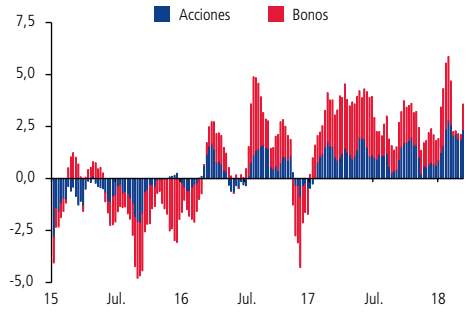
La mayoría de los precios de las materias primas presentaron alzas desde el IPoM de diciembre, principalmente en respuesta a la mejor perspectiva para el crecimiento mundial y la depreciación del dólar estadounidense. En el caso del cobre, destacó que su valor se mantuvo por arriba de lo proyectado en diciembre e incluso subió hasta algo por sobre US$3,1 la libra, aunque con alta volatilidad en el período (gráfico I.9). A las causas ya mencionadas, se suma el dinamismo del sector manufacturero y un mercado que se encuentra abastecido, aunque con riesgo de eventuales disrupciones de oferta. El escenario base de este IPoM corrige al alza el precio promedio proyectado de la libra a US$3,05 y 2,95 para

GRÁFICO I.5
VIX y EMBI (1)
(puntos base)



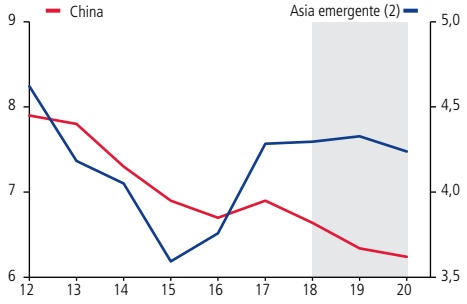
(1) Línea vertical punteada corresponde a cierre estadístico del IPoM de diciembre 2017.
(2) Excluye a Argentina y Venezuela.
Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

GRÁFICO I.6
Flujos de capitales a América Latina
(miles de millones de dólares, mes móvil)



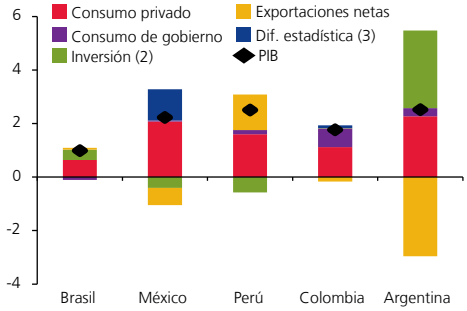
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

GRÁFICO I.7
China y Asia emergente: PIB efectivo y proyectado (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) El área gris, a partir del 2018, corresponde a la proyección.
(2) Excluye a China e India.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.8
América Latina: contribución de los componentes del gasto al crecimiento anual del PIB en 2017 (1)
(variación anual promedio, porcentaje)



(1) Para Brasil, Perú y Colombia se considera el promedio hasta el cuarto trimestre del 2017, mientras que para Argentina y México hasta el tercero.
(2) Inversión corresponde a formación bruta de capital.
(3) En México, se explica por cambio de metodología.

Fuentes: Bloomberg y Bancos Centrales de Perú y Colombia.

GRÁFICO I.9
Precio de materias primas (1)
(dólares el barril; dólares la libra)

(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2017.
(2) Promedio simple entre el precio del barril de petróleo Brent y WTI.

Fuentes: Bloomberg y Cochilco.

este y el próximo año, respectivamente. El precio del petróleo aumentó hasta cerca de US$65 y 61 el barril de Brent y WTI, en cada caso (en torno a 3,5 y 8,0% desde el último IPoM, respectivamente). El alza respondió al efecto de algunos conflictos geopolíticos y el sobrecumplimiento de las cuotas acordadas por los países de la OPEP y otros productores. Sin embargo, el aumento de la producción en EE.UU. sigue estableciendo un techo a los precios. El escenario base de este IPoM ajusta al alza la proyección para el precio promedio del barril de petróleo Brent y WTI, situándolo en torno a US$63 y 59 para este y el próximo año, respectivamente (US$59 y 56 en el IPoM de diciembre, en cada caso).

Como se mencionó, la continua mejora del escenario externo ha dado paso a riesgos que están mayoritariamente a la baja desde el punto de vista de su incidencia en la actividad local. Entre estos, la evolución de los mercados financieros sigue siendo particularmente relevante, en especial las alteraciones que pueda causar una normalización más abrupta de los estímulos monetarios en las economías desarrolladas, en especial en EE.UU. Esto último, podría ocurrir en respuesta a mayores efectos inflacionarios del paquete fiscal que anunció su administración (Recuadro I.1). Lo anterior podría implicar un deterioro de las condiciones financieras globales y presiones para las monedas, perjudicando particularmente a economías emergentes con posiciones financieras o fiscales no del todo sólidas y que sostienen elevados niveles de endeudamiento. A su vez, sigue siendo de especial cuidado la situación en China, pues aún debe resolver varios desequilibrios en sus mercados. Complicaciones en este proceso podrían tener efectos significativos en los precios de los activos financieros mundiales y de las materias primas.

Otra fuente de riesgos relevante proviene de las consecuencias que puedan provocar las medidas proteccionistas en materia de política comercial impulsadas por la administración de EE.UU. Estas podrían generar reacciones de la misma índole por parte de otros países, con consecuencias negativas para el comercio mundial y el crecimiento tendencial a nivel global, especialmente en economías pequeñas y abiertas como la chilena.

RECUADRO I.1
POSIBLE IMPACTO DE LAS RECIENTES MEDIDAS FISCALES EN EE.UU.

En diciembre del 2017, el Gobierno de EE.UU. aprobó un proyecto de reforma tributaria que incluye, entre otros, una rebaja del impuesto corporativo de 35 a 21%, una ampliación del régimen de depreciación acelerada e incentivos tributarios para la repatriación de capitales. Respecto del impuesto a las personas, se reducen temporalmente las tasas aplicadas en cada uno de los siete tramos de pago, se aumenta el monto exento y se eliminan algunas deducciones.

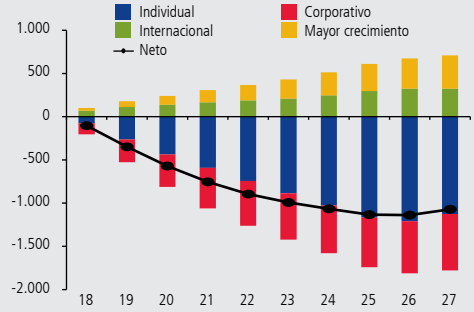
Además de la reforma, dentro del marco de la ley de control presupuestario, que rige desde el 2011, se sumó un aumento en el límite de gasto para los años fiscales 2018 y 2019 por un monto cercano a US$400 mil millones y la suspensión del límite de deuda hasta marzo del 2019. Es importante señalar que este es el mayor aumento del gasto desde que se implementó esta ley. Por último, la Administración propuso el presupuesto para el año fiscal 2019, por un monto total de US$4,4 billones, lo que representaría un crecimiento de 4,6% (nominal) respecto del presupuesto 2018. El mayor gasto comprometido sería parcialmente compensado con recortes en programas sociales y medioambientales, lo que podría resultar difícil de tramitar. Este Recuadro discute los efectos de corto y mediano plazo que las recientes medidas fiscales en EE.UU. podrían tener sobre su economía y los riesgos que podrían derivarse sobre otros mercados.

Impacto esperado y canales de transmisión

Según estimaciones del *Joint Committee on Taxation (JCT)* del Congreso de EE.UU., la reforma tributaria aprobada supondría un deterioro en el balance fiscal cercano a US$1 billón en un horizonte de 10 años (gráfico I.10). Esto, junto con el mayor gasto sancionado, podría elevar el déficit fiscal desde 3,5% del PIB en el ejercicio fiscal 2017 a 5,7% en el 2028, aumentando la deuda pública desde 76 a 101% del PIB en el mismo periodo, de acuerdo al *Committee for a Responsible Federal Budget*.

Si bien los efectos sobre el crecimiento son muy relevantes para la sostenibilidad del programa, no son fáciles de anticipar. La magnitud y temporalidad del impacto de un cambio en el impulso fiscal sobre la actividad depende del tamaño del multiplicador fiscal, así como la naturaleza de dicho impulso y las circunstancias en que se aplica. Las elasticidades estimadas por diversos estudios dan cuenta de un rango amplio, el cual depende, entre otros supuestos, del nivel de sustituibilidad intertemporal del consumo. Si los agentes interpretan que un programa de esta naturaleza requerirá un ajuste fiscal posterior, ahorrarán hoy para dicha eventualidad. Este fenómeno es conocido en la literatura como Equivalencia Ricardiana.

GRÁFICO I.10
Efecto acumulado de la reforma tributaria en el balance fiscal (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Pueden existir diferencias entre la sumatoria de los efectos individuales y el neto producto del redondeo.

Fuente: Joint Committee on Taxation (JCT).

Las estimaciones oficiales de la Administración suponen un crecimiento de 3,0% por año durante los próximos diez años, apelando a los efectos positivos que podría tener sobre la productividad. Sostener este ritmo requeriría un aumento relevante del crecimiento potencial, el cual se ubicaría actualmente entre 1,8 y 1,9% según el FMI y el *Congressional Budget Office* (CBO), respectivamente. Si bien no ajustan significativamente el crecimiento potencial, el FMI y otras contrapartes actualizaron recientemente sus proyecciones de crecimiento, elevándolas en torno a 5 décimas para el 2018 y 2019, lo cual se atribuye en parte a esta reforma. La aceleración cíclica, producto del impulso fiscal, impactaría a la baja a la tasa de desempleo, presionando al alza los salarios y los precios. Esto podría motivar una reacción más activa por parte de la Fed, apresurando el ritmo de normalización en la tasa de referencia; lo cual se sumaría a la presión que sobre los premios por plazo tendría la mayor oferta de instrumentos de renta fija (para financiar el déficit) y la menor participación de la Fed en el mercado de bonos del tesoro (dado el proceso de normalización de su balance).

Mayores expectativas de inflación, tasas nominales y reales más elevadas y una mayor presión de demanda hacia bienes no-transables, producto de la expansión del gasto, deberían contribuir a apreciar el dólar. Esto podría potenciarse si la economía estadounidense además avanzara en la dirección de cerrar su economía al comercio internacional. Esta combinación de movimientos en los precios de los activos fue la observada luego del triunfo de Trump en noviembre del 2016. Si bien tras la reforma tributaria se observa un aumento de las compensaciones inflacionarias y mayores tasas de interés, el dólar se ha movido en la dirección contraria.

Episodios previos y potenciales riesgos

No es la primera vez que la economía de EE.UU. implementa recortes de esta naturaleza (gráfico I.11). En la historia reciente hay al menos dos referencias importantes. La primera es la baja de impuestos llevada adelante por la administración Reagan, que en 1981 disminuyó el impuesto a las personas desde una tasa máxima de 70%, a 50% y luego en 1986 lo redujo nuevamente a 28%. En 1986, también bajó la tasa de impuesto a las empresas de 46 a 34%. El segundo episodio corresponde a G.W. Bush en el 2001 y 2003, que disminuyó la tasa máxima de impuestos a las personas desde cerca de 40 a 35%.

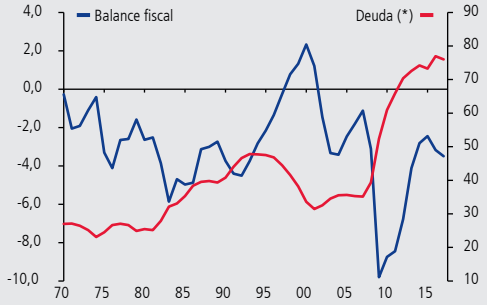
GRÁFICO I.11
Tasa de impuestos
(porcentaje)

Fuente: Internal Revenue Service (IRS).

En ambos episodios el gasto fiscal aumentó y los ingresos del gobierno disminuyeron, elevando significativamente el déficit fiscal y el endeudamiento (siempre como porcentaje del PIB). Aunque durante el gobierno de Bush se observó un ajuste del sector privado, compensando en parte el impulso fiscal, en ambos episodios se produjo un deterioro de la cuenta corriente. Los efectos inflacionarios en ambos episodios fueron acotados por las holguras de capacidad y los bajos precios de la energía. Si bien el crecimiento del PIB se aceleró en ambos casos, lo hizo desde niveles relativamente débiles, permitiendo que la política monetaria se mantuviera relativamente expansiva. Esto último fue material para mantener acotados los movimientos en las tasas largas.

Es importante señalar que el punto de partida de ambos programas era muy distinto al actual. El déficit fiscal al inicio de la era Bush era inexistente, mientras que los niveles de deuda en ambos episodios eran significativamente inferiores al actual (gráfico I.12). Un punto adicional de contraste es la posición cíclica de la economía. Mientras en ambos episodios previos la economía estaba relativamente débil y el desempleo era elevado, hoy ocurre todo lo contrario.

GRÁFICO I.12
Balance y deuda
(porcentaje del PIB)



(*) Deuda corresponde a "*Held by the public*".
Fuente: Congressional Budget Office (CBO).

¿Es este el momento adecuado para introducir estímulos en la economía? Un impulso fiscal, en el contexto de una economía que presenta escasas holguras de capacidad (gráfico I.13) y un elevado nivel de deuda, generará una mayor inflación y desequilibrios macroeconómicos que requerirán ajustes a mediano plazo. La dinámica reciente del dólar, opuesta a sus fundamentos, podría estar reflejando la desconfianza de los inversores en la sostenibilidad fiscal en EE.UU. Esto podría llevarlos a exigir una compensación adicional para mantener activos en dicha moneda, elevando así el premio por financiamiento externo. Por todo ello, es especialmente delicada la interacción entre la política monetaria y la política fiscal en esta fase del ciclo. Un escenario donde la Fed retrase su normalización podría generar burbujas en el precio de los activos, mientras que una Fed que responda enérgicamente neutralizando los estímulos que entregaría el fisco podría inducir un ajuste excesivo en los precio de los activos y un aumento de la volatilidad. Por ello, la falta de coordinación entre la política fiscal y monetaria en EE.UU. es uno de los principales riesgos identificados en este IPoM.

GRÁFICO I.13
Berchas de capacidad
(porcentaje)

(*) Porcentaje del PIB potencial. Marcador corresponde a proyección para el 2017.
Fuentes: Fondo Monetario Internacional y CBO.

II. MERCADOS FINANCIEROS

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

POLÍTICA MONETARIA

En el ámbito local, los datos conocidos desde el último IPoM muestran que en el segundo semestre del 2017 la economía creció por sobre lo previsto. Esto se ha dado en un contexto donde la actividad global y los términos de intercambio han evolucionado favorablemente, las condiciones financieras permanecen holgadas y los indicadores locales de confianza exhiben un repunte. Así, se espera que en el 2018 el PIB crezca entre 3,0 y 4,0%. La inflación total ha seguido una trayectoria en línea con lo anticipado y se mantiene cercana a 2% anual. Se prevé que descienda temporalmente en los meses venideros, de la mano de la apreciación del peso, y que su convergencia a 3% se materialice hacia fines del 2019. En esto último será determinante el proceso del cierre de la brecha de actividad durante este año y el próximo.

