

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Diciembre 2019



**INFORME
DE POLÍTICA MONETARIA
Diciembre 2019**



CONTENIDO*/

| | |
|--|-----------|
| PREFACIO | 5 |
| RESUMEN | 7 |
| DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES | 13 |
| I. ESCENARIO INTERNACIONAL | 15 |
| II. MERCADOS FINANCIEROS | 19 |
| III. ACTIVIDAD Y DEMANDA | 29 |
| IV. PRECIOS Y COSTOS | 37 |
| V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA | 43 |
| GLOSARIO Y ABREVIACIONES | 55 |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 61 |
| RECUADROS | |
| Evolución reciente de los precios de los activos financieros chilenos | 23 |
| Impactos de la crisis social en las empresas | 33 |
| Medición de la inflación subyacente | 41 |
| Disturbios sociales, incertidumbre y actividad económica: evidencia, canales de transmisión e implicancias de política | 50 |
| Evolución reciente de la cuenta corriente | 52 |

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 2 de diciembre de 2019, excepto en los casos que se indica en el informe. Además, el informe considera la decisión de política monetaria del 4 de diciembre.

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 presentan las consideraciones detrás de la estrategia de política monetaria para los próximos y se describe cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria ante determinadas modificaciones al escenario base. 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 4 de diciembre de 2019 para publicarse el 5 de diciembre de 2019.

El Consejo

RESUMEN

El escenario macroeconómico sufrió un cambio abrupto a partir de mediados de octubre. Hasta ese momento, la economía se había comportado en línea con lo previsto en el IPoM de septiembre, con un crecimiento del PIB de 3,3% anual en el tercer trimestre y una variación anual del IPCSAE en torno a 2%. La crisis que se inició el 18 de octubre se ha caracterizado por demandas sociales que han llevado a la discusión de cambios institucionales relevantes —como una nueva constitución— y mayores presiones en el gasto fiscal. Este proceso, sin embargo, ha sido acompañado de episodios de violencia significativos y prolongados, los que han provocado importantes disrupciones en el sistema productivo, incidiendo fuertemente en una menor actividad y debilitando el empleo. La información disponible muestra un aumento relevante de la incertidumbre y un deterioro de las confianzas que estarían amplificando estos efectos. Los mercados financieros se han visto tensionados por fuertes movimientos en los precios, que en algunos casos han ido más allá de lo justificable por la mayor percepción de riesgo país. El Consejo ha adoptado diversas medidas para mejorar la liquidez en pesos y en dólares, y decidió intervenir el mercado cambiario para mitigar la alta volatilidad del tipo de cambio y ayudar a que los ajustes ocurran de manera adecuada.

En coherencia con esto último y la convergencia de la inflación a la meta, el Consejo mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 1,75% en su Reunión de diciembre. El mayor impulso fiscal recientemente anunciado, unido a la ya alta expansividad de la política monetaria, ayudará a contener el deterioro de la economía, con lo que luego de una contracción de 2,5% en el cuarto trimestre del 2019, crecerá entre 0,5 y 1,5% el 2020. Se prevé que la relevante desaceleración del crecimiento ampliará la brecha de actividad en el horizonte de política monetaria, presionando a la baja a la inflación. No obstante, los impactos financieros de la mayor incertidumbre, así como los efectos más persistentes de la depreciación del peso, aumentarán las presiones inflacionarias en el horizonte de política. En base a estos antecedentes, el Consejo considera que el estímulo monetario es el adecuado para el logro de la meta de inflación, teniendo presente el estado actual del impulso fiscal y la política cambiaria. Las expectativas de mercado, que no anticipan mayores ajustes en la TPM y que tienen una expectativa de inflación a dos años plazo en 3%, son coherentes con este diagnóstico.

Debe destacarse que las proyecciones de este IPoM se construyen en un contexto de mayor incertidumbre que la habitual. El escenario base supone un patrón de recuperación de la economía que se inicia incipientemente en diciembre, y luego prosigue con una mejoría paulatina de la demanda. Una condición clave para que este escenario se cumpla, es que la incertidumbre se reduzca



CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

| | 2018 | 2019 (f) | 2020 (f) | 2021 (f) |
|--|-------------------------------|----------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | |
| PIB | 4,0 | 1,0 | 0,5-1,5 | 2,5-3,5 |
| Ingreso nacional | 3,8 | 0,7 | 0,8 | 3,5 |
| Demanda interna | 4,7 | 0,3 | -1,6 | 4,1 |
| Demanda interna (sin variación de existencias) | 3,9 | 1,4 | 0,0 | 3,1 |
| Formación bruta de capital fijo | 4,7 | 2,5 | -4,0 | 3,2 |
| Consumo total | 3,7 | 1,1 | 1,1 | 3,1 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 5,0 | -1,1 | 2,2 | 2,2 |
| Importaciones de bienes y servicios | 7,6 | -3,8 | -7,3 | 5,5 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -3,1 | -2,9 | -0,2 | -0,8 |
| Ahorro nacional bruto (% del PIB) | 19,6 | 19,6 | 19,9 | 20,1 |
| Inversión nacional bruta (% del PIB) | 22,7 | 22,5 | 20,2 | 21,0 |
| FBCF (% del PIB nominal) | 21,3 | 22,0 | 21,1 | 21,0 |
| FBCF (% del PIB real) | 21,2 | 21,5 | 20,4 | 20,5 |
| | (millones de dólares) | | | |
| Cuenta corriente | -9.157 | -8.200 | -600 | -2.500 |
| Balanza comercial | 4.669 | 4.900 | 12.600 | 11.500 |
| Exportaciones | 75.452 | 70.500 | 72.000 | 75.600 |
| Importaciones | 70.783 | 65.600 | 59.400 | 64.100 |
| Servicios | -3.996 | -4.700 | -4.600 | -4.600 |
| Renta | -12.241 | -10.100 | -9.900 | -10.800 |
| Transferencias corrientes | 2.411 | 1.700 | 1.300 | 1.400 |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

significativamente y que los distintos sectores económicos puedan retomar sus procesos productivos. Dado el origen de la incertidumbre, su reducción depende de que se generen acuerdos transversales entre distintos actores sociales. La evidencia de episodios similares en otros países, muestra que aquellas sociedades que han logrado acuerdos que mejoran la institucionalidad y gobernabilidad pueden transitar por estos cambios profundos con efectos acotados en la actividad y el empleo (Recuadro V.1). Sin embargo, de no darse este escenario, la evidencia sugiere un panorama para la economía que será significativamente más sombrío, donde incluso el empuje conjunto de la política monetaria y fiscal será insuficiente para evitar una recesión y un aumento persistente del desempleo.

La crisis social generó cambios importantes al escenario macroeconómico. Por lo pronto, ha afectado negativamente la actividad de corto plazo. En octubre, el Imacec anotó una caída anual de 3,4% (-4% el Imacec no minero), producto de diversas interrupciones que afectaron a todos los sectores económicos, incluyendo daño y destrucción de instalaciones, dificultades de traslado de los trabajadores y la reducción de horarios de operación. Las caídas más marcadas se observaron en el comercio, la producción manufacturera y distintas líneas de servicios, como educación, transporte, servicios empresariales y restaurantes y hoteles. Esto, sucedió después que en el tercer trimestre la economía mostrara un crecimiento superior al de la primera mitad del año, en línea con lo proyectado en el IPoM de septiembre.

Para noviembre, los antecedentes disponibles hacen prever que el desempeño de la economía sería afectado por la persistencia de dificultades para operar en las condiciones habituales, en especial por la extensión de los episodios de violencia y de diversos impedimentos al normal funcionamiento de la economía. En la tercera semana de noviembre el Banco Central levantó una encuesta a empresas de todo el país, la que muestra que durante dicho mes una amplia mayoría de estas vio afectado su desempeño, lo que prevén se extenderá por los próximos dos trimestres (Recuadro III.1). El IMCE de noviembre mostró una caída importante del uso de la capacidad instalada en el sector industrial, ubicándola en niveles comparables al registrado posterior al terremoto del 2010. En el escenario base, se asume que la actividad tendrá una caída anual de 2,5% en el cuarto trimestre del año, la que se concentrará en octubre y noviembre. Diciembre debería mostrar un desempeño algo mejor, pero existe una alta incertidumbre en torno a esa proyección. Con esto, en el 2019 el PIB total acumulará un crecimiento en torno a 1%, considerablemente por debajo de lo previsto en septiembre. Esta proyección contempla que tanto el consumo como la inversión tendrán variaciones anuales negativas en la última parte del 2019, debilidad concentrada en sus componentes transables.

El mal desempeño en el último trimestre del 2019 entrega un bajo nivel de partida para la economía en el 2020. De hecho, aunque se estima que trimestre a trimestre vuelva a crecer, su tasa de variación anual nuevamente sería negativa en el primer trimestre del próximo año. Para el año en su conjunto, se prevé que el PIB crezca entre 0,5 y 1,5%. El actual escenario presenta un grado de incertidumbre mayor que el habitual, tanto por las dudas respecto de la duración de las interrupciones, como por la evolución de la situación política y los fundamentos de mediano plazo. Un factor clave en la evolución futura de la economía será la confianza de hogares y empresas, y su relación con el

desempeño del mercado laboral, el consumo y la inversión. En lo referente al consumo, diversas encuestas muestran que la confianza de las personas se deterioró de manera significativa posterior al 18 de octubre. Destaca la caída de las percepciones respecto de la evolución presente y futura de la economía, el empleo, y el momento para comprar bienes durables, que anota los niveles más bajos desde que existe registro (marzo 2002).

Diversas fuentes de información apuntan a que el mercado laboral ya estaría deteriorándose. Por un lado, en la encuesta del Banco algo más de la mitad de quienes respondieron creen que su dotación tendrá algún descenso en el 2020. Por otro, respecto de igual mes del 2018, las cifras de la Dirección del Trabajo de noviembre mostraron un aumento de casi 13% en el número de finiquitos laborales, lo que se explica casi en su totalidad por despidos por necesidad de la empresa. De mantenerse la relación histórica entre la demanda de trabajo y la actividad, y de no producirse cambios significativos por el lado de la oferta, la tasa de desempleo podría superar el 10% a inicios del 2020. En la medida que la actividad mejore durante el próximo año esta cifra podría reducirse gradualmente, en lo que también cooperaría el apoyo de la expansividad monetaria y fiscal. Al cierre estadístico de este IPoM no se disponía de información de los sueldos durante octubre. Sin embargo, es previsible una reducción de los ingresos de las personas, por conceptos de comisiones por ventas, horas extraordinarias, turnos de trabajo que no pudieron realizarse y trabajadores no asalariados que no pudieron efectuar sus actividades de forma habitual.