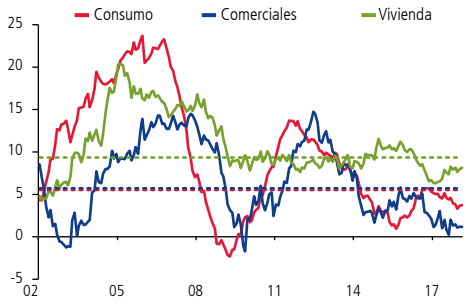
La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha mantenido en 2,5% desde mayo del 2017 a la fecha. Al cierre estadístico, las expectativas de mercado para la TPM contenidas en los distintos sondeos a especialistas —Encuesta de Operadores Financieros (EOF) y Encuesta de Expectativas Económicas (EEE)— anticipaban que esta permanecería estable prácticamente todo este año, alcanzando 3,5% a fines del horizonte de política. Los precios de los activos financieros sugieren el mismo punto de llegada, con alzas que empezarían a concretarse en torno al tercer trimestre próximo (gráfico y tabla II.1). Como supuesto de trabajo, se contempla que el estímulo monetario se mantendrá alrededor de sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%. Para la TPM, esta trayectoria es similar a la que se deduce de las encuestas disponibles al cierre estadístico de este IPoM. En el escenario base, el Consejo considera que hacia el 2020 la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral, que sigue estimando entre 4 y 4,5%.

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.

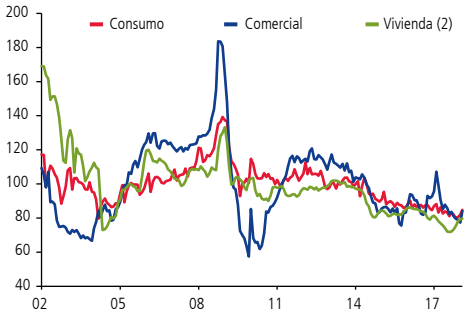
GRÁFICO II.2
Crecimiento real de las colocaciones (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Datos reales construidos con el empalme del IPC base anual 2013.
(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

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

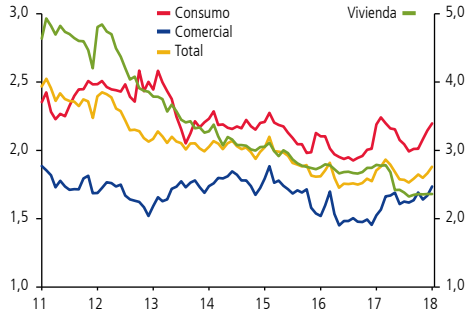
GRÁFICO II.3
Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(índice 2002-2018=100)



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

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

GRÁFICO II.4
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.

TABLA II.1
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM diciembre	IPoM marzo	IPoM diciembre	IPoM marzo
EEE (1)	2,75	2,75	3,25	3,50
EOF (2)	2,50	2,75	3,00	3,50
Precios de activos financieros (3)	2,73	2,99	3,37	3,59

(1) Corresponde a las encuestas de noviembre del 2017 y marzo del 2018.
(2) Corresponde a las encuestas de la segunda quincena de noviembre del 2017 y la primera de marzo del 2018.
(3) Para el IPoM de diciembre del 2017 y marzo considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 27/11/17 y al 15/03/18, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

CONDICIONES FINANCIERAS

El panorama de crédito local no muestra grandes novedades comparado con trimestres previos y, en general, se mantienen las tasas de interés en niveles bajos y el crecimiento de las colocaciones acotado (gráficos II.2 y II.3). La cartera hipotecaria continúa resaltando, tanto por el mayor dinamismo de estos créditos como por el alza gradual de la tasa de este segmento en los últimos meses (cerca de 35 puntos base (pb) entre septiembre y febrero). En las colocaciones de consumo y comerciales, las tasas de interés subieron recientemente, pero asociado en buena medida a factores estacionales y de composición. En cuanto a fuentes cualitativas, entrevistados en el marco del *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) reportan algún relajo en los requerimientos exigidos para los préstamos de vivienda —monto del pie en particular— y mayores solicitudes de los mismos. La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del cuarto trimestre no muestra cambios respecto de los requisitos para el otorgamiento de fondos, percibiendo una demanda ligeramente fortalecida en hogares (consumo e hipotecario), en tanto que por el lado corporativo se mantiene relativamente igual.

El bajo costo de los distintos tipos de crédito también es mencionado por los consultados en el IPN, quienes además vuelven a destacar las favorables condiciones de financiamiento bancario para clientes con perfiles menos riesgosos y la flexibilización de los estándares de aprobación por parte de entidades de crédito automotriz. En general, las opiniones recogidas desde la banca no dan cuenta de mayor inquietud sobre la morosidad, aunque en el norte del país se reconoce que fue un tema importante en el 2017. En estas mismas regiones, se indica el mayor plazo de pago de las grandes empresas como un factor de preocupación, por su efecto negativo sobre el resto de la economía local. Por su parte, los indicadores tradicionales de mora bancaria continúan acotados, pese al incremento observado en los últimos meses en el segmento de consumo y, en menor medida, en el comercial (gráfico II.4).

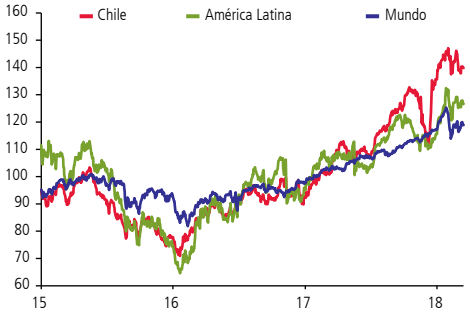
Las condiciones financieras externas siguen siendo favorables. Comparados este cierre estadístico y el anterior, la mayoría de las plazas bursátiles mejoró, los premios por riesgo, en general, cayeron y los flujos de capitales continuaron

ingresando a las economías emergentes. El dólar de EE.UU. se depreció a nivel global, llegando a su menor valor desde fines del 2014. Las dudas del mercado acerca de la sostenibilidad fiscal en esa nación así como la mejora más marcada de los datos en otros países desarrollados podrían estar tras el debilitamiento de esta moneda. Sus fundamentos, en todo caso, sugieren presiones en el sentido opuesto. Entre estos resaltan una política fiscal más expansiva en EE.UU., mayores perspectivas de inflación y ajustes en la visión de política monetaria. Los cambios en las expectativas de política monetaria también gatillaron las turbulencias en los mercados globales a inicios de febrero, las que provocaron correcciones abruptas en los precios de los activos riesgosos e incrementaron su volatilidad. De todos modos, estos movimientos habían disminuido significativamente al cierre estadístico de este IPoM. En este contexto, las tasas de interés de largo plazo subieron en el mundo desarrollado, destacando el alza en EE.UU. (del orden de 50pb desde el IPoM de diciembre).

En los últimos trimestres, el mercado financiero chileno ha estado influido tanto por los desarrollos globales como por los cambios en las perspectivas económicas locales. A partir del segundo semestre del 2017, la bolsa (IPSA) ha tenido un incremento mayor al de sus símiles externas. Esta alcanzó nuevos máximos después de la publicación del IPoM de diciembre y, aunque con vaivenes, completa alrededor de dos años de desempeño favorable. En ese lapso, acumula un aumento en torno a 80% en dólares, versus alzas del orden de 70 y 30% en América Latina y el mundo (MSCI), respectivamente (gráfico II.5). Por sectores económicos, se aprecian avances en la mayoría de ellos.

Por su parte, el peso chileno se ha apreciado con mayor fuerza que otras monedas comparables en lo que va de este año. En los días previos al cierre estadístico, el tipo de cambio nominal se transaba en torno a $600 pesos por dólar. El fortalecimiento de la divisa local ha respondido a varios factores, siendo los esenciales una tendencia global de depreciación del dólar y un precio del cobre que se ha mantenido por sobre US$3 la libra (gráfico II.6). El diferencial de tasas de interés entre Chile y EE.UU., aunque teóricamente relevante, es empíricamente menos importante para explicar los movimientos cambiarios (Recuadro IV.1). A lo anterior se han sumado factores internos. El principal ha sido que la economía chilena ha ido mejorando su desempeño y perspectivas. Se agregan elementos de corto plazo, como por ejemplo que en enero y febrero la baja del tipo de cambio coincidió con operaciones de *carry trade*, flujos extranjeros para adquisiciones de empresas, ajustes de portafolio de las AFP y el ingreso al mercado de los fondos producto de la emisión de deuda del Fisco. De cualquier forma, el peso ha tenido una volatilidad importante en los últimos trimestres, con máximos por sobre $650 en diciembre y mínimos algo por debajo de $590 en febrero. Además, con cambios de tendencia rápidos en pocos días. Los movimientos de paridades en América Latina y en varias economías emergentes han sido algo más acotados en estos meses (tabla II.2). Dado esto, diversas medidas multilaterales del peso (TCM, TCM-X y TCM-5) muestran una apreciación más modesta en ese lapso, relativa a su comportamiento bilateral frente al dólar de EE.UU.

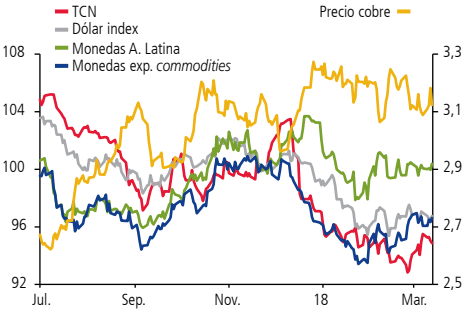
GRÁFICO II.5
Mercado bursátil (*)
(índice 2015-2018=100)



(*) Para Chile se considera el IPSA en dólares, en tanto para el resto de las bolsas el MSCI en dólares.

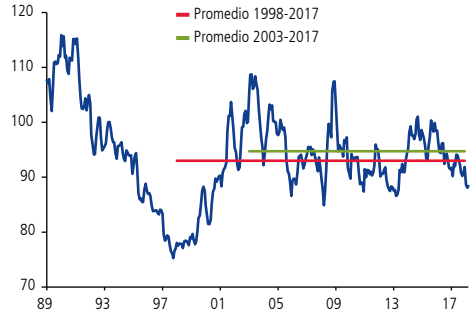
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.6
Evolución del tipo de cambio
(cierre estadístico IPoM diciembre 2017=100; US$/ libra)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

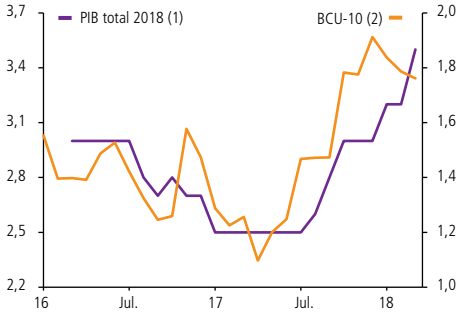
GRÁFICO II.7
Tipo de cambio real (*)
(índice 1986=100)



(*) Dato de febrero 2018 corresponde a estimación preliminar. Para marzo 2018, considera información hasta el cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.8
Perspectivas de crecimiento anual y tasa en UF a 10 años
(porcentaje)

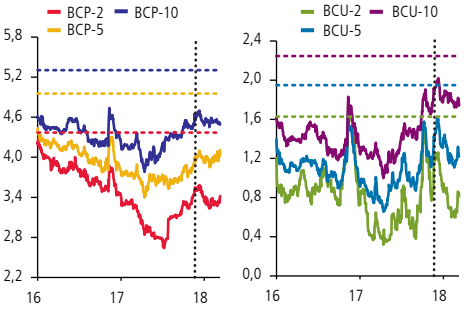


(1) Encuesta de Expectativas Económicas.

(2) Para marzo del 2018 se considera el promedio de los datos diarios hasta el cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.

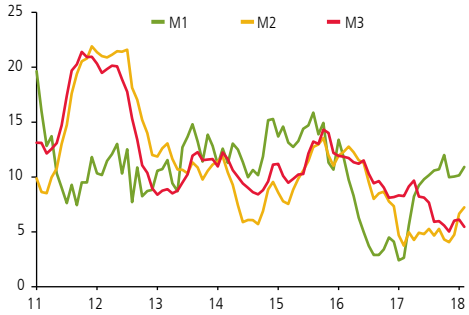
GRÁFICO II.9
Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1) (2)
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2017.
(2) Líneas punteadas horizontales corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.10
Agregados monetarios nominales (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Corresponden a los promedios diarios mensuales.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA II.2
Paridades respecto del dólar estadounidense (1)
(porcentaje)

	Variación TCN IPoM marzo 2018			
	IPoM Dic.17	IPoM Sep.17	IPoM Jun.17	IPoM Mar.17
América Latina (excl. Chile) (2)	**-0,9**	**2,9**	**0,0**	**1,1**
Brasil	-0,2	3,0	0,2	4,6
Chile	**-5,1**	**-6,4**	**-10,4**	**-9,4**
Colombia	-4,8	-3,7	-1,7	-2,4
México	-0,9	5,4	0,3	-2,2
Perú	0,5	0,5	-0,5	0,1
Exportadores de *commodities* (2)	**-3,9**	**-0,4**	**-5,6**	**-3,7**
Australia	-2,9	1,3	-4,8	-2,1
Canadá	1,2	2,8	-4,5	-3,4
Nueva Zelanda	-5,8	-0,2	-4,1	-3,6
Sudáfrica	-15,8	-9,9	-9,6	-6,8
Economías desarrolladas (2)	**-4,6**	**-4,3**	**-8,1**	**-10,9**
Eurozona	-4,4	-4,2	-9,5	-12,9
Japón	-5,3	-2,9	-4,8	-5,3
Reino Unido	-4,6	-7,3	-6,8	-10,7
Otras economías emergentes				
China	-4,4	-4,9	-8,0	-8,2
Rep. Corea	-2,4	-5,4	-4,5	-5,0
India	0,1	1,5	0,7	-0,7
Indonesia	1,8	3,1	3,4	3,2
Polonia	-4,9	-5,7	-9,3	-14,5

(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense. Para la comparación se consideran los últimos diez días hábiles a los cierres estadísticos de cada IPoM.
(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores WEO octubre 2017.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

En este escenario, el tipo de cambio real (TCR) ha disminuido en los últimos trimestres, fluctuando en valores algo inferiores a 90 (índice 1986=100) hacia el cierre estadístico actual (gráfico II.7). Como supuesto de trabajo, el escenario base de este IPoM considera que durante el período 2018-2020 el TCR convergerá hacia sus valores de largo plazo.

El movimiento de tasas externas y la mejora de las expectativas de crecimiento local se han reflejado en el mercado de renta fija, el que también ha estado influido por cambios de portafolio de las AFP (gráfico II.8). En cuanto a las tasas de interés nominales, comparada con mediados del 2017 la del BCP-10 aumentó en torno a 40pb, aunque sigue bajo sus promedios históricos al igual que las de plazos más cortos (gráfico II.9). En el mismo período, las tasas de los papeles en UF exhibieron una volatilidad importante, relacionada con los cambios en las perspectivas y sorpresas de inflación, así como con ajustes de cartera de las AFP en meses más recientes. En tanto, los *spreads* soberano y corporativo, según distintas medidas, tuvieron nuevas bajas en los últimos meses. Ello ha tendido a compensar el alza de las tasas de los BCP y BCU en lo que respecta al costo de financiamiento de las empresas, que no ha variado mayormente.

En cuanto a los agregados monetarios nominales, resalta el desempeño de aquellos de mayor liquidez, M1 y M2. A febrero, su expansión anual se ubicaba entre las más altas de los últimos meses (10,9 y 7,2%, respectivamente; 12 y 4,3% en octubre) (gráfico II.10). El crecimiento de M1 continúa liderado por el aporte del componente de cuentas corrientes y el de M2 por el de depósitos a plazo. El incremento de M3, aunque con fluctuaciones, permanecía próximo a 6% anual al comparar este cierre estadístico con el del IPoM anterior. En este agregado, el efecto al alza de M2 se contrapuso a la menor incidencia de los depósitos en moneda extranjera, por efecto de la evolución cambiaria, y de la tenencia de bonos de la Tesorería General de la República y del Banco Central de Chile por parte del sector privado, dados los cambios de portafolio de las AFP.