En cuanto a la inversión, su evolución esperada para el 2020 se corrige de forma importante, proyectándose una caída de 4% anual en el escenario base. Ello responde a un descenso significativo de la inversión privada no minera. Esto es coherente con la mayor incertidumbre y el agudo deterioro de la confianza empresarial —como lo refleja el IMCE de noviembre—, los mayores costos que enfrentan las empresas en diversos ámbitos —entre ellos, el efecto de la depreciación del peso en el costo de la maquinaria importada—, y el deterioro de las condiciones financieras, incluyendo la caída de la bolsa y las alzas de tasas de interés y *spreads* corporativos. Los impactos negativos sobre la inversión se compensan, parcialmente, por la continuación de los grandes proyectos de inversión mineros ya iniciados, el significativo aumento de la inversión pública y la política monetaria expansiva. El comportamiento previsto para la inversión se respalda, además, por información cualitativa recopilada por el Banco, la que confirma que el desarrollo de los principales proyectos de inversión del sector minero e industrial no se ha visto afectados, mientras que en otros sectores se da cuenta de una reevaluación de los plazos y montos de inversión previamente comprometidos. El sondeo del Banco mostró que más de la mitad de los encuestados estaba revaluando la concreción de los planes de inversión previstos para el 2020, mientras que una porción menor ya había decidido no realizarlos.

El fuerte ajuste del gasto privado hará que el déficit de la cuenta corriente se reduzca de manera relevante en el 2020, llegando a 0,2% del PIB (2,9% en el 2019). La relevancia de este ajuste se incrementa al considerar que se da en circunstancias en que el ahorro del Gobierno se reduce. Aunque en menor medida, también coopera un mayor crecimiento de las exportaciones, favorecidas por la depreciación real del peso.



SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

| | Prom. 00 - 07 10 - 17 | Prom. 2018 | 2019 (f) | 2020 (f) | 2021 (f) |
|--|-------------------------------|------------|----------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Términos de intercambio | 8,2 | 2,0 | -2,1 | -1,9 | -0,2 |
| PIB socios comerciales (*) | 3,7 | 3,9 | 3,7 | 3,1 | 2,8 |
| PIB mundial PPC (*) | 4,5 | 3,9 | 3,6 | 3,0 | 2,8 |
| PIB mundial a TC de mercado (*) | 3,3 | 3,1 | 3,0 | 2,4 | 2,2 |
| PIB desarrolladas PPC (*) | 2,4 | 1,8 | 2,2 | 1,7 | 1,3 |
| PIB emergentes PPC (*) | 6,5 | 5,3 | 4,8 | 4,0 | 4,0 |
| Precios externos (en US\$) | 4,6 | 0,8 | 2,3 | -2,2 | 0,3 |
| | (niveles) | | | | |
| Precio del cobre BML (US\$/cent/lb) | 154 | 312 | 296 | 270 | 275 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril) | 44 | 75 | 65 | 57 | 56 |
| Precio del petróleo Brent (US\$/barril) | 42 | 83 | 71 | 64 | 60 |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*) | 366 | 633 | 544 | 491 | 474 |
| Libor US\$ (nominal, 90 días) | 3,6 | 0,5 | 2,3 | 2,4 | 2,1 |

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

A la recuperación del crecimiento prevista a lo largo del 2020 contribuirá una política monetaria que seguirá siendo expansiva, un mayor impulso fiscal, la ya comentada recuperación de las exportaciones, y la paulatina disipación de la incertidumbre y las disrupciones que han afectado a la economía. En el ámbito fiscal, esto considera los anuncios realizados por el Ministerio de Hacienda el lunes 2 de diciembre, que implican para el próximo año un aumento del gasto público de 9,8% real respecto del presupuesto anterior. El Consejo estima que este mayor impulso fiscal es coherente con el estímulo a la demanda que se requiere en el actual escenario macroeconómico, entre otras razones, porque tiene mayor capacidad para incidir en el crecimiento, en un contexto donde la incertidumbre podría estar reduciendo la efectividad de los canales de transmisión tradicionales de la política monetaria (Recuadro V.1).

El cambio en el escenario macroeconómico también se ha reflejado en la evolución del mercado financiero nacional. En los días inmediatamente posteriores al 18 de octubre los efectos fueron relativamente acotados. No obstante, en las semanas siguientes se produjo un deterioro de un conjunto de indicadores financieros. Así, la bolsa cayó, el peso se depreció de forma significativa, las tasas de interés y la percepción de riesgo aumentaron (Recuadro II.1). Estos movimientos han tenido como característica una alta volatilidad que se ha relacionado con eventos de carácter interno. Por ejemplo, la mejoría que tuvieron tras la firma del acuerdo por una nueva constitución o, en la dirección inversa, el recrudecimiento de los episodios de violencia. Al cierre estadístico de este IPoM, los mercados externos no habían sido una fuente importante de volatilidad.

La mayor incertidumbre local ha comenzado a afectar las condiciones de crédito interno. Si bien las tasas de interés permanecen en niveles bajos en perspectiva histórica, diversas fuentes de información cualitativa muestran un estrechamiento de las condiciones financieras. En particular, un sondeo especial de la Encuesta de Crédito Bancario muestra una caída importante en la percepción de la demanda por crédito, un deterioro en la morosidad y una mayor restrictividad de la oferta de préstamos para personas y empresas (Recuadro III.1).

INFLACIÓN (1)

| | 2018 | 2019 (f) | 2020 (f) | 2021 (f) |
|--|-------------------------------|----------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | |
| Inflación IPC promedio | 2,4 | 2,3 | 3,9 | 3,1 |
| Inflación IPC diciembre | 2,6 | 3,4 | 3,6 | 3,0 |
| Inflación IPC en torno a 2 años (2) | | | | 3,0 |
| Inflación IPCSAE promedio | 1,9 | 2,3 | 3,5 | 3,2 |
| Inflación IPCSAE diciembre | 2,3 | 3,0 | 3,5 | 3,0 |
| Inflación IPCSAE en torno a 2 años (2) | | | | 3,0 |

(1) Para el 2018, corresponde a la variación anual obtenida con la canasta 2013=100. A partir del 2019 se utiliza la canasta 2018=100, por lo que las cifras no son estrictamente comparables con las de años previos.

(2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2021.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El mayor grado de incertidumbre ha dado origen a fuertes movimientos en los precios del mercado financiero, que en algunos casos han ido más allá de lo que se esperaría de la mayor percepción de riesgo país. El Banco ha respondido a estos cambios adoptando diversas medidas para proveer de un grado adecuado de liquidez a los mercados y mitigar la volatilidad en los precios financieros claves. Estas medidas no tienen por objeto fijar "niveles" de ciertos precios, como podría ser el tipo de cambio, sino más bien buscan evitar un grado excesivo de volatilidad o movimientos abruptos que afecten el sano ajuste de la economía y provoquen inquietud en los mercados y las personas. En particular, dispuso intervenir el mercado cambiario con un monto de hasta US\$ 20.000 millones, a partir del lunes 2 de diciembre y hasta el 29 de mayo de 2020. Esto se implementará con una venta de dólares *spot* por un monto de hasta US\$ 10.000 millones y una venta de instrumentos de cobertura cambiaria por un stock de hasta US\$ 10.000 millones. Los efectos monetarios de esta medida serán esterilizados, de manera que la provisión de liquidez en pesos sea coherente con la TPM.

Hacia el 2021, en el escenario base se proyecta que el PIB crecerá entre 2,5 y 3,5%. Esto supone que las disrupciones que están afectando la economía irán desapareciendo en el curso de los próximos trimestres, al mismo tiempo que se irá reduciendo la incertidumbre que afecta las decisiones de consumo y de inversión. En ese escenario, esta última retomará tasas de expansión por sobre las del PIB.

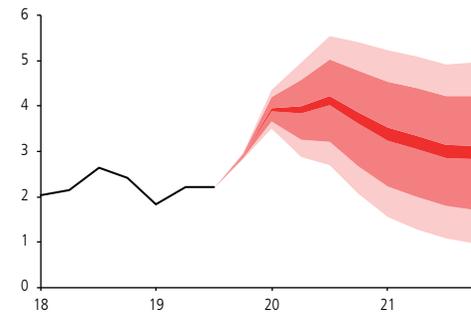
Las proyecciones recién descritas consideran que el escenario internacional no proveerá un impulso significativo al crecimiento chileno. El escenario base —tras la fuerte corrección a la baja que se realizó en septiembre— sigue previendo que el crecimiento mundial del bienio 2020-2021 será de los más bajos de la última década. La evolución proyectada de los términos de intercambio se deteriora algo respecto de septiembre, con un precio del cobre que promediará en torno US\$2,7 la libra en el 2020-2021.

En el escenario base se proyecta que durante el 2020 la inflación alcanzará niveles cercanos a 4%, respondiendo mayormente a la depreciación idiosincrática del peso, lo que lleva a que el grado de traspaso a la inflación sea mayor al promedio. Esto, toda vez que en estas circunstancias no se verifican factores amortiguadores, como el descenso de los precios en dólares de productos importados que se produce ante una apreciación global del dólar. Por cierto, la contracción que se observa en el PIB del cuarto trimestre y las perspectivas más débiles para el 2020 amplían la brecha de actividad, compensando en parte las mayores presiones inflacionarias del componente transable de la inflación. Con todo, la reciente depreciación idiosincrática del peso chileno limita el espacio de acción de la política monetaria, con respecto a una situación donde todos los socios comerciales también ven debilitada su moneda.

El Consejo estima que existen escenarios en los que el crecimiento puede situarse dentro de los rangos de proyección, pero requerir de una trayectoria de la TPM distinta para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Por un lado, es posible que la economía muestre un desempeño menor al esperado. Ello podría darse si la inversión se resiente más allá de lo contemplado, por ejemplo, si se postergan los grandes proyectos del sector minero y/o la inversión habitacional sufre un ajuste más pronunciado. En un escenario de este tipo, se podría observar un aumento aun mayor del desempleo y un crecimiento cercano a los valores inferiores al rango proyectado, que aumenten la probabilidad de atravesar por una recesión —dos trimestres consecutivos con una variación trimestral negativa del PIB— durante el 2020. También existen escenarios donde se intensifican las presiones depreciativas sobre el peso, por ejemplo, por un rebrote de la incertidumbre externa y/o una profundización de la crisis interna. Si bien este escenario también implicaría una mayor brecha de actividad, sería acompañado de una depreciación que aumentaría las presiones inflacionarias. Finalmente, no puede descartarse un escenario donde predominen presiones de costos laborales más significativas, que provoquen un mayor aumento del desempleo y la inflación, junto con una contracción más profunda de la actividad. Si bien también es posible que se dé un escenario donde la incertidumbre se reduzca y las confianzas se repongan con mayor rapidez, el Consejo estima que, en el contexto actual, son más probables los escenarios de mayor debilidad de la actividad y del mercado laboral, aunque es más difícil anticipar sus consecuencias en la dinámica inflacionaria.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

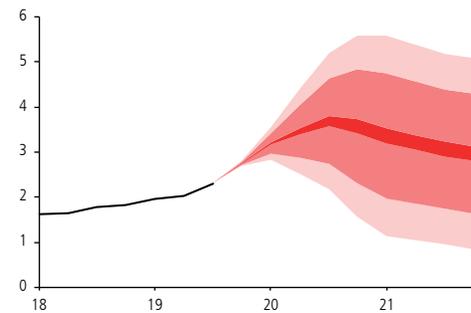


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019.

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, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.



El Consejo prevé que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante los próximos meses, lo que es coherente con el logro de la meta de inflación, en un contexto de mayor impulso fiscal e intervención cambiaria. La calibración del estímulo monetario será especialmente desafiante en lo venidero, y dependerá, entre otros factores, de la evolución de la actividad, el mercado laboral, el tipo de cambio y las expectativas de inflación.

Existen otros escenarios donde el desempeño de la economía se escaparía de los rangos de proyección previamente discutidos. Por ejemplo, si el deterioro de los fundamentos del consumo y la inversión es más profundo, la demanda podría contraerse y precipitar un período de contracción económica más persistente. En la medida que las presiones deflacionarias asociadas a ese escenario —en particular la evolución de la brecha de actividad— dominen la dinámica de la inflación en el horizonte de política, esto podría llevar a utilizar parte importante del espacio remanente de política monetaria. También es posible que el crecimiento tendencial de la economía se vea afectado, por una reducción más sostenida de la inversión, la existencia de distorsiones en el mercado laboral y/o un deterioro de la productividad. En este caso, si bien el impulso monetario requerido para alcanzar la meta de inflación sería menor, la convergencia se daría con un nivel y ritmo de crecimiento económico más bajo. Un escenario particularmente preocupante, podría darse en situaciones en que cambios regulatorios lleven a aumentos significativos de los costos laborales, en un contexto de debilidad económica. Aunque esto podría aumentar de forma importante el desempleo y afectar el crecimiento económico, el incremento de las presiones inflacionarias limitaría el rol contracíclico de la política monetaria.

Los impactos de la crisis social sobre el escenario macroeconómico son evidentes. En lo inmediato se ha producido una brusca caída en el crecimiento de la actividad y una mayor volatilidad en los precios financieros, especialmente el tipo de cambio. La incertidumbre sigue siendo elevada y las expectativas de hogares y empresas se han deteriorado de forma muy significativa, lo que anticipa un bajo crecimiento para el 2020, en un contexto de mayor inflación. El Consejo evaluará las implicancias de los desarrollos futuros, reafirmando 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

REUNIÓN DE SEPTIEMBRE

El IPoM de septiembre daba cuenta de que la inflación— total y subyacente— se había mantenido en torno a 2% anual. Ello, en un contexto en el que las perspectivas para el escenario macroeconómico se habían debilitado, aumentando los riesgos para su oportuna convergencia a 3%. Parte importante del cambio en el escenario macroeconómico se debía a la evolución del panorama internacional, donde las tensiones comerciales habían aumentado la incertidumbre global, el crecimiento se había desacelerado en distintos países y los volúmenes de comercio habían descendido. La persistencia y creciente complejidad de los conflictos, así como el predominio de un mayor pesimismo en los mercados, hacían prever que el impulso externo que recibiría la economía chilena en lo que restaba del año y buena parte del 2020 sería bastante inferior al considerado en el IPoM de junio. En particular, por una menor tasa de crecimiento anual del mundo y de los socios comerciales, especialmente para el 2020, cuando experimentarían sus mínimos desde la crisis financiera global.

En cuanto al escenario interno, en el segundo trimestre la actividad y la demanda habían crecido por debajo de lo esperado. Si bien parte de esto obedecía a factores puntuales en algunos sectores, destacaba el menor avance del consumo y un deterioro de sus fundamentos, incluyendo el impulso más acotado del empleo asalariado privado y expectativas de consumidores que habían retrocedido respecto de inicios de año. Aunque la inversión se mostraba algo más dinámica en el margen, ello se asociaba, principalmente, a los grandes proyectos mineros, mientras el declive de las expectativas empresariales, la depreciación del peso y el mal desempeño de la bolsa llevaban a anticipar que su crecimiento durante el resto del año sería menor que el considerado previamente. Por su lado, la inflación, total y subyacente, seguía en niveles reducidos. Destacaba la importante desaceleración del componente de servicios, que es el más ligado a las holguras de capacidad.

El escenario base del IPoM de septiembre contemplaba que el crecimiento acumulado de la actividad en el período 2019-2021 sería menor que lo estimado en junio. El PIB aumentaría entre 2,25 y 2,75% el 2019 (2,75 a 3,5% en junio); entre 2,75 y 3,75% el 2020 (3 a 4 % en junio), manteniéndose la proyección para el 2021 entre 3 y 4%. Esto consideraba mayores tasas de expansión anual en el segundo semestre del 2019, que no lograrían compensar las bajas cifras de la primera mitad del año. Ello, pues los factores

negativos que habían afectado la actividad del segundo trimestre no se revertirían totalmente, y porque el menor dinamismo del consumo tendría cierta persistencia. Se agregaba que la mayor incertidumbre global y el menor crecimiento de los socios comerciales reducirían las exportaciones. Sobre la inflación, su convergencia a la meta se daría en la última parte del horizonte de política.

En este contexto, todos los Consejeros coincidían en que la evolución del escenario macroeconómico y sus perspectivas dejaban en claro que, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, se requería reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM). Además, había consenso respecto de que la magnitud de la mayor expansividad aún era materia de discusión, pero que el análisis del IPoM indicaba que al menos parecía necesario un recorte de la TPM de entre 50 y 75 puntos base (pb). Según el Consejo, las opciones plausibles eran una reducción de 25, 50 o 75pb.

Todos los Consejeros concordaban en que, dado que no había dudas sobre la necesidad de rebajar la TPM, la decisión pasaba más bien por aspectos tácticos y comunicacionales. En cuanto a la opción de un recorte de 75pb, la unanimidad del Consejo estimó que era compleja. Si se hacía con un sesgo neutro, se darían señales de certidumbre respecto de cuál era la magnitud efectiva del impulso monetario requerido, lo que parecía incompatible con los riesgos a la baja del escenario base. Varios Consejeros agregaron que una acción de este tipo corría el riesgo de generar interpretaciones polares: o bien podía transmitir un grado irreal de certeza en las proyecciones y decisiones del Consejo, o bien, podía ocasionar mayor incertidumbre, al alimentar interpretaciones de un grado mayor de vulnerabilidad de la economía chilena que la correspondiente. Esta última visión podría exacerbarse si se tomaba la decisión de reducir en 75pb la TPM con sesgo a la baja.

Sobre las opciones de bajar la TPM en 25 o 50pb, todos los Consejeros concordaban en que eran coherentes con el escenario base y presentaban menos problemas comunicacionales, pues dejaban abierta la puerta a nuevos ajustes, dado el sesgo expansivo que se consideraba en ambos casos. No obstante, varios Consejeros estuvieron de acuerdo en que un recorte de 25pb no era la mejor opción, pues corría el riesgo de transmitir una excesiva prudencia o pasividad del Banco, en un momento en que el escenario económico estaba cambiando con rapidez, y que el análisis del IPoM sugería un incremento del impulso superior a esa magnitud. Así, el Consejo acordó unánimemente reducir la TPM en 50pb.



REUNIÓN DE OCTUBRE

Para la Reunión de octubre, el escenario externo había evolucionado en línea con lo previsto en el IPoM de septiembre. En particular, este seguía marcado por importantes focos de tensión, una caída de la actividad industrial, la inversión y el comercio internacional. Coherentes con ello, las proyecciones de mercado para varias economías se habían reducido. En este contexto, un grupo importante de autoridades monetarias a nivel global había continuado aumentando las medidas de estímulo, con recortes de las tasas de referencia en varios países y otras medidas no convencionales. Todo esto, en medio de registros de inflación que seguían, en general, bajos.

En cuanto la actividad local, los datos disponibles del tercer trimestre también mostraban un panorama acorde con el anticipado en el escenario base del último IPoM, con un crecimiento anual de la economía mayor que el de la primera mitad del año. Ello, en línea con la disipación de algunos factores de oferta que habían afectado transitoriamente el desempeño de algunos sectores en el primer semestre, como en la minería, y con la menor base de comparación de la segunda mitad del 2018. Por el lado del gasto, la inversión permanecía dinámica, en particular la minera, lo que continuaba favoreciendo la actividad en otros sectores, tales como los servicios empresariales y la construcción. Ello contrastaba con el deterioro de las expectativas empresariales (IMCE) y de las importaciones de bienes de capital. El consumo privado conservaba un crecimiento moderado, en un panorama en que la masa salarial no mostraba mayores cambios y seguía expandiéndose por sobre el consumo, la confianza de los consumidores había vuelto a empeorar, las internaciones de bienes de consumo habían descendido y el incremento del empleo asalariado privado era acotado. Las exportaciones persistían débiles, en parte por el magro desempeño de algunos de los socios comerciales y el impacto de la guerra comercial.

La inflación total había permanecido en torno a 2% anual desde la Reunión de septiembre. El IPCSAE de servicios se mantenía bajo, mientras que el de bienes había continuado subiendo. Entre los ítems más volátiles, resaltaba la menor inflación de algunos alimentos, que se ubicaba por debajo de sus patrones históricos, y la de los combustibles.