RECUADRO II.1
EFECTOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS LOCALES DE LA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU.

La consolidación del crecimiento en el mundo desarrollado y la normalización de sus tasas de interés presentan desafíos importantes para la conducción de la política monetaria (PM) en Chile. Como muchas economías pequeñas, abiertas y financieramente integradas, Chile es afectado por el llamado ciclo financiero global —movimientos de flujos de capitales, precios de activos y condiciones de crédito con un alto grado de comovimiento entre países—, uno de cuyos determinantes es, justamente, la PM de las principales economías desarrolladas.

La manera en que el ciclo financiero global afecta a las condiciones financieras locales depende, entre otras cosas, del marco de política monetaria y cambiaria. En particular, bajo libre movilidad de capitales, un régimen cambiario flexible, como el chileno, ayuda a amortiguar el impacto del ciclo financiero global sobre las condiciones financieras locales. Esto, pues permite a los bancos centrales fijar su tasa de PM de manera independiente y así adecuar el costo de crédito para empresas y hogares en los niveles apropiados para la coyuntura del país[1]/.

Este Recuadro presenta evidencia sobre la transmisión de las condiciones financieras globales a un grupo amplio de países, documentando cómo cambios en la PM de EE.UU. afectan las tasas de interés de largo plazo, tipos de cambio y flujos de capitales en un grupo de economías desarrolladas y emergentes. La evidencia muestra que el tipo de cambio es menos reactivo en las economías emergentes que en las desarrolladas, pero que los efectos en los flujos de capitales y en las tasas de largo plazo son mayores. Además, se muestra que los movimientos de las tasas largas en emergentes está explicado mayormente por movimientos en los premios por plazo y no tanto por cambios en la instancia de política monetaria, al contrario de lo que ocurre en las desarrolladas. Estos resultados son coherentes con estudios que enfatizan el rol de los regímenes cambiarios en la transmisión de los *shocks* financieros externos. En particular, con la evidencia que sugiere que la flexibilidad cambiaria juega un rol en atenuar (aunque no eliminar) los efectos de *shocks* externos en las condiciones financieras locales.

[1]/ Esta visión, sin embargo, ha sido cuestionada por algunos estudios que sostienen que los efectos locales del ciclo financiero global no dependen del régimen cambiario y, por lo tanto, la independencia de la PM asociada a un esquema cambiario flexible sería poco relevante (Rey 2016).

Transmisión de PM internacional: teoría y evidencia

Cambios en las tasas de interés globales afectan a las tasas de interés locales dependiendo, entre otras cosas, de la reacción de la política monetaria local. Por ejemplo, en un contexto de integración financiera y libre movilidad de capitales, un aumento de la tasas de política monetaria en EE.UU. incentivará la salida de capitales hacia ese país. Bajo un esquema de flotación cambiaria, el equilibrio se restablece a medida que la moneda local pierde valor (se deprecia) respecto del dólar, lo que hace más barato a los activos locales, recuperando su atractivo y moderando el incentivo a la salida de capitales. El movimiento del tipo de cambio será menor si el banco central local decide mover las tasas en la misma dirección que la Reserva Federal (Fed), ya que las mayores tasas de interés son otra manera de hacer más atractivas las inversiones locales. Así, economías que quieran mantener el control de su política monetaria, en el sentido de poder mover su tasa de interés independiente de lo que hace la Fed, deben, en general, tolerar fluctuaciones más amplias de su tipo de cambio. En este contexto, mantener la independencia de la tasa de interés de política y a la vez intentar evitar las fluctuaciones de la divisa con otros instrumentos, por ejemplo operaciones cambiarias esterilizadas, tiene el problema de que no desincentiva la salida de capitales y, por lo tanto, es difícil de mantener en el tiempo. Además, podría tener efectos en otros precios de activos, como los bonos de largo plazo[2]/.

Entender el efecto de cambios en la política monetaria de EE.UU. sobre las tasas largas locales es algo más complejo, pues depende no solo de la política monetaria hoy, sino que también de lo que el mercado espera que será la reacción del banco central en el futuro. Estas tasas dependen además de los llamados premios por plazo, esto es, la compensación extra que los inversionistas exigen por mantener instrumentos de mayor duración, como compensación por el riesgo de tasas y de inflación. Así, el movimiento de las tasas largas como reacción a cambios en la política monetaria en EE.UU. dependerá de una serie de factores que hacen difícil predecir a priori la intensidad de los movimientos.

[2]/ Según la evidencia empírica, intervenciones esterilizadas tienen, en general, efectos muy limitados y de corto plazo (Adler y Tovar 2014, Daude *et al.* 2016). Su impacto es mayor cuando hay un desalineamiento relevante del tipo de cambio respecto de sus fundamentales.

Esto es justamente lo que analiza Albagli *et al.* (2018), quienes estudian la transmisión de *shocks* de PM en EE.UU.[3]/ a las tasas de diez años en un conjunto amplio de economías emergentes y desarrolladas. La tabla II.3 muestra los coeficientes de traspaso de dichos *shocks* para cada grupo de economías, la cual es además descompuesta en la tasa de política monetaria esperada y la prima por plazo. La última fila de la tabla muestra además el impacto cambiario dentro de la misma ventana de dos días. Los resultados confirman un efecto positivo y significativo de los *shocks* de política monetaria de la Fed en la estructura de tasas internacionales. Un *shock* de política monetaria de 100 puntos base (pb) conlleva un aumento cercano a 33pb en las tasas a diez años en países desarrollados y de 29pb en emergentes. Estos efectos se acentúan en el período post-crisis financiera global.

Si bien la reacción es similar entre ambos grupos de países, se aprecian diferencias importantes en los mecanismos de ajuste. En las desarrolladas los mayores efectos están en la tasas de política monetaria esperada. En las emergentes, la transmisión se da principalmente vía cambios en las primas por plazo. Respecto de la reacción del tipo de cambio, los ejercicios indican que este reacciona más en las economías desarrolladas que en las emergentes. Una posible explicación a esto último es que los bancos centrales de las economías emergentes de la muestra son más propensos a recurrir a operaciones cambiarias esterilizadas, con el objetivo de estabilizar las tasas de interés y el tipo de cambio al mismo tiempo[4]/. Sin embargo, los datos también revelan que su éxito es parcial, toda vez que es justamente este grupo de países donde las tasas de largo plazo reaccionan con más intensidad a los movimiento de la PM de EE.UU. (tabla II.3). Pese a que los mercados en estas economías parecen anticipar cambios más acotados en el curso de política monetaria que en las desarrolladas —el efecto en el componente de tasas esperadas es débil—, la fuerte reacción de los premios por plazo genera cambios significativos de las tasas largas en estos países.

Blanchard *et al.* (2015) da una posible explicación para este fenómeno, mostrando que intervenciones esterilizadas en mercados cambiarios pueden suavizar fluctuaciones cambiarias en el corto plazo, pero al hacerlo amplifican los flujos de capitales resultantes. Esto se debe a que los inversionistas internacionales responden con mayor fuerza a diferenciales de tasas cuando el impacto cambiario de sus compras de activos —y su efecto en el precio en dólares— es contenido por las intervenciones esterilizadas.

TABLA II.3
Spillovers de política monetaria en EE.UU.(*)

	Países desarrollados		Países emergentes	
	2003-2016	Post Nov. 08	2003-2016	Post Nov. 08
Tasa 10 años	0,335***	0,429***	0,293***	0,557***
Componente tasas esperadas	0,331***	0,234***	0,054	0,136**
Componente prima por plazo	0,005	0,196***	0,239***	0,421***
Depreciación cambiaria	7,50***	10,92***	3,52***	6,66**

(*) La muestra incluye 12 países emergentes y 12 desarrollados. Las regresiones de panel utilizan datos diarios entre enero 2003 y diciembre 2016. Las unidades representan efectos en puntos base (pb), para un *shock* de política monetaria de EE.UU de 1 pb. ***, **, *: significativo al 1, 5, y 10% de confianza, respectivamente.

Fuente: Albagli *et al.* (2018).

En la misma línea, Albagli *et al*. (2018) muestran que el efecto amplificador de las intervenciones sobre los flujos de capitales se traduce en una mayor respuesta del componente de primas por plazo en las tasas largas. Confirman además los resultados de Blanchard *et al.* (2015), documentando empíricamente que los flujos de capitales hacia mercados de renta fija en países emergentes reaccionan más a los *shocks* de PM de EE.UU. que en la muestra de países desarrollados. Obstfeld *et al.* (2018) llegan a conclusiones similares, mostrando que, dentro de una muestra de emergentes, aquellos que siguen regímenes cambiarios más flexibles reaccionan a *shocks* financieros globales con efectos más atenuados en sus mercados financieros. En esta línea, cabe resaltar que Chile destaca dentro de los países emergentes por seguir una política cambiaria flotante. El gráfico II.11 muestra la reacción de las tasas de diez años y de la paridad de moneda local a los *shocks* de PM de EE.UU., incluyendo para efectos comparativos a México. Se confirma un impacto cambiario relativamente alto para Chile, con una elasticidad cercana a 6 (versus 1,2 para México), pero un efecto acotado en tasas, con una elasticidad de 0,15 (versus 1,1 para México)[5]/.

Conclusiones

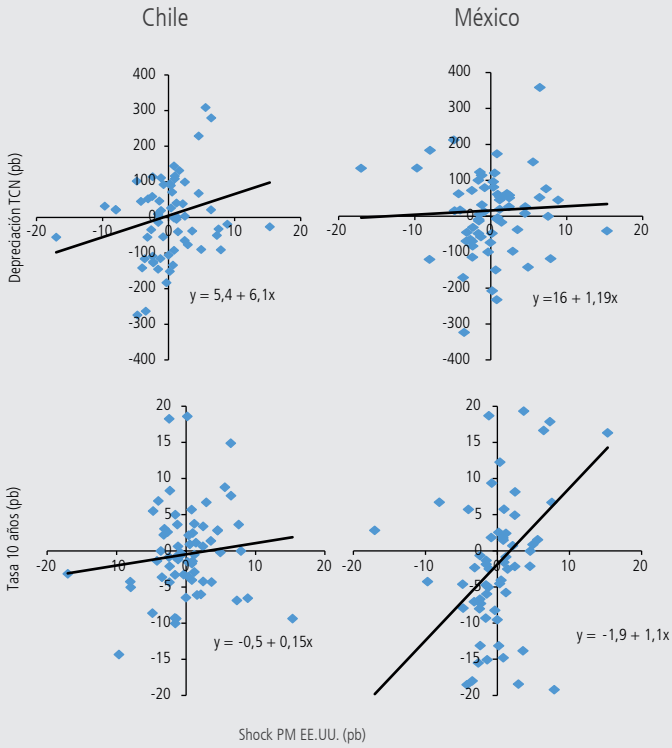
La evidencia reciente sugiere que la transmisión de las condiciones financieras internacionales a economías pequeñas, abiertas e integradas financieramente es relevante. Sin embargo, también sugiere que el diseño de políticas macroeconómicas es importante para atenuar su efecto en los mercados financieros locales. En particular, la flexibilidad cambiaria tiende a contener los flujos de capitales y su impacto en el precio de los activos financieros locales. La evidencia para Chile confirma esta predicción, resaltando el rol atenuador de los *shocks* internacionales que juega su régimen cambiario flotante.

[3]/ Los *shocks* se definen como cambios en el rendimiento del bono estadounidense de dos años en una ventana de dos días alrededor de la fecha de la reunión de la Fed.

[4]/ La evidencia empírica muestra que los emergentes de la muestra intervienen de manera frecuente, no así los desarrollados. Ghosh *et al.* (2017) y Fratzscher *et al.* (2017) discuten evidencia de la frecuencia de intervenciones y sus efectos cambiarios.

[5]/ Para mayor información acerca de la política de intervenciones cambiarias del Banco de México, ver http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/politica-cambiaria/comision-de-cambios/index.html

GRÁFICO II.11
Spillovers tipo de cambio y tasas largas (*)



(*) Un alza del tipo de cambio indica una depreciación de la moneda local frente al dólar. La muestra corresponde al promedio post noviembre 2008.

Fuente: Albagli *et al.* (2018).

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.

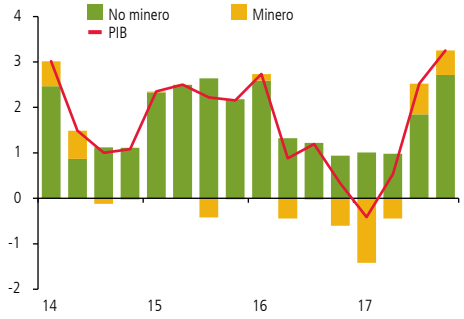
El crecimiento del PIB en el 2017 fue de 1,5% anual, en línea con lo anticipado en el IPoM de diciembre. Sin embargo, el cierre de las Cuentas Nacionales Anuales, habitual en marzo, ajustó a la baja el crecimiento del primer semestre del 2017, a la vez que dio cuenta de una aceleración mayor que la prevista en la segunda mitad, en particular en la actividad no minera. Por el lado del gasto interno, los datos mostraron diferencias menores, destacando la recuperación de la inversión, incluyendo construcción y otras obras. En el escenario base, se espera que la demanda interna continúe tomando mayor dinamismo. Este también contempla que el consumo privado alcance tasas de crecimiento en torno a 3,5% anual, en línea con la mayor expansión de la masa salarial real que se prevé, en parte, porque los salarios volverán a crecer en torno a sus promedios históricos. La recuperación de la demanda se sustenta, además, en la mejora de los indicadores de confianza de los agentes, en un mejor escenario externo y en una política monetaria claramente expansiva.

Así, la proyección para el crecimiento del PIB se ajusta al alza para el 2018, a un rango entre 3,0 y 4,0%. Los registros de la primera parte del año estarán influidos de modo relevante por la baja base de comparación que dejó la paralización en Escondida del 2017 y el menor número de días trabajados. Estos efectos se irán diluyendo durante el año, moderando las tasas de crecimiento. Más allá de lo anterior, la evaluación sobre el estado actual de la brecha de actividad no se modifica mayormente, pese a que su dinámica sea algo distinta de lo considerado en diciembre. En particular, se sigue esperando que el proceso de cierre de la brecha sea más evidente a partir de la segunda mitad de este año.

ACTIVIDAD Y DEMANDA INTERNA

En el segundo semestre del 2017 la actividad aumentó su expansión a 2,9% anual en promedio, dando cuenta de una importante aceleración si se compara con el nulo crecimiento que tuvo en el primero. Ello se explicó, tanto por la recuperación de los niveles de producción del sector minero, luego de la importante caída durante la primera parte del año, como por el repunte de los sectores no mineros, que aumentaron su crecimiento anual en torno a 1,5 puntos porcentuales en promedio durante la segunda parte del año.

GRÁFICO III.1
Contribución al crecimiento anual del PIB
(variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

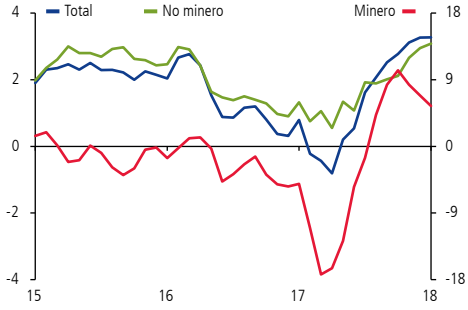
TABLA III.1
Producto interno bruto
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2016				2017			
	2017	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Agropecuario-silvícola	3,1	7,8	-3,3	-2,6	6,3	-3,9	-1,5	-2,7	-0,7
Pesca	0,7	-4,8	-14,4	-21,9	-7,8	43,6	11,5	23,9	4,6
Minería	10,1	0,9	-4,8	-1,5	-5,5	-17,4	-5,5	8,3	6,8
Industria	10,2	0,2	-4,3	-2,8	-2,5	0,1	0,5	2,6	3,5
EGA y gestión de desechos	3,1	10,5	10,8	-2,1	-7,8	1,0	2,5	3,8	5,4
Construcción	6,5	4,0	1,5	3,6	2,3	0,1	-4,7	-5,3	-0,1
Comercio	9,2	2,5	3,2	2,2	2,2	2,9	2,3	4,6	4,7
Restaurantes y hoteles	2,1	1,9	-1,0	-0,5	0,8	-0,2	1,3	1,5	2,1
Transportes	5,1	3,4	3,2	4,2	2,6	1,0	1,4	3,3	3,8
Comunicaciones y servicios de información	2,6	2,8	2,0	3,2	2,5	2,3	3,8	4,6	4,9
Servicios financieros	4,5	4,8	3,9	3,5	3,4	2,6	3,8	5,1	3,3
Servicios empresariales	9,7	-1,0	-2,3	-3,5	-3,5	-5,7	-3,0	-0,4	1,2
Servicios de vivienda e inmobiliarios	7,8	2,9	4,1	2,6	2,6	3,5	2,7	2,9	2,3
Servicios personales (*)	11,9	5,3	5,9	5,5	3,2	3,3	2,8	2,8	4,1
Administración pública	4,7	3,5	3,8	3,1	2,2	1,4	2,4	1,9	1,9
PIB Total	**100,0**	**2,7**	**0,9**	**1,2**	**0,3**	**-0,4**	**0,5**	**2,5**	**3,3**
PIB No minero	**89,9**	**2,9**	**1,5**	**1,4**	**0,9**	**1,1**	**1,1**	**2,0**	**2,9**
PIB minero	**10,1**	**0,9**	**-4,8**	**-1,5**	**-5,5**	**-17,4**	**-5,5**	**8,3**	**6,8**

(*) Incluye educación, salud y otros servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Índice mensual de actividad económica (*)
(variación anual, porcentaje)



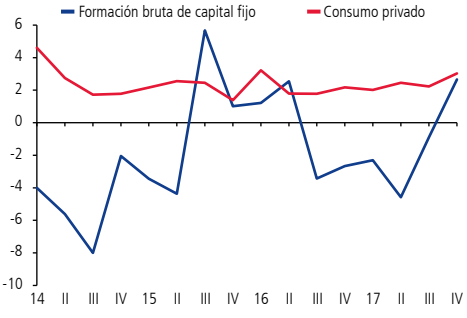
(*) Promedio móvil de tres meses.
Fuente: Banco Central de Chile.

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

	Pond.	2016				2017			
	2017	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Demanda interna	**98,3**	**2,7**	**1,1**	**0,7**	**0,9**	**2,5**	**3,6**	**2,2**	**4,0**
Demanda interna (s/variexistencias)	97,8	3,0	2,8	1,3	1,2	1,3	1,1	1,8	3,0
Formación Bruta Capital Fijo	21,6	1,2	2,5	-3,4	-2,7	-2,3	-4,6	-0,9	2,7
Construcción y otras obras	13,7	1,2	-1,2	-1,2	-1,4	-4,7	-6,7	-5,9	-1,7
Maquinaria y equipo	7,9	1,0	10,2	-7,4	-4,9	1,8	-0,8	8,1	10,8
Consumo total	76,2	3,6	2,9	2,8	2,5	2,4	2,8	2,5	3,1
Consumo privado	62,3	3,2	1,8	1,8	2,2	2,0	2,5	2,2	3,0
Bienes durables	5,7	8,8	3,7	3,4	3,8	11,5	10,9	12,2	7,8
Bienes no durables	26,3	2,6	1,2	1,3	2,2	2,0	2,3	2,1	2,7
Servicios	30,3	2,8	2,0	1,9	1,9	0,4	1,1	0,7	2,4
Consumo Gobierno	14,0	5,8	8,2	7,5	3,9	5,0	4,3	3,7	3,4
Variación de existencias (*)	0,5	0,0	-0,5	-0,6	-0,7	-0,4	0,2	0,3	0,5
Exportación bienes y servicios	28,7	0,7	1,0	0,2	-2,3	-4,4	-4,4	2,7	2,5
Importación bienes y servicios	27,0	-0,1	1,4	-0,5	0,0	5,6	6,3	2,0	5,2
PIB Total	**100,0**	**2,7**	**0,9**	**1,2**	**0,3**	**-0,4**	**0,5**	**2,5**	**3,3**

(*) 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
Componentes de la demanda final
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En particular, en el cuarto trimestre del 2017 el PIB no minero creció más que en trimestres previos, destacando el mejor comportamiento de los sectores asociados a la inversión, como la construcción y los servicios empresariales. Se sumó un mayor crecimiento de la industria en la mayoría de sus líneas de producción. De todos modos, los sectores asociados al consumo mantuvieron un comportamiento relativo más favorable. En cuanto al PIB minero, este siguió creciendo a tasas elevadas, aunque algo menores que la del cuarto previo: 6,8% anual. Con ello, el PIB creció 3,3% anual el último trimestre del 2017 (gráfico III.1 y tabla III.1). En cuanto a los primeros datos de actividad del 2018, el Imacec de enero creció 3,5% anual, tanto por un mejor desempeño de la actividad minera como de los sectores no mineros, principalmente del comercio, la industria manufacturera y los servicios (gráfico III.2).

Por el lado del gasto interno, en la segunda parte del año destacó la evolución más favorable de la inversión (tabla III.2 y gráfico III.3). La expansión anual de la formación bruta de capital fijo (FBCF) retornó a valores positivos en el último cuarto del 2017, tras varios trimestres de descenso. Por componentes, la construcción y otras obras siguió débil, aunque acotó su caída anual. Por su parte, el componente de maquinaria y equipos aumentó su tasa de crecimiento a dos dígitos (gráfico III.4). Las cifras conocidas del primer trimestre del 2018 muestran que las importaciones de bienes de capital, descontadas las de transporte no regular, están en niveles similares a los de fines del 2017.

El componente de construcción y otras obras en la inversión redujo su contracción anual en el cuarto trimestre del 2017. Hacia adelante se sigue considerando una recuperación moderada de este componente. Por un lado, la mayoría de los indicadores coyunturales siguen con un desempeño acotado (gráfico III.5). Por otro, distintas fuentes de información como el Catastro de la CBC, los planes de inversión de empresas en el IPSA o las entrevistas realizadas en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN), no apuntan a una aceleración adicional en los próximos trimestres. El sector habitacional sigue caracterizado por una amplia oferta disponible según las cifras de la CChC, con meses para agotar stocks que continúan por sobre el promedio de los últimos diez años. En esta misma línea el IPN de febrero muestra que la mayoría de los entrevistados señalan que la actividad del sector habitacional ya habría tocado fondo y esperan que el inicio de nuevas obras ocurra en la segunda parte del 2018, una vez que se liquide el amplio stock de viviendas disponibles.

El consumo privado aumentó su expansión anual el cuarto trimestre, respaldado en buena parte por el mayor crecimiento del consumo habitual. Por su parte, las ventas de bienes durables continuaron impulsadas por las de automóviles. Los primeros datos del 2018 siguen mostrando un panorama similar al del 2017: en enero y febrero las ventas de automóviles nuevos (ANAC) aumentaron por sobre el 20% anual, mientras las importaciones de consumo crecieron entre 15 y 20%. En el plano de la información cualitativa, los entrevistados del *retail* en el marco del IPN señalan una evolución mixta de sus ventas. Algunos indican un repunte desde fines del 2017, mientras otros mencionan ventas bajo lo esperado e incluso en algunos casos con variación negativa. Respecto del mercado automotriz, la mayoría de los entrevistados reportan buenos resultados, asociados a créditos más flexibles y más bonos de descuento en los precios que en otros años.

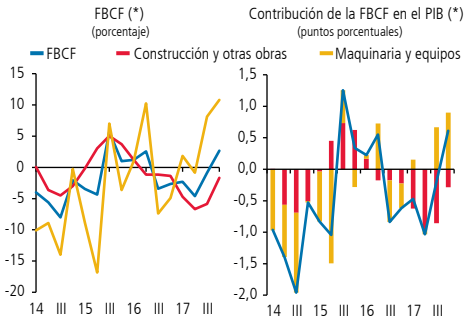
La evolución del consumo ha estado en línea con sus determinantes. Los ingresos laborales reales medidos por la masa salarial real redujeron su crecimiento anual a 3,5% anual en el cuarto trimestre, aunque siguen en torno a su promedio de los últimos diez años. La disminución del ritmo de expansión de la masa salarial real responde a un crecimiento de los salarios reales en promedio menor que en el tercer trimestre. Esto, porque los salarios nominales están creciendo por debajo de lo que indican las cláusulas habituales de indexación. Así, en los últimos meses los salarios reales han reducido su variación anual, ubicándose por debajo de sus promedios de los últimos años. En cuanto al empleo, su crecimiento ha aumentado levemente, combinándose, a diferencia de trimestres anteriores, una baja del crecimiento de la ocupación por cuenta propia y una mayor expansión del empleo asalariado. En todo caso, este último ha estado determinado por el aumento del empleo público, ya que el empleo privado sigue sin reactivarse (gráfico III.6). La tasa de desempleo permanece baja en perspectiva histórica y se encuentra en niveles similares a los de hace un año y a los del cierre del IPoM anterior. Información cualitativa muestra que las expectativas tanto de consumidores (IPEC) como de empresas (IMCE) respecto de la evolución futura del empleo han mejorado. Ello coincide con lo reportado en el IPN de febrero, donde varios entrevistados mencionaron su intención de contratar personal en el futuro cercano, en la medida que se vayan concretando las nuevas inversiones o mejorando las ventas. Esto, debido especialmente a que se encuentran operando con la mínima dotación posible. De todos modos, la debilidad que aún muestra el empleo asalariado privado y el bajo crecimiento de los salarios, pone una nota de cautela respecto de la evolución futura del consumo.

En cuanto a las expectativas de consumidores (IPEC) y empresas (IMCE sin minería), destaca que retornaron a la zona de optimismo, después de varios años en terreno pesimista (gráficos III.7 y III.8). En particular, las expectativas empresariales muestran una mejora en todos los sectores, con la industria y el comercio en terreno optimista. En esta misma línea, los entrevistados en el marco del último IPN también tienen expectativas positivas para sus negocios y para la economía en general. La mayoría de ellos anticipa que hacia la segunda mitad del año debería verse un dinamismo más marcado, más allá de que la evolución actual de sus ventas permanece sin grandes cambios.

Las condiciones financieras se mantienen similares a las de los últimos trimestres, con tasas de interés bajas y un acotado crecimiento de las colocaciones en general. El desempeño de la cartera hipotecaria continúa resaltando respecto del resto, tanto por el mayor dinamismo de estos créditos, como por el alza gradual de la tasa relevante para este segmento en los meses recientes.

En cuanto al sector externo, en el segundo semestre del 2017 las exportaciones siguieron aumentando, tanto en precio como en volumen (gráfico III.9), impulsado por el mejor desempeño de la industria y la minería. Por su parte, las importaciones también aumentaron, pero en menor magnitud que las exportaciones. Así, en el 2017 la balanza comercial mostró un superávit mayor al del año anterior. De todos modos, dicho superávit fue más que compensado por el incremento de la remisión de rentas al exterior, en línea con el mayor precio del cobre, con lo que la cuenta corriente cerró el año con un déficit de 1,5% del PIB.

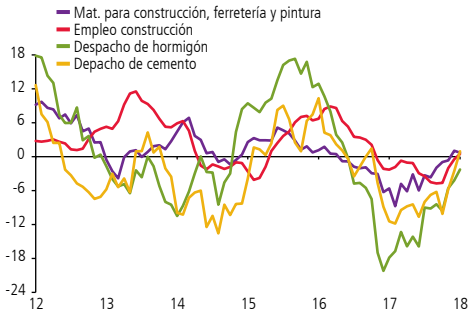
GRÁFICO III.4



(*) Corresponde a la variación real anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

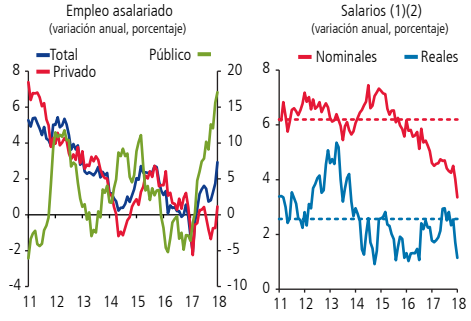
GRÁFICO III.5
Indicadores de construcción y edificación (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil de tres meses.

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

GRÁFICO III.6



(1) Los salarios nominales (reales) corresponden al promedio simple entre las variaciones anuales del IR y el ICMO nominal (real). (2) Líneas segmentadas corresponden al promedio desde enero de 2007 hasta diciembre 2017.

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

GRÁFICO III.7
Expectativas empresariales: IMCE (1)
(serie original)

(1) Promedio simple entre comercio, construcción e industria. Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).
(2) Para el sector construcción corresponde a la expectativa sobre la situación financiera de la empresa.

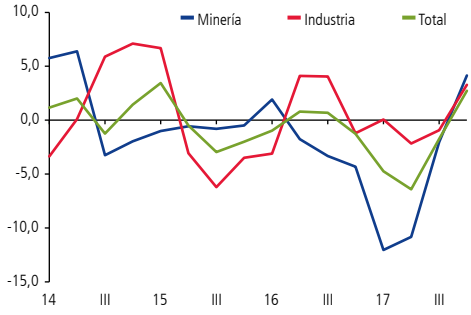
Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO III.8
Expectativas de los consumidores: IPEC (*)
(serie original)

(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark.

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



(*) Promedio móvil de dos trimestres.

Fuente: Banco Central de Chile.

PERSPECTIVAS

El escenario base de este IPoM contempla que la economía crecerá entre 3,0 y 4,0% el 2018, rango que supera lo previsto en el IPoM de diciembre. Ello, tanto por los mejores datos efectivos de actividad de fines del 2017, como por la combinación de un mayor impulso externo, la recuperación de la confianza de los agentes y una política monetaria claramente expansiva. En el 2019 se anticipa un rango de crecimiento para el PIB entre 3,25 y 4,25%, y para el 2020 entre 3,0 y 4,0%. Con ello, crecerá por sobre el potencial por varios trimestres, cerrando la brecha de actividad hacia comienzos del 2020. El Consejo sigue estimando que el crecimiento potencial actual se ubica entre 2,5 y 3%, mientras el tendencial está entre 3 y 3,5%.

Las expectativas privadas de crecimiento también se han ido ajustando al alza en los últimos meses. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo del 2018 prevé una tasa de expansión anual de 3,5% para este año, 5 décimas por sobre lo previsto en la EEE de diciembre. Para el primer trimestre del año, corrige al alza el crecimiento esperado de 3,1 a 3,9% anual. Para el 2019, la proyección de crecimiento también se corrige, de 3,3 a 3,7% anual. Para el 2020 anticipa una tasa de variación anual para el PIB de 3,8%.