Respecto de los eventos recientes que estaban aconteciendo en el país, era indudable que las turbulencias sociales y políticas tendrían implicancias sobre la evolución de la economía en el corto y mediano plazo. En lo inmediato, estaba claro que la paralización parcial del país durante varios días, la destrucción de infraestructura pública y privada, y la mayor sensibilidad de algunos sectores importantes,

como el comercio y el transporte, tendrían un impacto significativo sobre la actividad, lo que cambiaría negativamente las perspectivas de crecimiento para el año. Sin embargo, en el corto plazo los efectos sobre la inflación eran difíciles de evaluar. Estos dependerían de manera relevante de cuánto se prolongaran las interrupciones de la producción y distribución de bienes y servicios.

Hacia el mediano plazo también se podían vislumbrar consecuencias sobre la actividad productiva, las expectativas, el consumo, la inversión, la política fiscal y los indicadores financieros. No obstante, el efecto neto que esta combinación de factores tendría sobre la inflación no era obvio. En particular, no dependería solo de la dinámica de algunos precios relevantes, sino también de la evolución de la actividad efectiva y del crecimiento potencial.

Hasta el momento de la Reunión, la reacción de los mercados financieros había sido acotada, con una depreciación del peso y ajustes en el mercado de renta fija. Resaltaba la caída de la bolsa. Esto podía explicarse porque los efectos adversos sobre la actividad económica de corto plazo reducían las utilidades esperadas de las empresas y entregaban menores incentivos a la inversión a plazos más largos. En todo caso, no se descartaba que aumentara la volatilidad a futuro.

Todos los Consejeros coincidían en que el comportamiento del escenario macroeconómico confirmaba la evaluación efectuada en el IPoM de septiembre. Ello implicaba que la convergencia de la inflación a la meta requería de un mayor estímulo monetario, parte del que ya se había agregado con la reducción de la TPM en la Reunión anterior. Inequívocamente, los sucesos recientes afectarían negativamente la actividad en el corto plazo, pero sus efectos sobre la inflación a corto y mediano plazo no eran del todo evidentes. Algunos Consejeros resaltaban que el posible efecto negativo sobre la demanda predominaría en la evolución de la inflación, mientras que en opinión de otros Consejeros no podían desestimarse las consecuencias sobre la capacidad productiva y el potencial impacto sobre la demanda de algunas propuestas, por lo que el efecto en la inflación de mediano plazo era incierto aún.

Dado lo anterior, todos los Consejeros concordaron en que la opción de rebajar la TPM en 25pb se imponía claramente a otras alternativas. Por un lado, estaba en línea con la evaluación de los datos y el mensaje entregado en el IPoM de septiembre. Por otro, era coherente con lo que anticipaban las expectativas de mercado, que habían internalizado correctamente el mensaje entregado por el Consejo. Así, el Consejo acordó por unanimidad reducir la TPM en 25pb, hasta 1,75%.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años.

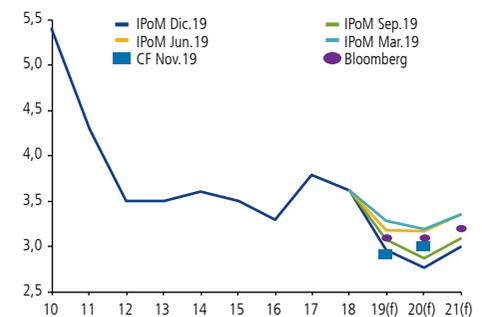
Luego del significativo ajuste a la baja de las proyecciones efectuado en septiembre, el escenario base de este IPoM continúa previendo que en el próximo bienio el contexto internacional proveerá un impulso menor al de años previos para la economía chilena. De hecho, en el 2020, las tasas de expansión del mundo y de los socios comerciales verían sus mínimos en una década (gráfico I.1). Una serie de focos de tensión mantienen latentes las dudas en torno al desempeño de la actividad mundial, cuya desaceleración sigue siendo bastante transversal entre economías. El principal es el desarrollo del conflicto comercial entre EE.UU. y China, aunque en América Latina factores idiosincráticos han cobrado especial importancia, con lo que sus perspectivas de crecimiento están entre las que más se reducen desde el IPoM pasado. Los términos de intercambio se revisan algo a la baja. Por su parte, respecto de septiembre, las condiciones de financiamiento internacionales dan cuenta de tasas de interés que, pese a una recuperación parcial, persisten históricamente bajas, mientras que las principales bolsas muestran una evolución positiva.

EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

La atención mundial continúa centrada, en gran medida, en la guerra comercial entre EE.UU. y China, sobre la que se mantiene la incertidumbre respecto de los resultados de las negociaciones y de sus efectos directos e indirectos. Si bien desde el IPoM pasado se observó un acercamiento entre las partes, aún no es segura la materialización de un acuerdo, al agregarse al conflicto central otras aristas de carácter político. En los últimos meses, EE.UU. ha sumado fricciones con otros socios comerciales, incluyendo la aplicación de nuevos gravámenes a ciertas importaciones desde la Unión Europea, bloque con el que sostiene decisiones arancelarias pendientes. Por su lado, un avance importante desde septiembre es la imposibilidad legal de un Brexit sin acuerdo, aunque todavía están por definirse los términos de la futura relación comercial entre el Reino Unido y la Unión Europea.

La persistencia de las tensiones continúa afectando el desempeño del comercio global y de la inversión, en lo principal ligado a los rubros industriales, con indicadores que muestran retrocesos generalizados (gráfico I.2). Las perspectivas manufactureras han repuntado recientemente desde sus niveles más bajos de los últimos años, ubicándose levemente por encima del umbral neutral en el agregado (gráfico I.3). Esto vuelve a contrastar con la resiliencia

GRÁFICO I.1
Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)



(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Forecasts.

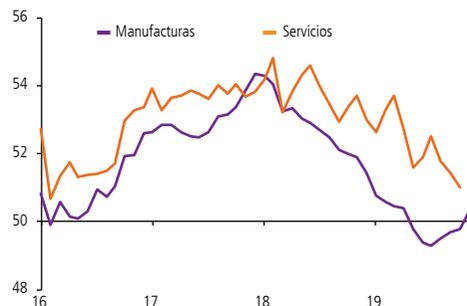
GRÁFICO I.2
Producción industrial (*) Exportaciones (*)
(variación anual, porcentaje) (variación anual, porcentaje)



(*) Promedio de tres meses móviles.

Fuente: CPB World Trade Monitor.

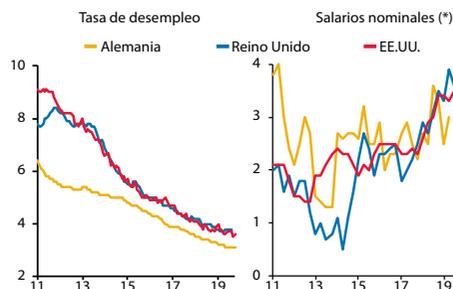
GRÁFICO I.3
PMI global (*)
(índice desestacionalizado)



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

Fuente: JP Morgan.

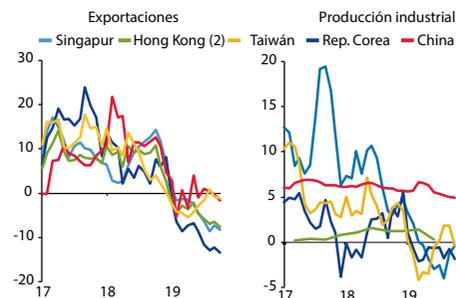
GRÁFICO I.4
Indicadores del mercado laboral en economías seleccionadas
(porcentaje; variación anual, porcentaje)



(*) Datos trimestrales.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.5
Indicadores de Asia emergente (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio móvil de tres meses.

(2) Cifras de producción industrial son trimestrales.

Fuente: Bloomberg.

que exhiben las expectativas de los sectores de servicios — pese a que completan varios meses de moderación—, y con el desempeño del consumo privado y sus fundamentos, especialmente del mercado laboral en el mundo desarrollado (gráfico I.4).

Los países de Asia emergente vuelven a dar cuenta de los efectos más notorios de la guerra comercial. Esto, dada su alta exposición a las cadenas de valor global, principalmente la estrecha relación de varios de ellos con China. En el tercer trimestre, esta economía redujo su expansión anual a 6%, la menor de las últimas décadas. La debilidad de la construcción y de la industria contrarrestaron el mejor desempeño de los rubros de servicios. Datos fabriles, del *retail* y crediticios decepcionaron en el margen, mientras el sector externo ha seguido contrayéndose en términos anuales. Varias de estas tendencias se han replicado en el resto de la región, en especial el magro comportamiento del rubro manufacturero y del comercio exterior, que explican buena parte de la desaceleración de países como Singapur o la República de Corea, entre otros (gráfico I.5).

El panorama es más complejo en Hong Kong, que en el tercer trimestre entró en recesión técnica por primera vez en diez años. Al menor impulso externo se agrega el fuerte impacto de la crisis política y social de meses recientes, que ha resentido significativamente la demanda interna. Los deterioros son visibles en la inversión y el consumo. Esto último relacionado, en gran medida, con el cierre de establecimientos y la interrupción del transporte público durante las jornadas de protesta, así como con el menor flujo turístico. El desempleo en los sectores ligados al consumo y al turismo ha subido con fuerza en el segundo semestre. Las expectativas empresariales del cuarto trimestre cayeron a su menor nivel desde el 2009, profundizando la caída de períodos previos^{1/}. El grueso de los entrevistados anticipa bajas adicionales de los niveles de producción en este trimestre.

No obstante, algunas economías de Asia emergente se han visto favorecidas, en parte, con las tensiones comerciales, por la reubicación de inversiones o la reorganización de los flujos de comercio. En cuanto a esto último, un reciente informe de Naciones Unidas^{2/} señala a Taiwán como el principal beneficiado, cuyos envíos a EE.UU. han tenido un aumento importante. Algo similar está ocurriendo en Vietnam.