RECUADRO III.1
PRODUCTIVIDAD MINERA EN CHILE

Productividad minera en Chile

Ejercicios tradicionales de contabilidad de crecimiento, que calculan la evolución de la Productividad Total de Factores (PTF) como el residuo de una función de producción de retornos constantes a escala con capital físico y trabajo como insumos, muestran que la PTF del sector minero cayó, en promedio, casi 9% por año entre el 2002 y el 2015. Dada la importancia de la minería en el PIB agregado, este fenómeno ha sido mencionado como un factor de riesgo para el crecimiento de largo plazo (OCDE, 2018). De hecho, distintas mediciones señalan que en estos años ha tenido una fuerte incidencia en la PTF total[1]/. Sin embargo, este tipo de ejercicio no es enteramente apropiado para sectores intensivos en recursos naturales no renovables, pues genera sesgos relevantes en la medición de la productividad sectorial y agregada. Esto ocurre por dos razones fundamentales. Primero, el natural proceso de agotamiento de los recursos naturales no renovables se traduce en costos crecientes de producción, los que se asocian incorrectamente a un menor crecimiento de la PTF. Segundo, obviar este factor lleva a interpretar incorrectamente la contribución del capital físico, distorsionando la estimación de la PTF.

Este Recuadro documenta la importancia de incluir el capital no reproducible en el análisis de la PTF minera y agregada, y compara la experiencia chilena con la de otros países productores de cobre. Para medir el capital no reproducible se usa la ley minera de los yacimientos de cobre. Los resultados muestran que el deterioro de la ley minera juega un papel muy importante en la evolución del valor agregado (VA) del sector minero. El ejercicio tradicional de crecimiento exagera de manera significativa la contribución del capital reproducible y subestima el crecimiento de la PTF. Por último, se aprecian resultados similares al comparar la evolución de la PTF de la minería en Chile con la de otros países productores de cobre.

Contabilidad de crecimiento en la minería

La manera estándar de medir el crecimiento de la PTF consiste en calcular la diferencia entre el crecimiento efectivo y el crecimiento que se deriva de la mera acumulación de factores productivos. La idea es que si el producto efectivo es mayor (menor) que el asociado a la acumulación de factores, entonces la PTF debe haber aumentado (caído). Esto es:

$$\Delta PTF = \Delta Y - (\alpha \Delta L + (1-\alpha)\Delta K)$$

Donde ΔPTF es el crecimiento (porcentual) de la PTF, ΔY el del valor agregado, ΔL el del trabajo y ΔK el del capital físico, esto es, maquinas, equipos y obras de ingeniería. La importancia del trabajo y del capital en la producción está dado por el parámetro α que mide la participación del trabajo en las rentas.

En la minería, una actividad poco intensiva en mano de obra, el valor de α es bajo, solo 0,13[2]/. Esto implica que un aumento de 1% del empleo debería generar 0,13% de crecimiento del sector, mientras un aumento de 1% del capital incrementaría la producción en 0,87%. Entre el 2002 y 2015 el sector vio un fuerte aumento del capital, asociado el boom de inversión de estos años, con un crecimiento promedio de 10% anual. El empleo creció 2,6% por año. Así, por la mera acumulación de factores productivos se habría esperado que el valor agregado la minería creciera 9,1%. Sin embargo, el crecimiento efectivo promedio fue solo 0,5%, de lo que se deriva que la productividad disminuyó 8,6% (tabla III.3)[3]/.

[1]/ Estimaciones recientes de la productividad minera se pueden encontrar en Corbo y Gonzalez (2014), Magendzo y Villena (2016), Comisión Nacional de la Productividad (2016), Comisión Chilena del Cobre y Comisión Nacional de Productividad (2016, 2017).

[2]/ Es decir, en el sector minero el pago al factor trabajo equivale a 13% del valor agregado, que se compara con 53% de los sectores no mineros.

[3]/ Para detalles de este ejercicio, ver De La Huerta, C., y Luttini, J. (2018).

TABLA III.3
Crecimiento sector minero-contabilidad de crecimiento tradicional

	VA	SPTF	K	H
Chile	0,50	-8,64	8,81	0,34
Promedio Australia, Canadá, Chile, y Perú	2,51	-5,37	6,81	1,08
Promedio (*)	0,95	-5,31	5,43	0,83

VA es Δy_t, SPTF es $\Delta sptf_t^{Tradicional}$, K es $(1-\alpha)\Delta k_t$ y H es $\alpha\ \Delta h_t$.

(*) Promedio simple de Australia, Canadá (excluido su sector petrolero), Chile, Perú, y Sudáfrica, intensivos en producción metalifera,Colombia, Ecuador, Indonesia, Malaysia, México, Noruega, intensivos en producción hidrocarburifera.

Fuente: De la Huerta y Luttini (2018).

Pero, ¿ha descendido tan rápido la productividad en el sector? El problema con el ejercicio anterior es que no reconoce de manera explícita el rol del capital no reproducible, lo que genera dos problemas. Por una parte no considera el efecto directo de la menor ley de cobre, que implica que para la misma cantidad de material procesado se obtiene menos cobre. Por otra, lleva a sobreestimar la importancia del capital físico en la producción, lo que es particularmente importante en estos años, dada la gran expansión de la inversión minera.

Para hacerse cargo de este problema, el siguiente ejercicio incorpora de manera explícita el recurso no renovable como un tercer factor productivo[4]/. En concreto, ahora se incluye en la contabilidad de crecimiento la contribución de variaciones en de la ley minera (ΔR), cuya participación (μ) se estima en 0,65[5]/[6]/. Esto es,

$$\Delta PTF=\Delta Y-(\alpha\Delta L+\mu\Delta R+(1-\alpha-\mu)\Delta K)$$

La inclusión de la ley minera cambia de manera significativa la interpretación del período. En primer lugar, la importancia del crecimiento del capital físico en el crecimiento del producto cae significativamente, desde 0,87 a 0,22[7]/. Así, el aumento de la producción derivado de la acumulación de capital sería solo 2,2%. Por otra parte, el proceso de agotamiento de los recursos mineros, reflejado en la caída de la ley minera, reduce significativamente el crecimiento derivado de la acumulación de factores, ya que ΔR=-4,2%. De este modo, los resultados del ejercicio de contabilidad corregido muestra la acumulación de los tres factores productivos se asocian a un crecimiento del VA de la minería de -0,18% anual. Esto implica que la PTF creció durante estos años 0,68% promedio (tabla III.4).

TABLA III.4
Crecimiento sector minero-contabilidad de crecimiento aumentado.

	VA	SPTF	K	H	Ley Minera
Chile	0,50	0,68	2,20	0,34	-2,72
Promedio Australia, Canadá, Chile, y Perú	2,51	1,77	1,35	1,08	-1,68

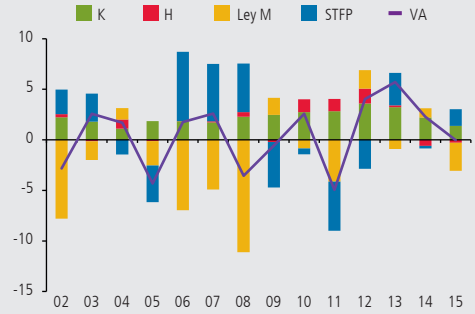
VA es Δy_t, SPTF es $\Delta sptf_t^{Tradicional}$, K es $(1-\alpha)\Delta k_t$ y H es $\alpha\ \Delta h_t$. y Ley Minera $\gamma\ \Delta r_t$

Fuente: De la Huerta y Luttini (2018).

Comparación internacional y comportamiento cíclico de la PTF

Resultados similares a los ya descritos se observan para el conjunto de países con un sector minero similar al chileno. Aunque se puede enfatizar que el VA de Chile es menos dinámico para el período, en gran parte explicado por una PTF minera creciendo menos de la mitad que el promedio del grupo. Por otra parte, y en línea con predicciones de modelos de explotación de recursos agotables, se aprecia que la reducción de la ley del mineral es mayor durante la fase alcista de los precios, el período 2002-2011, y menor en la bajista (gráfico III.10). Además, el crecimiento de la PTF minera es más débil en los puntos máximos del súper ciclo (2008-2012), con recuperación posterior, coherente con lo ocurrido en otros países [8]/.

GRÁFICO III.10
Valor agregado del sector minero
(puntos porcentales, porcentaje)



Fuente: De la Huerta y Luttini (2018).

[4]/ Corbo y Gonzalez (2014), Magendzo y Villena (2016), Comisión Chilena del Cobre y Comisión Nacional de Productividad (2016) y Comisión Nacional de la Productividad (2017) han utilizado funciones de producción con rendimientos constantes a escala para analizar el sector minero. En este trabajo se usa una metodología similar a la de Nordhaus (1992), Caselli y Feyrer (2007), Monje-Naranjo *et al.* (2016), y Brandt *et al.* (2017) .

[5]/ Ley de mineral se refiere a la concentración de oro, plata, cobre, estaño, etc. presente en las rocas y en el material mineralizado de un yacimiento.

[6]/ Ver De la Huerta y Luttini (2018).

[7]/ Ahora un 1% de incremento en capital se asocia solo a 0,22% de mayor valor agregado. Esto es (1-α-μ), en vez de (1-α).

[8]/ Los resultados del ejercicio corregido —la importancia del deterioro de la ley minera; la contribución mucho más acotada del capital reproducible; la ausencia de una caída dramática en PTF— son robustos a distintos valores para la participación de la ley minera. La comparación con ejercicios similares realizados por Comisión Chilena del Cobre y Comisión Nacional de Productividad (2016) y la Comisión Nacional de Productividad (2017), si bien no es directa porque hay diferencias metodológicas, también muestran lo importante que es considerar de manera explícita la ley minera para entender el crecimiento del sector.

Contabilidad de crecimiento no minero y agregado

La inclusión de una medida de capital no renovable también tiene efectos relevantes en la medición del VA de la economía. Una vez que se considera la contribución de la ley minera, se modifica significativamente la lectura sobre las fuentes de crecimiento en Chile. Así, se observa que el agotamiento de la ley contrae por si solo la actividad agregada en 0,38% al año (tabla III.5). En particular, la ley minera en Chile genera una pérdida de producción mayor que para el promedio de países mineros analizados. Asimismo, al incorporar explícitamente la ley minera en la función de producción agregada, el crecimiento agregado de la PTF es más cercano al de la PTF no minera.

TABLA III.5
Crecimiento agregado-contabilidad de crecimiento aumentado

	VA	SPTF	K	H	Ley Minera
Chile					
No minero	4,68	1,62	2,07	0,99	
Agregado	4,09	1,20	2,44	0,83	-0,38
Prom.: Australia, Canadá, Chile, Perú					
No minero	3,69	0,99	1,74	0,95	
Agregado	3,66	0,84	2,20	0,80	-0,18

VA es Δy_t, SPTF es $\Delta sptf_t^{Tradicional}$, K es $(1-\alpha)\Delta k_t$ y H es $\alpha\ \Delta h_t$. y Ley Minera $\gamma\ \Delta r_t$
Fuente: De la Huerta y Luttini (2018).

Conclusiones

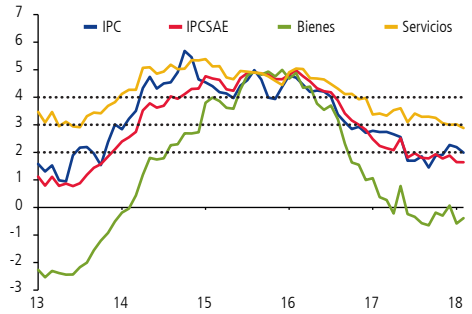
En este Recuadro se muestra que incorporar el capital no reproducible como factor productivo tiene un impacto de primer orden en la interpretación de las fuentes de crecimiento económico de economías mineras, en general, y Chile, en particular. Concretamente, omitir el capital no reproducible lleva a exagerar la contribución del capital reproducible y a subestimar el crecimiento de la PTF. Una vez incorporado, se aprecia que las contribuciones de la PTF y los factores reproducibles en los sectores minero y no minero resultan más balanceadas. En cuanto a la PTF minera, se observa que su crecimiento es más dinámico, de hecho positivo, que lo que sugiere el enfoque tradicional. Sin embargo, su crecimiento promedio resulta menor al de países comparables.

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.

En los últimos meses, la inflación anual del IPC y del IPCSAE se mantuvo en torno a 2%, en línea con lo esperado en el IPoM de diciembre (gráfico y tabla IV.1). Como ha sido la tónica del último año, la inflación anual de los servicios del IPCSAE ha mostrado una desaceleración gradual, mientras la de los bienes sigue siendo negativa. En ambos casos sus dinámicas han estado influidas por la brecha de actividad y la trayectoria del tipo de cambio, siendo esta última más importante para la inflación de bienes. Dentro de los elementos más volátiles, las frutas y verduras frescas aumentaron su tasa de variación anual, volviendo a aportar a la inflación total. El escenario base contempla que la inflación anual disminuirá temporalmente en lo inmediato, para luego ubicarse en torno a 2% hasta el primer trimestre del 2019. A partir de ahí, se acelerará hasta ubicarse en 3% a fines del 2019, manteniéndose cerca de ese valor durante todo el 2020. El IPCSAE alcanzará valores en torno a 1,5% anual hacia mediados del 2018, debido principalmente a los efectos de la apreciación del peso de los últimos meses, llegando a 3% en dos años plazo.

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



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

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

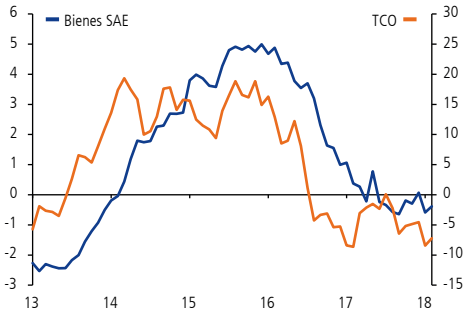
TABLA IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)

	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 prom.	3,8	4,0	3,2	4,5	3,8	1,8
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
May.	2,6	2,5	0,8	3,6	2,6	2,8
Jun.	1,7	1,8	-0,2	3,1	1,3	1,6
Jul.	1,7	2,0	-0,3	3,4	1,0	1,1
Ago.	1,9	1,8	-0,6	3,3	1,2	4,1
Sep.	1,5	1,8	-0,6	3,3	-0,4	3,4
Oct.	1,9	1,9	-0,2	3,3	0,8	4,1
Nov.	1,9	1,8	-0,3	3,1	1,6	3,9
Dic.	2,3	1,9	0,1	3,0	2,5	5,3
2018 Ene.	2,2	1,6	-0,6	3,0	3,9	3,0
Feb.	2,0	1,6	-0,4	2,9	2,8	3,2

(*) Para su definición, ver Glosario.

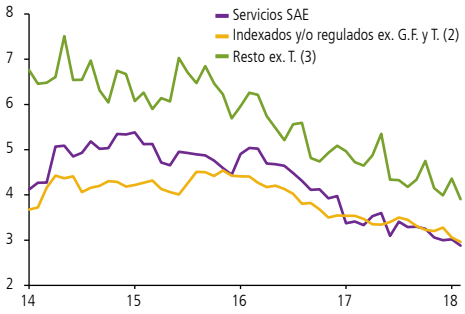
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.2
Tipo de cambio y bienes SAE
(variación anual, porcentaje)



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

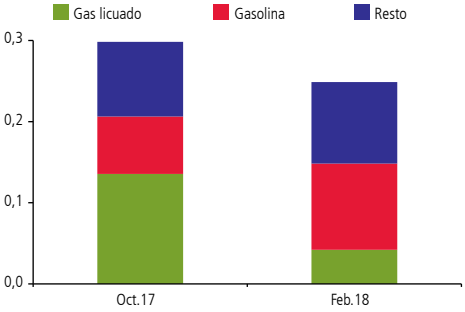
GRÁFICO IV.3
Servicios SAE y desagregación (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Para mayor detalle ver Recuadro IV.1, IPoM de marzo del 2017.
(2) No considera los ítems de gasto financiero (G.F.) ni de transporte (T.) asociado a este componente.
(3) No considera los ítems de transporte (T.) asociado a este componente.

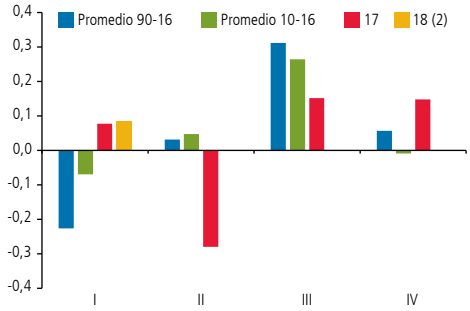
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.4
Combustibles: incidencia anual en la inflación total
(puntos porcentuales)



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

GRÁFICO IV.5
Frutas y verduras: incidencia trimestral en la inflación total (1)
(puntos porcentuales)



(1) Calculada utilizando la serie empalmada con el índice base anual 2013=100 y la ponderación de FyV de esta última canasta. Se considera el último mes de cada trimestre.
(2) El primer trimestre considera hasta el mes de febrero.

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

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

La tasa de variación anual del IPCSAE se ubicó en 1,6% en febrero del 2018 (1,9% en octubre) en línea con lo previsto y con la evolución de sus principales determinantes. Desde una perspectiva más larga, se observa que el IPCSAE ha venido reduciendo su tasa de expansión anual de manera gradual desde principios del 2016, momento en el que alcanzó un máximo cercano a 5% anual. Este comportamiento ha sido más marcado para la parte de bienes, la que redujo cerca de 5 puntos porcentuales (pp) su tasa de variación anual, registrando -0,4% a febrero de este año. Esto, en gran medida, debido a la trayectoria del tipo de cambio. En efecto, la paridad peso/dólar superó los $700 en enero del 2016 y, con vaivenes, se ha venido apreciando ubicándose cerca de $600 pesos por dólar al cierre estadístico actual (gráfico IV.2). Los servicios del IPCSAE han mostrado una baja más pausada de la variación anual (2pp) en igual lapso, registrando valores cercanos a 3% al cierre de este IPoM. Ello, en concordancia con su menor sensibilidad al tipo de cambio, con la evolución de la brecha de actividad y la indexación habitual (gráfico IV.3).

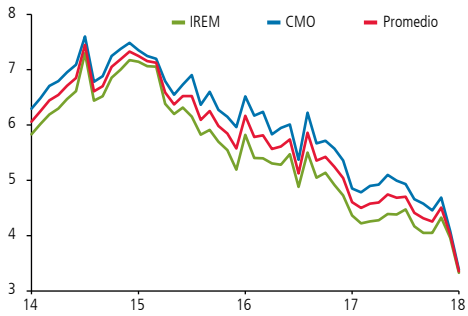
Respecto de los elementos más volátiles de la canasta, la energía moderó su expansión anual desde 4,1 a 3,2% entre el IPoM anterior y febrero, respectivamente, en gran medida por la menor variación anual del precio de los combustibles, que se situó en 5% (6,2% en octubre). El comportamiento de la inflación de combustibles se relaciona, principalmente, con el menor crecimiento del precio interno del gas natural licuado respecto de un año atrás (de 16 a 4,5% anual entre octubre y febrero) que no alcanzó a ser compensado por el mayor aporte de la gasolina. Si bien el precio internacional de esta última se elevó por sobre 10% anual, en promedio, desde octubre a febrero, la apreciación de la paridad peso/dólar y la aplicación del MEPCO suavizaron el traspaso a los precios internos (gráfico IV.4). Las tarifas eléctricas siguieron con variaciones anuales menores a 1% desde octubre.

Los alimentos aumentaron su expansión anual a 2,8% en febrero (0,8% en octubre). Esto, debido a que el precio de las frutas y verduras frescas (FyV) registró un aumento importante de su tasa de variación anual. Esta llegó a 7% en febrero, desde el -9,6% de octubre. En este resultado se combinan, principalmente, menores bases de comparación y, en menor medida, niveles de precios que fueron subiendo en los últimos meses. No obstante, como ocurrió durante gran parte del 2017, las FyV siguen mostrando un comportamiento estacional distinto al de sus patrones históricos. En efecto, la incidencia en la inflación total de estos precios acumulada en los dos primeros meses del año fue positiva, contrario al aporte negativo que tiene usualmente en el primer trimestre de cada año (gráfico IV.5). En términos anuales, volvió a destacar la volatilidad del precio de las papas y los tomates que crecieron cerca de 20% en febrero, en circunstancias de que hace unos meses habían caído 20 y 30% anual, respectivamente. El resto de los alimentos redujo su tasa de variación anual a 1,9% en febrero (3,2% en octubre) uno de sus valores más bajos en varios años.

Desde fines del 2017, el crecimiento anual de los salarios nominales tuvo una desaceleración más marcada que en meses previos (gráfico IV.6). Concordante con esto, los entrevistados para el Informe de Percepciones de Negocios de febrero coinciden en las menores pretensiones salariales de los postulantes y en que los salarios se ajustan mayoritariamente solo por el IPC. En términos más generales, los entrevistados indicaron que el control de costos seguiría siendo una preocupación de primer orden en lo venidero. Varios consultados señalaron que esperaban realizar inversiones en la medida en que las ventas aumentaran, las que se enfocarían, en gran parte, en mejoras de eficiencia y reducción de costos laborales. En cuanto a los costos importados, consultados sobre el efecto de la apreciación cambiaria de los últimos meses, los entrevistados se encontraban divididos respecto de si eso se traduciría en menores precios a los consumidores o en la recuperación de los márgenes del negocio.

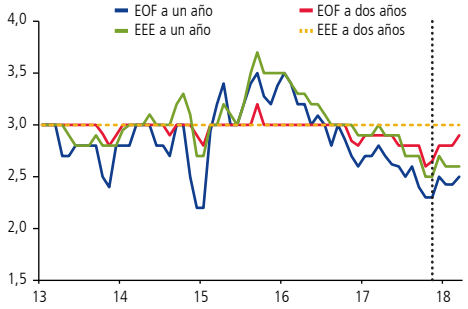
El costo de los bienes de consumo importados, medidos por el IVUM en dólares, subió cerca de 3% anual en el cuarto trimestre del 2017, con niveles en el margen que siguen recuperándose respecto de los registros mínimos que tuvo en el 2016. El índice de precios externos medido en dólares continuó mostrando tasas de variación anual mayores que las de meses previos, alcanzando algo menos de 8% a enero (cerca de 4% en octubre). Esto, por inflaciones en el resto del mundo que se han ido recuperando y la depreciación multilateral del dólar estadounidense.

GRÁFICO IV.6
Salarios nominales
(variación anual, porcentaje)



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

GRÁFICO IV.7
Expectativas de inflación de las encuestas (*)
(porcentaje)



(*) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero de este año. Desde febrero, se publica dos días hábiles luego de la publicación de la Minuta de la RPM y tres días hábiles antes de la RPM. La línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

En el escenario base, la inflación anual descenderá transitoriamente en los meses venideros y se mantendrá en torno a 2% hasta el primer trimestre del 2019, para luego acelerarse, ubicándose en 3% a fines de ese año. La variación anual del IPCSAE seguirá descendiendo hacia valores en torno a 1,5% hacia mediados del 2018, mayormente por la apreciación del peso de los últimos meses, para luego subir gradualmente a 2% en el primer trimestre del 2019 y alcanzar 3% a fines del horizonte de política. Esto, en un contexto en que el crecimiento de la actividad por sobre el potencial, llevará al cierre de la brecha de actividad. Se suma que, como supuesto de trabajo, el escenario base contempla que el tipo de cambio real volverá hacia sus valores de largo plazo en dos años.

En el corto plazo, como se mencionó, la inflación total se ubicará algo por debajo de 2% debido, principalmente a que el IPCSAE seguirá acercándose a registros en torno a 1,5% anual, en gran medida porque la citada apreciación cambiaria de los últimos meses llevará a tasas de variación anual de los bienes a valores más negativos que los recientes. Los elementos más volátiles compensarán en parte esa dinámica. Esto, en gran parte por los alimentos que seguirán, poco a poco, incrementando su tasa de variación anual hacia valores más cercanos a sus promedios históricos. Por el lado de la energía, en lo inmediato no se prevén mayores cambios respecto de sus variaciones anuales al cierre de este IPoM.

Las expectativas de inflación del mercado aumentaron a uno y dos años plazo respecto del IPoM previo (gráfico IV.7). No obstante, a tres meses plazo, las expectativas contemplan un descenso adicional de la inflación desde los niveles actuales. Esto, en un contexto en que por un lado, el consenso del mercado siguió aumentando las expectativas de crecimiento económico para el 2018-2019 y, por otro el peso se apreció respecto de diciembre. Así, al cierre estadístico de este IPoM los seguros de inflación señalan valores anuales menores a 2% hacia mediados de año. A diciembre del 2018, la EEE de marzo redujo la inflación esperada a 2,6% (2,8% en octubre). A un año plazo las expectativas de inflación del mercado subieron a un rango entre 2,4 y 2,6% al cierre actual (2,2-2,5% en el IPoM de diciembre) según los seguros de inflación y las encuestas. A dos años plazo, la EOF de marzo elevó su estimación a 2,9% (2,7% en el IPoM pasado), en tanto la EEE de igual mes permaneció en 3%. A igual plazo, las expectativas que se desprenden de los precios de los activos, descontados los premios, subieron en el intertanto, ubicándose algo por debajo de 3%.

RECUADRO IV.1
TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO A PRECIOS

El tipo de cambio es uno de los principales determinantes de la inflación, por lo que existe una preocupación natural por entender mejor la sensibilidad de esta última a las fluctuaciones del valor de la divisa, el llamado coeficiente de traspaso del tipo de cambio (CT). Estudios para Chile encuentran que, en promedio, este se ubica entre 0,1 y 0,2 al cabo de un año[1]/, aunque con una gran varianza entre los distintos productos que componen la canasta del IPC[2]/. Menos estudiadas son las diferencias en el CT asociadas a las distintas causas por las que el valor del peso varía[3]/. Esto es, cómo cambian los efectos inflacionarios de los movimientos del tipo de cambio cuando, por ejemplo, son originados en un movimiento del valor global del dólar versus uno relacionado con *shocks* idiosincráticos a Chile.

Este Recuadro contribuye al análisis de este aspecto[4]/. En particular, analiza el CT asociado a dos tipos de shocks que en su conjunto explican casi el 90% de las fluctuaciones del tipo de cambio nominal (TCN). Estos son: (i) movimientos en los precios internacionales relevantes para Chile[5]/, y (ii) alteraciones de la condición de paridad de tasas de interés. En el primero, la idea es que una caída de los precios externos se asocia típicamente a una moneda local más depreciada, tanto por los menores precios de exportación como por ser un mecanismo para recuperar la competitividad. En el segundo, el mecanismo de transmisión es conocido: aumentos del premio exigido por invertir en moneda local generan una depreciación del peso. Del análisis, se concluye que el CT difiere marcadamente entre ellos: un movimiento de 10% del TCN se asocia a un aumento de la inflación a un año después de 0,5 y 2,6%, respectivamente. Además, el impacto inflacionario de movimientos del tipo de cambio asociados a desviaciones de la paridad de tasas de interés es más persistente que el de los derivados de cambios en la inflación externa. En efecto, el CT después de dos años es 0,6 y 5,4%, respectivamente. Por último, coherente con la evidencia empírica previa, se encuentra que en ambos casos, las variaciones del tipo de cambio tienen mayor efecto en los bienes transables que en los no transables.

La implicancia para la política monetaria es evidente: no todas las variaciones del tipo de cambio tienen las mismas consecuencias inflacionarias y, por lo tanto, la respuesta de la TPM debe considerar su origen.

Coeficiente de traspaso según fuentes del movimiento cambiario

Tres son los principales resultados del análisis[6]/. En primer lugar, la dinámica del tipo de cambio nominal se explica principalmente por dos *shocks*: perturbaciones a la paridad de interés y cambios en los precios externos que enfrenta el país. El primero tiende a capturar factores propios de los países emergentes, como cambios en el apetito por riesgo y movimientos idiosincráticos al país que alteren el atractivo de invertir en la moneda local[7]/. El segundo se asocia más a factores de oferta y demanda global, así como a cambios en el valor global del dólar. En su conjunto, estos dos *shocks* explican 90% de las variaciones trimestrales del tipo de cambio. El primero explica cerca de 20% de la varianza y el segundo alrededor de 70%. A su vez, estos *shocks* explican cerca de 22% de la varianza de la inflación trimestral, 32% de la variación trimestral del IPCSAE bienes y 19% del IPCSAE servicios, estas dos últimas proxy de bienes transables y no transables, respectivamente (tabla IV.2).

[1]/ Esto es, después de doce meses, una depreciación del peso de 10% se asocia a un aumento de la inflación de entre 1 y 2%. Ver Albagli *et al.* (2015), Bertinatto y Saravia (2015), Contreras y Pinto (2016) y Justel y Sansone (2015).

[2]/ Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo del 2016 y el análisis contenido en Contreras y Pinto (2016).

[3]/ Una excepción es Forbes *et al.* (2015).

[4]/ Para identificar los distintos *shocks* que mueven al tipo de cambio se utiliza un modelo de equilibrio general para Chile desarrollado por García-Cicco y García (2018). Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo del 2016 para un ejercicio alternativo que estudia las diferencias para la inflación de movimientos en el tipo de cambio según sea un movimiento global o idiosincrático a Chile.

[5]/ Específicamente, es el componente principal de un conjunto de precios externos tanto de precios de importaciones como de exportaciones. Este *shock* tiene una alta correlación con el precio del cobre.

[6]/ Ver detalles en García-Cicco y García (2018).

[7]/ Este *shock* captura todos los movimientos del tipo de cambio que no se explican por el diferencial de tasas observado entre el rendimiento de bonos en pesos chilenos vs. bonos americanos. Por lo tanto, este *shock* captura en principio una diversidad de elementos que pueden explicar desviaciones de la moneda de dicha paridad. Empíricamente, se relaciona con cambios en las expectativas futuras de las tasas de interés que no se ven reflejadas en las variables observadas por el modelo, como movimientos en la curva de rendimiento de las tasas de interés en EE.UU.

TABLA IV.2
Descomposición de varianzas (*)
(porcentaje)

Variable	*Shock* de precios internacionales	*Shock* a la paridad de tasas	Otros *shocks*
ΔTC Nominal	69	18	13
ΔIPC	6	15	79
ΔBienes SAE	9	23	68
ΔServicios SAE	6	13	81

(*) Porcentaje de la varianza de cada variable (filas) atribuible a cada *shock* (columnas). Otros *shocks* corresponde a la suma del resto de los *shocks* del modelo.

Fuente: García *et al.* (2018).

En segundo lugar, los resultados indican que el CT asociado a cada uno de estos *shocks* difiere marcadamente. Por una parte, movimientos cambiarios generados por un *shock* a la variación de precios internacionales tienen un impacto menor que el generado por desviaciones de la paridad de tasas (tabla IV.3). En efecto, el menor CT asociado al *shock* de precios internacionales se traduce en que este explique solo 6% de la variación histórica del IPC, pese a ser el *shock* dominante en la variación del tipo de cambio nominal (tabla IV.2)[8/]. Por otra parte, los efectos inflacionarios del *shock* de precios internacionales no se intensifican con el paso del tiempo, con lo que su efecto residual en la inflación proyectada a dos años —el horizonte de política monetaria— es pequeño. Por el contrario, el efecto inflacionario de *shocks* a la paridad de tasas aumenta en el tiempo (es casi nueve veces mayor en el IPC total a dos años), aunque se produce de forma más gradual. Esto lo hace más relevante para la evolución de la inflación esperada.