América Latina enfrenta una escalada de conflictos políticos y/o sociales que ha acentuado el deterioro de la actividad y sus perspectivas, con índices de confianza que han descendido ante la incertidumbre asociada a estos eventos. Acorde con datos mensuales, entre julio y septiembre Argentina promedió un retroceso anual de 1,7%, en medio de dudas acerca de la política económica del gobierno electo que mantiene latentes los temores de un *default*. México atraviesa una fase recesiva desde fines del 2018. En términos anuales, el PIB varió -0,3% en el tercer trimestre (-0,9% en el previo). Destacó la debilidad de los sectores secundarios, que comprenden minería, manufacturas, construcción y la actividad petrolera. Sobre esto último, el rubro energético ha decepcionado y

^{1/} Census and Statistics Department, Hong Kong Special Administrative Region (2019).

^{2/} UNCTAD (2019).

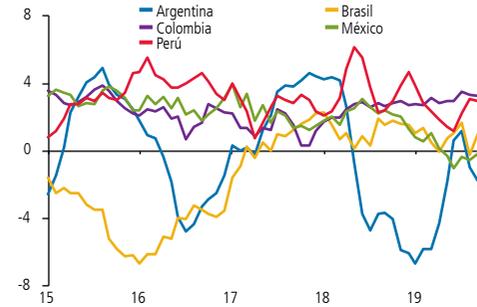
es un foco de preocupación considerando el rechazo de los mercados al rescate de la petrolera estatal. En Perú, aunque la actividad aumentó su expansión anual a 3% en el tercer trimestre (1,2% en el segundo) y el mayor estímulo fiscal anunciado podría ser un buen apoyo en lo venidero, las interrogantes respecto del adelanto de las elecciones ponen una nota de cautela sobre su desempeño. La situación en Ecuador y Bolivia se tornó muy compleja tras desencadenarse estallidos sociales, que fueron acompañados de intensas protestas. En el primer caso, en oposición a las medidas de austeridad pactadas con el FMI —sobre las cuales el gobierno deberá negociar nuevos mecanismos para cumplir este plan—, en tanto en el segundo, las acusaciones de fraude electoral desembocaron en la renuncia del presidente y la convocatoria a nuevos comicios (gráfico I.6).

Colombia ha afrontado una oleada de protestas en lo más reciente, cuya persistencia e impacto económico aún no es posible anticipar, tomando en cuenta, además, su mayor dinamismo comparado con otros países de la región. En el tercer trimestre, el PIB alcanzó su mayor avance desde fines del 2015 (3,3% anual). El principal impulso provino de la demanda interna, resaltando el desempeño de los sectores de comercio y actividades financieras, en contraste con la debilidad del sector externo, que ha afectado la cuenta corriente. En Brasil, si bien la contingencia política también impone importantes desafíos, el paquete de reformas económicas en curso ha sido recibido positivamente por el mercado, lo que ha mejorado, en parte, las confianzas y respalda el repunte gradual de la actividad, como se ha visto en las líneas minorista, industrial y de servicios, entre otras.

En el mundo desarrollado, el crecimiento de EE.UU. superó lo previsto en el tercer trimestre. El consumo continúa dinámico, con índices de confianza de los consumidores que se ubican en altos niveles pese a la mayor incertidumbre política asociada al proceso de *impeachment* que se ha desarrollado en las últimas semanas. La industria y el sector externo muestran magros resultados, lo mismo que la inversión privada, que exhibe cierta mejora en el margen acorde con datos de órdenes de bienes de capital. La actividad en la Eurozona también sorprendió positivamente en el tercer trimestre, con un panorama similar por componentes. Alemania evitó la recesión, ayudada, entre otros factores, por un repunte de los envíos hacia el final del período, relacionado con la reestructuración de los flujos de comercio globales. No obstante, esta sigue entre los países más complicados del bloque. Medidas de expectativas (IFO y ZEW) reflejan la debilidad de esta economía, pese a alguna mejora reciente. En ese mismo trimestre, el Reino Unido anotó su menor expansión en casi una década (1% anual). La incertidumbre en torno a la configuración final del Brexit mantiene deprimidas la inversión y la actividad empresarial. En Japón, las alzas impositivas recientes amenazan con una mayor desaceleración en lo venidero.

En este contexto, luego del importante recorte efectuado en septiembre, el escenario base de este IPoM contempla ajustes de menor cuantía en el crecimiento del mundo y de los socios comerciales, proyectándose valores en torno a 3% para el período 2019-2021 (tabla I.1). Destacan las correcciones de América Latina, cuyas estimaciones se reducen 5 y 3 décimas para el 2019 y el 2020, respectivamente. Para este año, también resaltan las revisiones a la baja de las perspectivas para India, asociadas a factores idiosincráticos, y el resto

GRÁFICO I.6
Índice de actividad mensual en América Latina (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio de tres meses móviles.

Fuente: Bloomberg

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

| | Prom. 00-07 | Prom. 10-16 | 2017 | 2018 (e) | 2019 (f) | 2020 (f) | 2021 (f) |
|------------------------------|-------------|-------------|------|----------|----------|----------|----------|
| Mundo a PPC | 4,5 | 3,9 | 3,8 | 3,6 | 3,0 | 2,8 | 3,0 |
| Mundo a TC de mercado | 3,3 | 3,1 | 3,3 | 3,0 | 2,4 | 2,2 | 2,4 |
| Socios comerciales | 3,7 | 4,0 | 3,8 | 3,7 | 3,1 | 2,8 | 3,0 |
| Estados Unidos | 2,7 | 2,2 | 2,4 | 2,9 | 2,3 | 1,6 | 1,7 |
| Eurozona | 2,2 | 1,1 | 2,7 | 1,9 | 1,1 | 1,1 | 1,3 |
| Japón | 1,5 | 1,4 | 1,9 | 0,8 | 0,8 | 0,3 | 0,7 |
| China | 10,5 | 8,1 | 6,8 | 6,6 | 6,1 | 5,5 | 5,7 |
| India | 7,1 | 7,5 | 6,7 | 6,8 | 6,1 | 6,5 | 6,6 |
| Resto de Asia | 5,2 | 4,7 | 4,8 | 4,2 | 3,4 | 2,8 | 2,9 |
| América Latina (excl. Chile) | 3,4 | 2,4 | 1,1 | 1,0 | -0,3 | 1,1 | 1,7 |
| Exp. de prod. básicos | 3,1 | 2,4 | 2,7 | 2,3 | 1,8 | 2,0 | 2,2 |

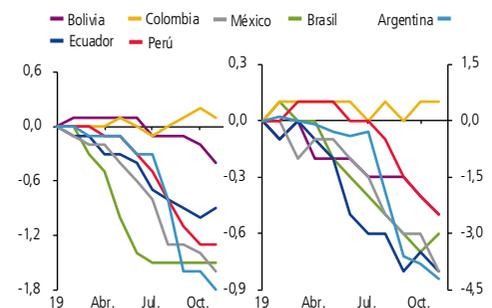
(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

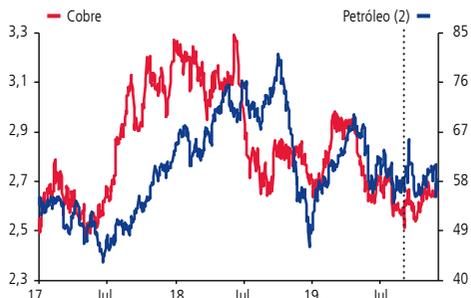
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

GRÁFICO I.7
América Latina: cambio en las proyecciones de crecimiento anual (*)
(puntos porcentuales)



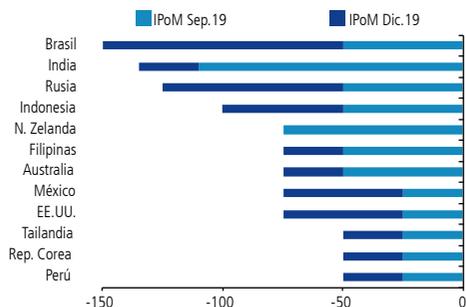
(*) Variación respecto de la proyección de enero del 2019.

Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO I.8**Precio de materias primas (1)**
(dólares la libra; dólares el barril)

(1) Línea punteada vertical corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. (2) Promedio entre el petróleo Brent y WTI.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.9**Ajustes de TPM en 2019, países seleccionados (*)**
(puntos base)

(*) Ajustes efectuados este año, al cierre estadístico de septiembre y entre los cierres estadísticos anterior y el actual.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.10**Evolución de paridades seleccionadas (1) (2)**
(índice promedio 2019=100)

(1) Alza (baja) indica depreciación (apreciación). (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Incluye a Singapur, India, China, Chile, México, Brasil, Sudáfrica, Hungría, Rusia y Turquía. (6) Construido en base a los ponderadores PPC WEO octubre 2019.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

de Asia emergente (sin China). Los ajustes en las proyecciones del mercado también se centran en las regiones señaladas. Según Consensus Forecasts, Argentina lidera las correcciones en América Latina para el bienio 2019-2020 (gráfico I.7). En Asia emergente, sobresalen los recortes para Hong Kong, India y Singapur.

Los términos de intercambio, a lo largo de todo el horizonte de proyección, se prevén en niveles inferiores que lo considerado en el último IPoM. Aunque con vaivenes, los precios de buena parte de las materias primas subieron desde septiembre. En el caso del cobre, el aumento fue de en torno a 3,5%, fluctuando algo por debajo de US\$2,7 la libra al cierre estadístico, mientras que para el petróleo promedió un incremento de 4,8% entre el Brent y el WTI (gráfico I.8). En el escenario base, el precio de ambos productos se proyecta un poco más elevado. En promedio, en el período 2019-2021 el del cobre se estima levemente superior a US\$2,7 (algo menos que igual cifra en septiembre), en su mayoría afectado por la depreciación prevista del dólar, y del petróleo en US\$58 el barril (US\$56 en septiembre). En este último ajuste se anticipa el predominio de presiones alcistas derivadas, entre otros factores, de las sanciones a Irán y Venezuela, y el desarrollo de varios conflictos geopolíticos, en particular en el Medio Oriente.

La política monetaria global ha seguido tornándose más expansiva, en medio de registros inflacionarios mayormente contenidos. Cabe señalar las acciones en EE.UU. y la Eurozona en el mundo desarrollado. En octubre, la Fed efectuó un nuevo recorte de la tasa rectora, el tercero del año. Aunque el mercado continúa apostando por rebajas adicionales, las perspectivas se han moderado, en línea con datos más favorables y una comunicación por parte de la autoridad monetaria de que los niveles actuales hasta ahora serían apropiados. El Banco Central Europeo implementó una serie de estímulos, como la reducción de su tasa de interés y la reanudación del programa de compra de activos. En el bloque emergente, la política monetaria en China se ha vuelto más laxa en el margen, incluyendo recortes a la tasa de corto plazo y la de facilidad de préstamos de mediano plazo. En América Latina, varias economías igualmente bajaron sus tasas de política monetaria, como Brasil, México y Perú (gráfico I.9).

Las condiciones financieras se mantienen sensibles al desarrollo de las tensiones vigentes, como reflejan algunos indicadores de volatilidad. En medio de la mayor expansividad de la política monetaria global, las noticias sobre la guerra comercial han sido un factor común en la evolución de los mercados, si bien elementos idiosincráticos han influido de manera significativa en su desempeño al interior del mundo emergente, como es el caso de América Latina. Desde el IPoM anterior, las tasas de interés de largo plazo subieron en las principales economías, en línea con una leve descompresión de los premios por plazo, pero permanecen bajas en términos históricos. Las plazas bursátiles aumentaron casi transversalmente, en especial en el bloque desarrollado, manteniéndose latente, de todos modos, el riesgo asociado a una corrección abrupta de las mismas. En EE.UU., la bolsa logró nuevos máximos, ayudada además por resultados corporativos favorables en el tercer trimestre. Los *spreads* también dieron cuenta de mejoras en un conjunto relevante de economías. El grueso de las monedas, aunque con importantes fluctuaciones, se sitúan en valores no muy diferentes a los del cierre estadístico del IPoM previo (gráfico I.10).

II. CONDICIONES FINANCIERAS

Este capítulo revisa la evolución de las condiciones financieras locales y externas.

El mercado financiero nacional se ha visto afectado por el significativo cambio en el escenario económico tras la crisis social que atraviesa Chile desde el 18 de octubre. En particular, el aumento de la incertidumbre sobre la evolución del país en el corto y mediano plazo ha causado el deterioro de un conjunto de indicadores financieros: la bolsa cayó, el peso se depreció de forma significativa, y las tasas de instrumentos de renta fija, en general, aumentaron, al igual que las tasas de interés del mercado monetario, tanto en pesos como en dólares. Estos movimientos han tenido como característica una alta volatilidad, y en algunos casos han ido más allá de lo que se esperaría de la mayor percepción de riesgo país —el EMBI y el *spread* de CDS han aumentado, pero de forma acotada—. Por su parte, el mercado crediticio interno también se ha visto afectado por la mayor incertidumbre local. Si bien las tasas de interés de crédito permanecen en niveles bajos en perspectiva histórica, diversas fuentes de información cualitativa muestran un estrechamiento de las condiciones financieras. Además, la colocación de deuda a octubre perdió cierto dinamismo, sobre todo en el segmento de consumo.

Entre fines de agosto —cierre estadístico del IPoM de septiembre— y el 18 de octubre, los mercados financieros locales habían estado influenciados por la mayor expansividad de la política monetaria interna y los desarrollos externos. La rentabilidad del mercado bursátil nacional —reflejada en el IPSA— había aumentado más de 8% (gráfico II.1). El valor del peso versus otras monedas, a pesar de ciertos vaivenes, no mostraba cambios significativos en ese período: la variación del TCN se acercaba a 0,5% y las medidas multilaterales se mantenían prácticamente inalteradas (gráfico II.2), al igual que el tipo de cambio real (TCR, índice 1986=100) que seguía en torno a 95.

En el mismo período, las tasas de los instrumentos de renta fija del Banco Central habían comenzado a moderar las caídas que se venían registrando durante todo el 2019, aunque seguían influenciadas por los efectos de la política monetaria interna más expansiva. Esto se daba en línea con el escenario internacional, donde el comportamiento de los mercados mostraba algo de mayor optimismo frente a la evolución de la guerra comercial. Localmente estos movimientos se vieron reforzados por movimientos de fondos de pensiones, como el traspaso de afiliados de las AFP hacia fondos con mayor participación de activos externos; motivados, en parte, por la recomendación de asesores financieros no regulados. Así, hasta el 18 de octubre, las tasas de los BCU a dos y cinco años promediaban disminuciones de 45 puntos base (pb) al comparar con el cierre estadístico anterior; mientras que las de diez años mostraban aumentos de 10pb. Las tasas nominales, a dos, cinco y diez años habían subido, en promedio, 5pb.

GRÁFICO II.1
Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 2018-2019 = 100)

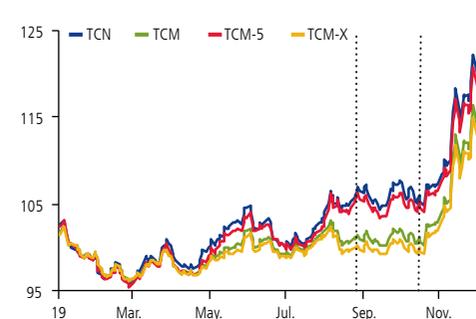


(1) Índices accionarios por región medidos en moneda local por Morgan Stanley Capital International. Para Chile y China se utilizan el IPSA y el Shanghai Composite Index, respectivamente.

(2) Línea vertical punteada izquierda indica el cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2019. Línea vertical punteada derecha indica comienzo de la crisis social.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.2
Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales (*)
(índice enero 2019 = 100)

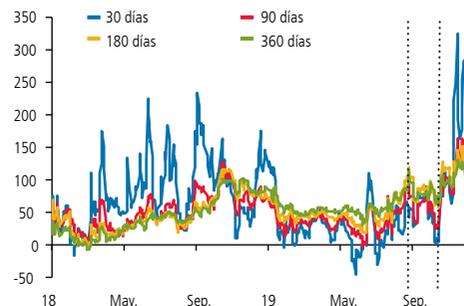


(*) Línea vertical punteada izquierda indica cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2019. Línea vertical punteada derecha indica comienzo de la crisis social.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.3**Spread on shore (*)**

(puntos base)

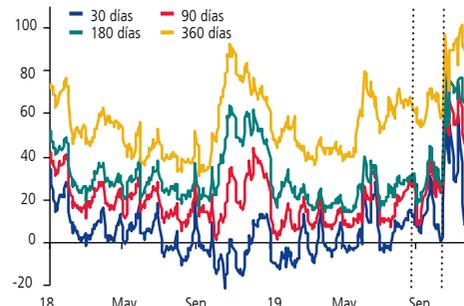


(*) Línea vertical punteada izquierda indica el cierre estadístico del IPOM de septiembre del 2019. Línea vertical punteada derecha indica comienzo de la crisis social.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.4**Spread Dap - Swap (*)**

(puntos base)

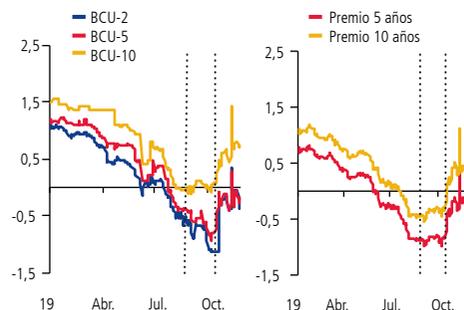


(*) Línea vertical punteada izquierda indica el cierre estadístico del IPOM de septiembre del 2019. Línea vertical punteada derecha indica comienzo de la crisis social.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.5**Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile y premios por plazo (1) (2)**

(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada izquierda indica el cierre estadístico del IPOM de septiembre del 2019. Línea vertical punteada derecha indica comienzo de la crisis social.

(2) Premios por plazo para Chile calculados en base a metodología de Beyzaga & Ceballos (2017).

Fuente: Bloomberg y Banco Central de Chile.

Durante los primeros días de la crisis, los mercados financieros no experimentaron grandes alteraciones, dominando el efecto de los movimientos en los fondos de pensiones; con implicancias acotadas en el tipo de cambio, en las tasas de interés de renta fija y en la liquidez de los mercados monetarios, aunque se observaban efectos algo mayores en la bolsa. Sin embargo, desde la segunda semana de noviembre en adelante, la mayor incertidumbre aumentó la preferencia por liquidez y por activos extranjeros, lo que generó un deterioro en las condiciones de liquidez en dólares y en pesos, reflejado en el incremento del *spread on-shore*^{1/} y del *spread Dap-Swap*^{2/}, respectivamente (gráficos II.3 y II.4). Lo anterior se vio potenciado principalmente por la intensificación de movimientos de portafolio que ya se observaban previo a la crisis: la reducción de posiciones de instrumentos en moneda local —especialmente de renta fija— por parte de inversionistas institucionales en favor de activos extranjeros. Un efecto adicional fue el aumento en las tasas de los instrumentos de renta fija, que estuvo fuertemente relacionado con un incremento en los premios por plazo (gráfico II.5). Las tasas corporativas también aumentaron, en línea con el crecimiento en el componente de premio por riesgo (gráfico II.6). En concreto, la evolución de las tasas soberanas y corporativas se justifican mayoritariamente en el cambio de posiciones de renta fija local por parte de los fondos de pensiones y los fondos mutuos, respectivamente (gráfico II.7).

Para proveer de un grado adecuado de liquidez al sistema financiero, el 13 de noviembre el Banco Central implementó un programa de licitaciones de compra de *swap* de divisas^{3/} y operaciones REPO^{4/}. El 14 de noviembre anunció medidas complementarias, coherentes con la suspensión de la emisión de PDBC, la ampliación de la frecuencia y el plazo de operaciones REPO, así como la incorporación de depósitos y bonos bancarios como garantías para esta última operación, el aumento de la frecuencia de subastas de *swap* y la oferta de un programa de recompra de títulos del ente emisor. En los días siguientes se produjo una caída significativa de las tasas de los mercados monetarios y de renta fija, lo que es atribuible a estas medidas y a la firma de acuerdos políticos. Por su parte, el costo de financiamiento en dólares ha caído más lentamente, principalmente por la continua salida de inversionistas institucionales a activos más riesgosos denominados en moneda extranjera^{5/}. El 19 de noviembre, el Banco Central introdujo un ajuste operativo en el programa para flexibilizar el calendario de subastas. Este conjunto de medidas ha contribuido a que los ajustes en el mercado monetario sucedan sin grandes tensiones (Recuadro II.1).

En renta fija, dichas medidas han ejercido cierto contrapeso en el movimiento de tasas a lo largo del período, pero no cambian la tendencia alcista general.