TABLA IV.3
Coeficientes de traspaso estimados
(cambio acumulado en precio por cambio acumulado en TCN)

Variable	IPC	Bienes SAE	Servicios SAE
	CT condicional, *shock* precios internacionales		
1 año	0,05	0,07	0,02
2 años	0,06	0,08	0,03
	CT condicional, *shock* paridad de tasas		
1 año	0,26	0,40	0,09
2 años	0,54	0,75	0,29
	CT, modelo VAR		
1 año	0,06	0,06	0,00
2 años	0,15	0,14	0,06

Fuentes: García *et al.* (2018) y Contreras y Pinto (2016).

[8/] La ponderación de los CT asociados a cada *shock* de acuerdo a la participación de cada uno en la varianza de la depreciación cambiaria entrega un CT promedio similar al estimado por metodologías empíricas tradicionales que no controlan por el origen del *shock*.

¿A qué se deben las diferencias? Ambos *shocks* generan movimientos no solo en el tipo de cambio, sino que también en otras variables de la economía que atenúan el impacto inflacionario asociado a los movimientos del tipo de cambio. Por lo pronto, tanto el aumento del premio exigido por invertir en pesos chilenos, como la reducción de los precios externos generan una contracción en la demanda agregada, atenuando en algo el efecto inflacionario de la depreciación. Sin embargo, en el caso de los menores precios internacionales hay un canal adicional, pues también se reduce el precio de las importaciones, con el consecuente efecto a la baja en la inflación vía menores precios de bienes importados. Este efecto compensatorio más fuerte en el caso de *shocks* de precios internacionales explica el menor CT asociado. Por último, se aprecia que, independiente de la razón por la que se mueve el tipo de cambio, el CT es siempre mayor para los bienes transables (IPCSAE bienes) que para los no transables (IPCSAE servicios).

Conclusiones

Este Recuadro muestra que hay diferencias no triviales en el CT dependiendo del origen de la variación del tipo de cambio. De este modo, resulta importante diferenciar el origen del movimiento cambiario al momento de pronosticar su efecto en la inflación e informar las decisiones de política. En particular, se reporta que cambios en los precios internacionales tienen una influencia baja en la inflación de mediano plazo, pese a ser dominantes en explicar movimientos del tipo de cambio nominal. En este caso es razonable que la TPM no responda mayormente a dichas fluctuaciones. Por el contrario, cuando las variaciones del tipo de cambio se asocian a *shocks* de carácter más idiosincrático, como perturbaciones a la paridad de tasas de interés, los impactos inflacionarios son mayores y más persistentes.

Como es usual, es necesario un par de notas de cautela. En primer lugar, siempre se debe tener en cuenta el contexto en que se dan las variaciones del tipo de cambio, ya que los shocks no se dan de manera aislada, sino que son varias perturbaciones a la vez. Es el conjunto de *shocks* lo que determina la política monetaria, no un *shock* específico. Por último, se debe tener en consideración que la inferencia en tiempo real del origen del shock cambiario no es trivial, y que tiende a sufrir revisiones en el tiempo.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

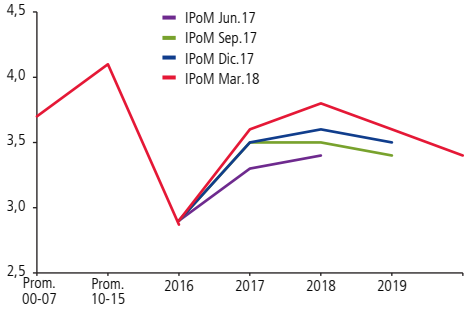
Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables para la inflación y el crecimiento. Como estas son condicionales a los supuestos del escenario base, además se presenta la evaluación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

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

Desde el último IPoM, la inflación ha evolucionado en línea con lo previsto, mientras que la actividad ha mostrado un dinamismo superior a lo anticipado. El cierre de las cuentas nacionales del 2017 mostró que durante el año pasado la economía creció 1,5%. Sin embargo, tuvo una trayectoria algo diferente a lo antes considerado, con una mayor debilidad a principios de año —iniciada en la segunda mitad del 2016— y una mayor fortaleza hacia fines de este. Con ello, si bien la brecha de actividad de principios de ese año se habría abierto más que lo proyectado, este movimiento se habría revertido rápidamente, por lo que la evaluación del Consejo respecto del estado actual de la brecha no cambia. Hacia adelante, la apreciación cambiaria de los últimos meses llevará a registros de inflación por debajo de lo anticipado en el corto plazo. No obstante, el mayor crecimiento de la actividad irá compensando esto, al generar un cierre algo más pronto de la brecha de actividad que apoyará la convergencia de la inflación en el horizonte de política. En este contexto, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria en 2,5% durante los últimos meses y, en el escenario base, estima que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%. Para la TPM, esta trayectoria es similar a la que se deduce de las encuestas disponibles al cierre estadístico de este IPoM.

El escenario externo que enfrenta la economía chilena ha continuado mejorando en los últimos meses. Por el lado del crecimiento mundial, se prevé que los socios comerciales tendrán una expansión algo superior a la contemplada en el IPoM previo. Como fue la tónica durante todo el 2017, los antecedentes conocidos fueron revelando un mayor dinamismo de la actividad global. Así, el 2017 los socios comerciales crecieron 7 décimas por sobre el 2016 y 4 décimas más que lo anticipado a fines de ese año. Las mejores cifras han sido trasversales en las distintas economías. Se prevé que durante el horizonte de proyección los socios comerciales mantendrán una tasa de crecimiento promedio por sobre la registrada en el promedio de los últimos cinco años

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



Fuente: Banco Central de Chile.

(gráfico V.1). Las correcciones en las cifras para el 2018 se hacen especialmente evidentes en las proyecciones de las economías desarrolladas. En la Eurozona, donde el dinamismo de la actividad ha sorprendido de manera más importante, destaca el desempeño del mercado laboral y la recuperación de la confianza, en un contexto en que las exportaciones de la región se han beneficiado del mejor panorama internacional. En EE.UU. se agregan los efectos que las medidas de impulso fiscal tendrán en la actividad. Así, en ambas economías el crecimiento promedio para el 2018 se corrige al alza en 4 décimas.

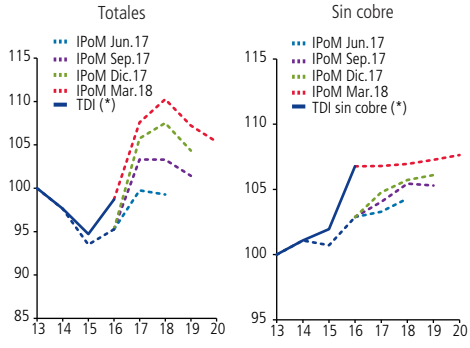
En el mundo emergente, como ha sido la tónica en el último año, nuevamente el crecimiento esperado en China se corrige al alza para el horizonte de proyección, con efectos en la misma dirección en la actividad de otras economías de Asia. Ello, luego de que en China las cifras efectivas del 2017 superaran lo anticipado. Sus autoridades han sido exitosas en adoptar políticas que han permitido avanzar en el rebalanceo de su economía, sin provocar mayores efectos negativos en el crecimiento y evitando disrupciones en su sistema financiero. Así, para el horizonte de proyección se espera que las tasas de crecimiento de la economía china se vayan reduciendo paulatinamente, aunque esta trayectoria se vislumbra más gradual que lo previsto con anterioridad.

Las condiciones financieras internacionales han permanecido favorables para las economías emergentes, más allá de alguna volatilidad en estos últimos meses. Hacia adelante, el mejor desempeño económico de las economías desarrolladas llevará a sus autoridades a seguir retirando los estímulos monetarios. Para EE.UU. las expectativas de mercado implícita en los precios de los activos financieros apuntan a que la Reserva Federal efectuará al menos 3 alzas de 25 puntos base en el 2018. Tal como ha sido hasta ahora, no se espera que este proceso genere disrupciones relevantes en los mercados financieros, aunque implicará mayores costos de financiamiento externo para las economías emergentes. El dólar se ha depreciado a nivel global; no obstante, el escenario base supone una apreciación en el horizonte de proyección dando cuenta, entre otros factores, del efecto que la política fiscal de EE.UU. y la adopción de medidas proteccionistas tendrán sobre su moneda.

Los términos de intercambio más altos durante el horizonte de proyección también forman parte del mayor impulso externo previsto (gráfico V.2). El precio del cobre se ha mantenido por sobre US$3 la libra. Las mejores expectativas para el crecimiento mundial, en particular el dinamismo de la economía china y la fortaleza de la actividad manufacturera mundial llevan a precios del cobre para el 2018 y el 2019 que son 3 y 7% superiores a lo previsto en diciembre, respectivamente. El escenario base también corrige al alza los precios de otros productos de exportación, como algunos productos agrícolas. Este panorama se compensa parcialmente con precios del petróleo que, si bien se prevé serán en promedio más de 5% superiores a lo proyectado en diciembre, siguen contemplando una trayectoria descendente. Ello, en razón del techo que impone la rapidez con la que pueden entrar y salir del mercado los productores de *shale oil* en EE.UU. Así, los términos de intercambio vuelven a corregirse al alza para los próximos años.

El 2017 la economía chilena creció 1,5%, en línea con lo contemplado en diciembre. Sin embargo, la revisión de las cuentas nacionales mostró un sector

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



(*) Línea azul oscura punteada corresponde a estimación de los TDI para el período 2013-2016 previo a la revisión de Cuentas Nacionales publicada el 19 de marzo de 2018.

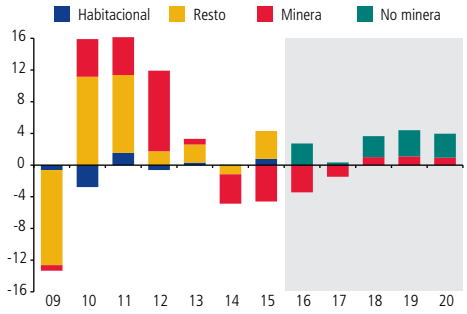
Fuente: Banco Central de Chile.

minero bastante más débil en la primera mitad del año y un sector no minero más dinámico hacia el cierre de este. Con ello, se acentuó la baja base de comparación que dejó la paralización en Escondida a principios del 2017. Por el lado del PIB no minero, el desempeño más favorable de sectores asociados a la inversión hacia fines del año pasado dejó un punto de partida para el PIB no minero más elevado que el previsto. Todo ello contribuirá a generar altas tasas de crecimiento anual en la primera mitad del año. En tanto, el proceso de cierre de la brecha de actividad se retomará hacia el segundo semestre del 2018. Así, en el escenario base, la economía chilena crecerá el 2018 entre 3,0 y 4,0%, por sobre lo anticipado en el IPoM pasado. El mayor impulso externo y una política monetaria que se mantendrá expansiva apoyarán este proceso. Como supuesto de trabajo, se considera que en el 2018 la economía recibirá un impulso fiscal acorde con lo contemplado para el presupuesto vigente. Desde ahí en adelante, se supone que el gasto fiscal seguirá la senda de consolidación fiscal expresada en el último Informe de las Finanzas Públicas. En el 2019 y 2020 —a partir de este IPoM, y con el fin de aumentar la transparencia de su visión de la economía y la trayectoria de la política monetaria, el Consejo ha decidido agregar un tercer año de proyección (Recuadro V.1)— la economía continuará creciendo por encima de su potencial, cerrando la brecha de actividad. El 2019 se registrará una tasa de crecimiento del PIB entre 3,25 y 4,25% y el 2020, entre 3,0 y 4,0%.

Por el lado del gasto, el cierre anual de las cuentas nacionales mostró una situación menos negativa que lo previsto para la formación bruta de capital fijo (FBCF), con una variación anual que volvió a ser positiva en el cuarto trimestre del 2017. Destaca la menor debilidad del componente de construcción y obras, que se condice con cifras menos negativas en el PIB de la construcción y el mejor desempeño de sectores como los servicios empresariales. Hacia adelante, si bien las expectativas del sector de la construcción se han recuperado de manera importante, es difícil que se dé una aceleración adicional en lo inmediato. Ello, considerando que varios indicadores coyunturales del sector, como el empleo o los despachos de cemento, no han seguido subiendo. Se suma que otras fuentes de información como el Catastro de la CBC, los planes de inversión de empresas en el IPSA o las entrevistas realizadas en el marco del Informe de Percepciones de Negocios, no apuntan a una aceleración mayor en lo más reciente. De hecho, en este último Informe se aprecia relativa cautela, esperándose un dinamismo más marcado hacia la segunda parte del año. En el escenario base, la inversión en maquinaria y equipos, componente que ya venía mostrando una evolución más favorable, seguirá apoyada por las bajas tasas de interés y la apreciación cambiaria. Respecto de la inversión minera, se estima que su ciclo de ajuste llegaría a su fin durante el año, recogiendo los efectos del mayor precio del cobre (gráfico V.3). Con ello, como porcentaje del PIB, en el 2018 la FBCF alcanzará a 21,6 y 21,3% en términos reales y nominales, cifras que se elevarán levemente en el 2019 y el 2020.

Respecto del consumo, las proyecciones son algo superiores a las previstas en diciembre y acordes con la recuperación que se prevé para el ingreso. De hecho, contemplan un crecimiento de la masa salarial real cercana a 4,5% en el promedio 2018-2020, por encima del valor en torno a 3% de los dos años anteriores. Ello, suponiendo que los salarios volverán a crecer a tasas cercanas a sus promedios históricos. Asimismo, las proyecciones del consumo privado

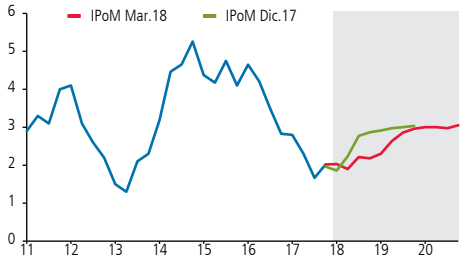
GRÁFICO V.3
Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)
(puntos porcentuales)



(*) Para el año 2016 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El componente de FBCF resto se trata residualmente. Para informar las proyecciones de los años 2017, 2018 y 2019 se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

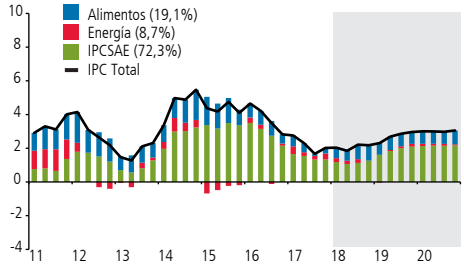
Fuente: Banco Central de Chile.

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



(*) El área gris, a partir del primer trimestre del 2018, corresponde a la proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

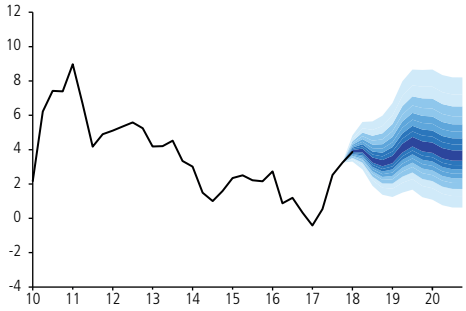
GRÁFICO V.5
Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



(*) 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 primer trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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

GRÁFICO V.6
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 se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo estima que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.

Fuente: Banco Central de Chile.

recogen la sostenida recuperación de las expectativas de consumidores así como el importante dinamismo que ha mostrado el consumo durable.