^{1/} *Spread* sobre la tasa Libor implícito en los precios *forward*, en base a la tasa de captación marginal *prime* y la tasa de depósito del mercado secundario. Refleja el costo de financiamiento de la banca en dólares.

^{2/} *Spread* entre las tasas de depósitos a plazo del mercado secundario y las tasas *Swap* Promedio Cámara. Refleja el costo de financiamiento de la banca en pesos, libre de expectativas de TPM.

^{3/} La compra *swap* es equivalente a prestar dólares al sistema financiero por un período determinado, donde el Banco Central realiza una venta *spot* y una compra *forward* con entrega física al mismo tiempo. La posición neta en moneda extranjera no cambia, porque la reducción de reservas internacionales se compensa con un activo sobre la banca en la misma moneda. Estas operaciones se realizan mediante la modalidad de subasta con una tasa mínima de Libor + 200pb.

^{4/} Este REPO consiste en un préstamo garantizado con títulos de la Tesorería General de la República y del propio Banco Central, donde este último cobra TPM flotante (la TPM vigente por el período que dura la operación). La modalidad es ventanilla, es decir todo lo que el sistema solicita a una tasa dada. Al día siguiente, se incorporaron títulos del sistema financiero.

^{5/} La salida de institucionales a fondos riesgosos puede impactar el costo de financiamiento en dólares por dos vías. Por un lado, la salida de dólares *spot* reduce directamente la liquidez del sistema; por otro, estos inversionistas se cubren parcialmente, lo que deja a la banca con la necesidad de obtener un pasivo en dólares para calzar su balance. Luego del inicio de la crisis social, fundamentalmente por el primero de estos mecanismos, la tasa se ha movido al alza. El programa *swap* tiene por objetivo mitigar este efecto. En lo más reciente se ha visto una disminución de esta tasa en dólares.

Así, las tasas de los instrumentos reajustables del Banco Central a dos, cinco y diez años promediaron alzas de 75pb desde el inicio de la crisis social. También aumentaron las tasas de la BCP a cinco y diez años (40pb en promedio). Por su parte, el premio por riesgo soberano, medido mediante el *spread* de CDS, si bien se ha elevado (+20pb desde el 18 de octubre), aún se mantiene en niveles acotados (cerca a 55pb). Esto, en medio de la caída que mostraron estos premios en gran parte de las economías del mundo.

El mercado bursátil y el de divisas han estado principalmente dominados por los efectos de la crisis social. Desde el 18 de octubre, el IPSA ha descendido 9%, en contraste con los índices en países emergentes, desarrollados y latinoamericanos —MSCI en moneda local— que muestran avances de entre 2 y 5% (gráfico II.1), reflejo de que los movimientos de la bolsa local responden a factores esencialmente internos (Recuadro II.1). En el caso del peso, a la incertidumbre relacionada con la crisis social se han sumado importantes movimientos en los fondos de pensiones y fondos mutuos hacia carteras con mayor participación de instrumentos en el exterior. Así, el tipo de cambio nominal alcanzó, en ocasiones, máximos históricos en torno a \$830 por dólar. Comparando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM y el de septiembre, el TCN aumentó de manera relevante, en contraste con las monedas de países comparables. Por cierto, casi la totalidad de este incremento ocurrió tras el 18 de octubre, reflejando que los movimientos del peso han tenido un carácter eminentemente idiosincrático (tabla II.1; gráfico II.2). Coherente con ello, el tipo de cambio real (TCR, índice 1986=100) también tuvo un aumento importante: desde 95 en agosto a 105 durante los días previos al presente cierre estadístico^{6/}; valor que no se registraba desde octubre del año 2008. Con esto se ubica por sobre sus promedios de los últimos quince y veinte años, consistente con los mayores niveles de incertidumbre de las últimas semanas.

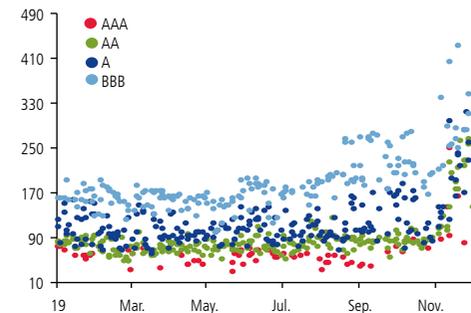
El tipo de cambio ha mostrado una alta volatilidad, tanto diaria como intradiaria, que se intensificó en las últimas semanas de noviembre. Así, para evitar un grado excesivo de volatilidad o movimientos abruptos del tipo de cambio que afecten el sano ajuste de la economía y provoquen inquietud en los mercados y las personas, el Banco Central anunció el 28 de noviembre una intervención esterilizada en el mercado cambiario mediante la venta de dólares *spot* por un monto de hasta US\$10.000 millones y la venta de instrumentos de cobertura cambiaria por un *stock* de hasta U\$10.000 millones, a partir del 2 de diciembre y hasta el 29 de mayo del 2020. Posterior a esto, se ha visto una reducción en la volatilidad, sin embargo, los efectos totales se observarán con el paso de las semanas (Recuadro II.1).

El mercado crediticio interno se ha visto afectado por la mayor incertidumbre local. Si bien, el costo de endeudamiento con la banca permanece en niveles bajos en perspectiva histórica, diversas fuentes de información cualitativa muestran un estrechamiento de las condiciones financieras. Hasta la tercera semana de noviembre, las tasas de interés de colocación, aunque con algún aumento para ciertos segmentos, se ubicaban cerca de sus mínimos históricos, favorecidas por la expansividad de la política monetaria (gráfico II.8). Medida en términos reales —considerando la inflación esperada a un año plazo— la TPM se ubica en

^{6/} Promedio de los valores estimados del tipo de cambio real para los últimos diez días hábiles hasta el cierre estadístico.

GRÁFICO II.6

Spread corporativo no bancario por nivel de riesgo (*) (puntos base)



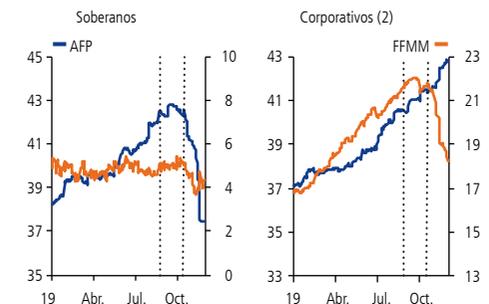
(*) El *spread* es respecto al bono soberano en UF. Cada punto es el promedio diario ponderado por monto de cada instrumento dentro de la categoría. Último dato es preliminar.

Fuentes: Bolsa de Comercio de Santiago y Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7

Stock de instrumentos de renta fija en AFP y Fondos Mutuos (1)

(miles de millones de dólares)



(1) Línea vertical punteada izquierda indica cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2019. Línea vertical punteada derecha indica comienzo de la crisis social.

(2) Considera bonos de entes financieros y no financieros.

Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO II.8

Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(desvíos respecto al promedio 2010-2019, porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada semana. Se considera la media móvil de 4 semanas.

(2) Corresponden a colocaciones en UF.

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

GRÁFICO II.9

Colocaciones reales (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



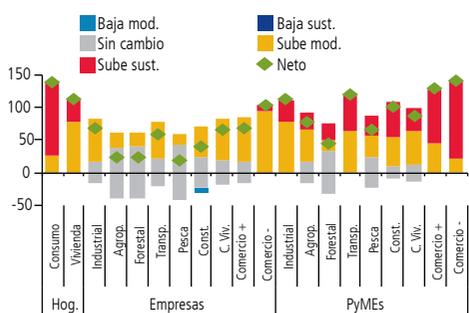
(1) Datos reales contruados con el empalme del IPC base anual 2018.

(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 CMF.

GRÁFICO II.10

Expectativas de morosidad en próximos 3 meses (*)
(índice)



(*) Respuestas ponderadas por participación en colocaciones. Los cambios extremos tienen un peso de 1,5 respecto de los cambios medios.

Fuente: Banco Central de Chile.

niveles negativos, los más bajos desde el año 2010 (gráfico V.8). Las variaciones anuales en el *stock* de colocaciones —disponibles hasta octubre— disminuyeron de manera transversal, en lo que destaca la caída en el segmento de consumo (gráfico II.9). Respecto de información cualitativa, una encuesta aplicada al directorio de empresas del IPN revela que la mayoría de los consultados no ha percibido cambios en las condiciones financieras desde el comienzo de la crisis social. Aquellas que las han visto afectadas lo relacionan con un alza de las tasas de interés y a la mayor demora en la aprobación de los préstamos. Respecto de sondeos a instituciones bancarias, una encuesta aplicada a oficinas regionales indica que ha existido una baja en las colocaciones comerciales y de consumo, así como en las operaciones de leasing. Por su parte, un consulta especial de la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) da cuenta de una percepción de menor demanda por créditos de vivienda para los próximos tres meses. Para el mismo periodo reporta una mayor restricción de las condiciones de otorgamiento para todo tipo de crédito, en especial para colocaciones hipotecarias y de consumo (Recuadro III.1). En cuanto a la morosidad, según datos de la Comisión para el Mercado financiero (CMF), la cartera de 90 días de mora o más aumentó en más de un 3% entre septiembre y octubre, levemente superior a lo ocurrido el mes anterior. Sin embargo, las expectativas de morosidad —capturadas en la consulta especial de la ECB— se han visto fuertemente afectadas por los últimos acontecimientos nacionales, especialmente en los segmentos de consumo y comerciales (gráfico II.10). Por su parte, el sondeo a oficinas regionales mostró que una gran parte de ellas señala un aumento leve o importante de las solicitudes de renegociación de pagos, a la vez que reportan un incremento en la morosidad.