Las exportaciones se verán beneficiadas del mayor crecimiento que se prevé para los socios comerciales, mientras las importaciones reflejarán el mayor dinamismo de la demanda interna. La cuenta corriente tendrá déficits entre 1,5 y 2% del PIB en estos años, valores algo superiores a los del 2017, coherente con la mayor inversión prevista en el nuevo escenario base. A precios de tendencia[1]/ el déficit de la cuenta corriente se ubicará en valores algo superiores a 3% del PIB en el horizonte de proyección.

La inflación ha evolucionado en línea con lo previsto en diciembre, pero, hacia adelante, el escenario base de este IPoM contempla niveles por debajo de lo proyectado. Con ello, la convergencia de la inflación a la meta de 3% se posterga hasta el segundo semestre del 2019 (gráfico V.4). El ajuste en la proyección se origina principalmente en la apreciación registrada por el peso desde el cierre estadístico del IPoM anterior. En todo caso, este IPoM considera que el TCR convergerá a sus valores de largo plazo en el horizonte de proyección. Así, en el corto plazo la inflación del IPC seguirá fluctuando en torno a 2% anual hasta el primer trimestre del 2019. Posteriormente, en la medida en que el tipo de cambio real vuelva a sus niveles de largo plazo y el proceso de cierre de la brecha esté más consolidado, la inflación convergerá gradualmente hasta 3%, donde se ubicará al cierre del horizonte de política monetaria, el primer trimestre del 2020. El IPCSAE, cuyo componente de bienes denota con mayor intensidad el efecto cambiario, tendrá variaciones anuales que se ubicarán en torno a 1,5% en los próximos meses. A partir de la segunda mitad del año comenzará a subir paulatinamente, superando el 2% a inicios del 2019 para aproximarse a 3% hacia fines de ese año y principios del 2020 (gráfico V.5).

Respecto de la política monetaria, en el escenario base, el Consejo estima que hacia el 2020 la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral, que sigue estimando entre 4 y 4,5%. Como supuesto de trabajo, se considera que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%. Para la TPM, esta trayectoria es similar a la que se deduce de las encuestas disponibles al cierre estadístico de este IPoM.

[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).

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.6, V.7 y V.8).

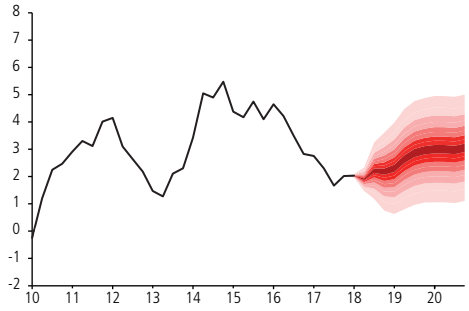
Desde el punto de vista de su incidencia en la actividad local, el balance de riesgos del escenario externo se encuentra sesgado a la baja. En la medida que se ha ido materializando un escenario más positivo para la actividad mundial, han aumentado los riesgos de una trayectoria de alza de tasas de la Fed más empinada. Un alza más rápida de la inflación podría obligar a un retiro más acelerado de los estímulos monetarios. Esto podría darse en un escenario en que la demanda sea más dinámica de lo previsto, por ejemplo, derivado de la implementación del paquete de estímulo fiscal. El deterioro de las condiciones financieras globales que esto causaría podría tener consecuencias especialmente relevantes para aquellas economías emergentes cuya posición fiscal o financiera es menos sólida o sostienen elevados niveles de endeudamiento. Preocupa la situación de China, pues aún resta por resolver varios desequilibrios en sus mercados. Traspiés en este proceso podrían tener efectos relevantes en los precios de los activos financieros mundiales y de las materias primas.

Por otro lado, el gobierno de EE.UU. ha realizado anuncios proteccionistas que podrían dar paso a una escalada de reacciones por parte de otros países, afectando el comercio mundial. Más allá de las consecuencias de corto plazo, este tipo de medidas afectaría negativamente el crecimiento tendencial de la economía mundial y de la chilena.

En lo interno, el Consejo estima que los riesgos para la actividad están sesgados al alza. Las perspectivas para el 2018 muestran un crecimiento de la inversión similar al del PIB. Sin embargo, es posible que esta tenga un dinamismo mayor, teniendo en cuenta el favorable escenario externo, la expansividad de la política monetaria, la mejora de las confianzas y los datos de los últimos meses. Este riesgo se matiza en parte porque sigue preocupando el estancamiento que muestra la creación de empleo asalariado privado y el menor dinamismo de los salarios nominales. En todo caso, distintas encuestas muestran que las expectativas sobre el empleo han mejorado durante los últimos meses, en línea con las mejores perspectivas para el crecimiento.

Respecto de la inflación, el Consejo estima que los riesgos están balanceados. Las amenazas para su convergencia a 3% se han atenuado, principalmente por las implicancias que el mejor panorama de actividad tiene sobre el proceso de cierre de las holguras de capacidad. No obstante, la evolución del tipo de cambio hará que en los próximos meses la inflación sea menor a lo previsto en diciembre, situación que el Consejo seguirá monitoreando con especial cuidado, dado sus potenciales implicancias negativas sobre la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. De esta manera, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

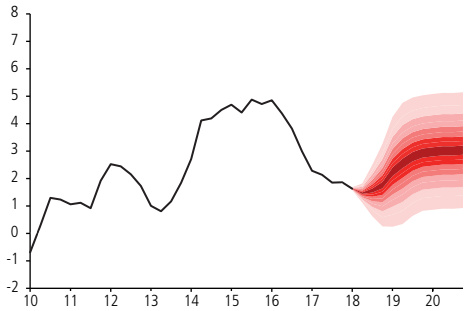
GRÁFICO V.7
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) 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 se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo estima que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.8
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 se construyen a partir de los RMSE de los modelos MAS-MEP promedio 2009 al 2017 y resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. En el escenario base, el Consejo estima que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.

Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO V.1
PROYECCIONES DEL ESCENARIO BASE DEL IPOM

El Banco lleva adelante su política monetaria en un marco de metas de inflación, el que, para su correcto funcionamiento, requiere de una adecuada comunicación de las acciones realizadas y sus fundamentos, así como de un diagnóstico apropiado de la evolución de la economía local y externa. En este contexto, el Informe de Política Monetaria (IPoM) que se publica trimestralmente da cuenta de la visión que el Consejo tiene sobre el estado actual de la economía y su evolución futura. También contiene una visión sobre cómo manejará la política monetaria en el escenario más probable, de modo que la inflación proyectada a dos años plazo se ubique en 3%, que es la meta del Banco Central.

En cada IPoM, el Consejo elige una trayectoria de TPM como supuesto de trabajo tal que las proyecciones del escenario base sean coherentes con una inflación que no solo se ubica en la meta de 3% a dos años plazo, sino que además se mantiene en torno a ese valor desde ese momento en adelante. Si bien esto era algo que podía inferirse del escenario base proyectado, hasta ahora el Consejo no había hecho explícita las proyecciones del escenario base más allá de dos años plazo.

A partir de este IPoM, y con el fin de aumentar la transparencia de su visión de la economía y la trayectoria de la política monetaria, el Consejo ha decidido agregar un tercer año de proyección a los datos que publica en cada IPoM. Este cambio, se suma a los ya adoptados en marzo del 2016, cuando el Consejo decidió extender en un año la proyección de crecimiento de la actividad[1]/.

De este modo, a partir de marzo del 2018, cada IPoM contendrá las proyecciones de crecimiento e inflación para tres años: el año en curso y los dos siguientes. Las proyecciones de estas variables seguirán reportándose de dos maneras. La primera, una estimación de su valor en el escenario base. En el caso de la inflación, la presentación seguirá como un número puntual, mientras que para el crecimiento lo hará como un rango[2]/, tal cual como se realiza para el año en curso y el siguiente (tabla V.1).

TABLA V.1
Rango de estimación del crecimiento en los IPoM
(punto porcentual)

	Año en curso	Año siguiente	Año subsiguiente
Marzo	1,0	1,0	1,0
Junio	0,75	1,0	1,0
Septiembre	0,5	1,0	1,0
Diciembre	estimación punto	1,0	1,0

Fuente: Banco Central de Chile.

La segunda forma de comunicación son los llamados *fancharts* (gráficos V.6, V.7 y V.8). Estos muestran la estimación de la senda trimestral de la inflación anual del IPC, del IPCSAE y del crecimiento del PIB, junto con distintas bandas de confianza para las estimaciones. La senda trimestral del crecimiento e inflación ayuda a una mejor comprensión de las dinámicas implícitas en el escenario base. Las bandas de confianza, por su parte, dan cuenta de la incertidumbre propia de estas estimaciones, al señalar que, incluso en presencia de *shocks* de un tamaño usual, las variables se pueden desviar significativamente de lo previsto. Las bandas pueden ser o no simétricas, dependiendo del sesgo de la proyección.

De esta forma, es importante volver a reiterar que una lectura correcta de las proyecciones que se publican en cada IPoM no solo debe considerar la estimación puntual para la inflación o el rango para el crecimiento, sino que también debe tener en cuenta el balance de riesgos que las acompaña. Ambas son un conjunto entre sí, no partes separadas.

La nueva ampliación del set de información[3]/ que se inicia con este IPoM lo acerca a los estándares de otros bancos centrales y ayuda a mejorar la comprensión del escenario macroecónomico y del curso más probable de la política monetaria.

[1]/ Recuadro V.1, IPoM marzo 2016.

[2]/ Más detalles sobre la lógica sobre el uso de rangos y estimaciones punto en las proyecciones de crecimiento e inflación se pueden revisar en el Recuadro V.1, IPoM marzo 2016.

[3]/ Se suma la publicación de los archivos Excel de todos los gráficos y tablas incluidos en el IPoM.

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 *World Economic Outlook* (WEO, octubre 2017). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2018-2020 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 3,6% para el período indicado.

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 *World Economic Outlook* (WEO, octubre 2017). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 2% para el período 2018-2020.

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.

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 EE.UU., que se consideran libres de riesgo.

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

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 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 2017: 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
TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adler, G. y C. Tovar. 2014. "Intervenciones en el mercado cambiario y su efecto en el tipo de cambio," Monetaria, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, vol. 0(1), páginas 1-54, enero-jun.
- Albagli, E., A. Naudon y R. Vergara. 2015. "Inflation Dynamics in LATAM: A Comparison with Global Trends and Implications for Monetary Policy", Documentos de Política Económica N°58, Banco Central de Chile.
- Albagli, E., L. Ceballos, S. Claro y D.Romero. 2018. "Channels of US Monetary Policy Spillovers into International Bond Markets." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Blanchard, O., G. Adler, I. de Carvalho Filho. 2015. "Can Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from Global Capital Flow Shocks?," NBER Working Papers 21427, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Ghosh, A., J. Ostry y M. Qureshi. 2017. "Managing the Tide; How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?," IMF Working Papers 17/69, International Monetary Fund.
- Banco Central de Chile. 2018. Informe de Percepciones de Negocios. Febrero.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2018. Global Economics Weekly. Varios números.
- Bertinatto, L. y D. Saravia. 2015. "El Rol de Asimetrías en el Pass-Through: Evidencia para Chile", Documento de trabajo N° 750, Banco Central de Chile.
- Brandt, N., P. Schreyer, y V. Zipperer. 2017. Productivity measurement with natural capital, Review of Income and Wealth, 63, S7-S21.
- Budget of the U.S Government, 2018, An American Budget Fiscal Year 2019. Office of Management and Budget. En: https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2018/02/budget-fy2019.pdf
- Caselli, F. y J. Feyrer. 2007. The marginal product of capital, The Quarterly Journal of Economics, 22, 535-568.
- Comisión Chilena del Cobre y Comisión Nacional de Productividad. 2016. Productividad en la gran minería del cobre en Chile período 2000/2014, Documento de Trabajo No. 2.
- Comisión Nacional de Productividad. 2017. Productividad de la Gran Minería del Cobre. Comisión Nacional de Productividad, Santiago, Chile.
- Committee for a Responsible Federal Budget. 2018. Updating the U.S. Budget Outlook. En: http://www.crfb.org/papers/updating-us-budget-outlook
- Congressional Budget Office. 2018. Bipartisan Budget Act of 2018. En: https://www.cbo.gov/system/files/115th-congress-2017-2018/costestimate/bipartisanbudgetactof2018.pdf
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Contreras, G. y F. Pinto. 2016. "Traspaso de tipo de cambio nominal a inflación desagregada en Chile", Economía Chilena, 19, pp. 154-170.
- Corbo V., y R. Gonzalez. 2014. Productivity and Economic Growth in Chile. V.Corbo (eds.) En Growth Opportunities for Chile, CEP, Santiago.
- CRU. 2018. Copper Market Outlook. Marzo.
- Daude, C., E. Levy Yeyati, A. Nagengast. 2016. "On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets," Journal of International Money and Finance, Elsevier, vol. 64(C), pages 239-261.

- De La Huerta, C. y J. Luttini. 2018. Implications of Exhaustible Resources for Growth Accounting, mimeo, Banco Central de Chile.
- Deutsche Bank. 2018. Macro Forecast Weekly Update.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2018. Global Fund Allocations. http://wwww.epfr.com/.
- Fondo Monetario Internacional. 2017. World Economic Outlook. Octubre.
- Fondo Monetario Internacional. 2018. World Economic Outlook Update. Enero.
- Food and Agriculture Organization. 2018. FAOSTAT. http://faostat.fao.org/.
- Forbes, K., I. Hjortsoe y T. Nenova. 2015. "The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through," Discussion Papers 43, Monetary Policy Committee Unit, Bank of England.
- Fratzscher, M., O. Gloede, L. Menkhoff, L. Sarno y T. Stöhr. 2017. "When is foreign exchange intervention effective? Evidence from 33 countries," CEPR Discussion Papers 12510, C.E.P.R. Discussion Papers.
- García, B., M. García y J. García-Cicco, 2018. "Traspaso del tipo de cambio a precios en Chile: un análisis estructural", mimeo, Banco Central de Chile.
- García, M. y J. García-Cicco, 2018, "Revisiting the Exchange-Rate Pass-Through: A General Equilibrium Perspective", mimeo, Banco Central de Chile.
- International Energy Agency. 2018. Oil Market Report.
- Joint Committee on Taxation 2017a. Estimated Budget of the Conference Agreement for H.R.1, The "Tax Cuts and Jobs Act". En: https://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=5053
- Joint Committee on Taxation 2017b. Macroeconomic Analysis of the Conference Agreement for H.R. 1, the "Tax Cuts and Jobs Act". En: https://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=5055
- JP Morgan Chase. 2018. Global Data Watch. Marzo.
- Justel, S. y A. Sansone. 2015. "Exchange Rate Pass-Through to Prices: VAR Evidence for Chile", Documentos de trabajo N° 747, Banco Central de Chile.
- Magendzo I. y M. Villena. 2016. Evolución de la Productividad Total de Factores en Chile, mimeo CORFO-UAI.
- Monge-Naranjo, A., J. Sanchez, R. Santaeulalia-Llopis. 2015. Natural resources and global misallocation, Working Papers 2015-13, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Nordhaus W. 1992. Lethal Model 2: The Limits to Growth Revisited, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, 23, 1-60.
- Obstfeld, M, J. Ostry y M. Qureshi. 2018. "A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies", The Review of Economics and Statistics, forthcoming.
- Rey, H. 2016. "International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma," IMF Economic Review, Palgrave Macmillan, International Monetary Fund, vol. 64(1), páginas 6-35, Mayo.

Alejandro Zurbuchen S.
REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

MARZO 2018

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.°17.336 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.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Marzo 2018