TABLA II.2

Paridades respecto del dólar estadounidense (1)
(porcentaje)

| | Variación TCN IPoM diciembre 2019 | | | |
|---|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | 18.Oct.19 | IPoM Sep.19 | IPoM Jun.19 | IPoM Mar.19 |
| América Latina (excl. Chile) (2) | 1,4 | 1,1 | 3,5 | 6,9 |
| Brasil | 2,2 | 3,4 | 5,5 | 10,3 |
| Chile | 11,6 | 12,3 | 14,2 | 19,6 |
| Colombia | 0,8 | 1,3 | 3,3 | 11,4 |
| México | 0,7 | -1,8 | 1,5 | 2,1 |
| Perú | 0,7 | 0,1 | 1,0 | 2,7 |
| Exportadores de commodities (2) | -0,3 | -0,9 | 0,3 | 2,0 |
| Australia | -0,3 | -0,4 | 1,9 | 4,5 |
| Canadá | 0,4 | 0,0 | -1,3 | -0,4 |
| Nueva Zelanda | -1,9 | -0,6 | 1,5 | 6,7 |
| Sudáfrica | -1,8 | -3,9 | 1,3 | 2,1 |
| Economías desarrolladas (2) | -0,1 | 0,2 | 0,4 | 1,6 |
| Eurozona | 0,0 | 0,5 | 1,3 | 2,7 |
| Japón | 0,8 | 2,7 | -0,4 | -1,7 |
| Reino Unido | -2,5 | -5,6 | -2,0 | 2,5 |
| Otras economías emergentes | | | | |
| China | -0,9 | -0,8 | 1,9 | 4,9 |
| Rep. Corea | -0,9 | -2,6 | -0,9 | 4,1 |
| India | 0,7 | 0,1 | 2,8 | 3,9 |
| Indonesia | -0,4 | -1,0 | -2,1 | -0,8 |
| Polonia | 0,0 | -0,9 | 1,4 | 2,9 |

(1) Los valores de la primera columna reflejan el cambio porcentual entre el comienzo de la crisis social y el cierre estadístico del presente IPoM. Los valores del resto de las columnas reflejan el cambio porcentual entre el cierre estadístico del IPoM correspondiente y el cierre del presente IPoM. El TCN de cada evento es calculado como el promedio de los últimos diez días hábiles. Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense.

(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores PPC WEO de octubre del 2019.

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

RECUADRO II.1

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS CHILENOS

Los efectos de la crisis social iniciada el 18 de octubre ya son apreciables en varios indicadores adelantados. El Imacec de octubre cayó 3,4% anual —su parte no minera se redujo a 4%— y la última medición de expectativas de consumidores y empresas muestran caídas mensuales récord. Sin embargo, la rapidez de los sucesos implica que alguna información más rezagada —por ejemplo, cifras de empleo, utilidades de empresas y planes de inversión— aún no evidencian estos efectos. Además, en estos datos se mezclan las importantes interrupciones de corto plazo con elementos de incertidumbre de mediano plazo. Todo lo anterior hace difícil extraer con claridad señales que permitan anticipar la duración y magnitud del impacto en la economía. En este contexto, los mercados financieros son una fuente de información complementaria de gran utilidad, pues su alta frecuencia permite una evaluación constante de los eventos —por ejemplo, el positivo impacto en el tipo de cambio y la bolsa el día en que se conoció el acuerdo por una nueva Constitución— y reflejan, en parte, expectativas económicas a plazos mayores. Este Recuadro documenta la evolución reciente de los precios de activos financieros chilenos, poniendo en perspectiva histórica su magnitud y características, así como las medidas tomadas por el Banco Central para mitigar las fricciones financieras producto de la alta volatilidad. Se concluye que los movimientos son de carácter eminentemente idiosincrático, fundamentalmente asociados a los acontecimientos locales recientes. La evidencia disponible hasta ahora también muestra que las medidas de provisión de liquidez han logrado mitigar en parte la alta volatilidad en algunos precios y tasas de interés del mercado financiero.

Evolución reciente de los precios de activos chilenos en perspectiva

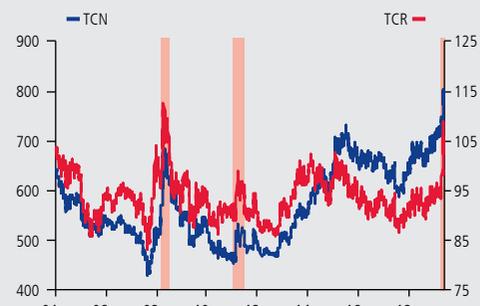
Desde el 18 de octubre se ha observado un pronunciado deterioro en los indicadores financieros locales más relevantes para la economía chilena. El peso chileno se depreció casi 13% respecto del dólar tanto en términos nominales como reales. El IPSA sufrió una caída cercana al 9%, las tasas largas en UF aumentaron 45 puntos base (pb), las primas por riesgo soberano (CDS *spreads*) más de 20pb, y los *spreads* corporativos (AA a 5 y 7 años) en casi 110pb^{1/}.

^{1/} Estas variaciones se calcularon con los valores diarios de las series al 18 de octubre y al cierre estadístico de este IPoM, por lo que difieren de las presentadas en el capítulo II, ya que estas utilizan los valores promedio de los 10 últimos días.

En los últimos veinte años, existen solo dos acontecimientos durante los cuales la depreciación del peso, acumulada en treinta días, haya sido comparable a la que se observa hoy: el estallido de la crisis financiera global (a fines de octubre del 2008) y la crisis del euro (principios de octubre del 2011) (gráfico II.11, panel a). Por el lado de la bolsa, la caída acumulada del IPSA se encuentra entre las cuatro mayores bajas registradas desde mediados del 2004, mientras que el aumento de la tasa de interés de largo plazo se ubica entre los tres más altos del mismo período (gráfico II.11, panel b y c).

GRÁFICO II.11
Movimiento de precios financieros en perspectiva histórica

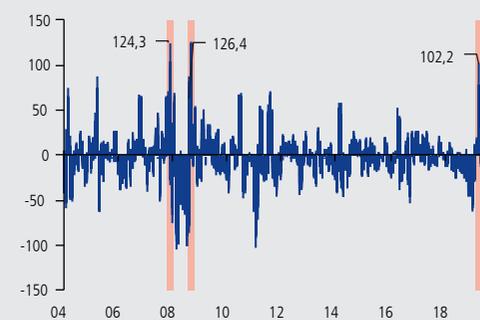
(a) Tipo de cambio nominal y real (*)
(pesos chilenos; índice 2018 = 100)



(*) Franja vertical izquierda indica crisis financiera global. Franja vertical central indica crisis del euro. Franja vertical derecha indica crisis social actual.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

(b) Cambio del BCP10 (*)
(acumulado en 30 días, puntos base)

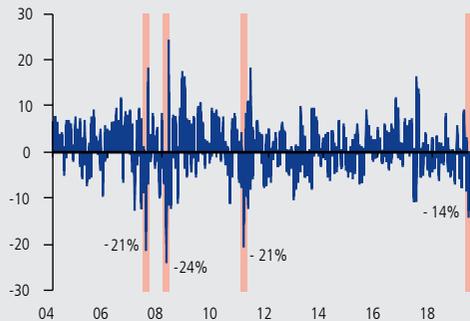


(*) Franjas verticales izquierdas indican crisis financiera global. Franja vertical derecha indica crisis social actual. Los números indican los máximos alcanzados en dichos episodios.

Fuente: Banco Central de Chile.



(c) Cambio del IPSA (*)
(acumulado en 30 días, porcentaje)



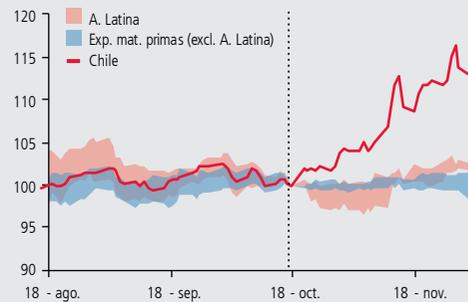
(*) Franjas verticales izquierdas indican crisis financiera global. Franja vertical central indica crisis del euro. Franja vertical derecha indica crisis social actual. Los números indican los mínimos alcanzados en dichos episodios.

Fuente: Bloomberg.

A diferencia de otros episodios, los movimientos recientes no se relacionan con una crisis externa, sino que se explican por factores esencialmente internos. Hasta mediados de octubre, los movimientos de la paridad peso/dólar habían estado relativamente alineados con los del resto de las economías de América Latina y otros exportadores de materias primas (gráfico II.12, panel a). En cambio, desde el 18 de octubre la trayectoria del peso chileno se aparta significativamente de las otras monedas. La revisión de un modelo empírico que estima el nivel del tipo de cambio en base a sus fundamentos usuales^{2/}, confirma esta conclusión, mostrando un desacople relevante desde el comienzo de la crisis (gráfico II.12, panel b). Este desacople no se explica, en principio, por cambios en sus determinantes habituales — el precio del cobre y del petróleo, el diferencial de tasas de interés entre Chile y EE.UU., entre otros.—, sino que podría reflejar cambios en la percepción del riesgo país o en las expectativas futuras que impliquen una depreciación del tipo de cambio real (TCR).

GRÁFICO II.12
Tipo de cambio nominal y sus determinantes

(a) Tipo de cambio nominal (1) (2) (3) (4)
(índice 18/10/19 = 100)



- (1) Línea punteada vertical corresponde al 18 de octubre de 2019.
- (2) Se utiliza el tipo de cambio nominal al cierre de cada día. Cada franja muestra el rango de las series normalizadas para un grupo de países.
- (3) A. Latina incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.
- (4) Exportadores de materias primas (excl. A. Latina) considera a Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega.

Fuente: Bloomberg.

(b) TCN y ajuste de modelo econométrico según determinantes fundamentales (1) (2)
(pesos chilenos)



- (1) El modelo es de frecuencia diaria y se estima para el período entre el 15 de julio de 2019 y el 3 de diciembre de 2019. La estimación considera una relación de equilibrio de largo plazo entre el tipo de cambio nominal, el precio del cobre y del petróleo, el nivel de precios interno y el de Estados Unidos, el *spread* de los "credit default swaps" de los bonos soberanos chilenos, y el diferencial de tasas de interés a 1 año entre Chile y Estados Unidos. Para más detalles ver Cowan, K. Rappoport, D. y Selaive J (2007).
- (2) Línea punteada vertical indica el inicio de la crisis social.

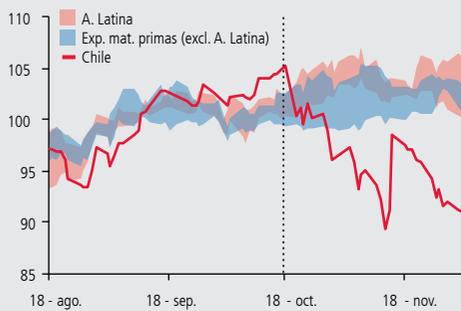
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

^{2/} Para más detalles, ver Cowan y otros (2007).

Los precios de otros activos financieros también muestran un comportamiento principalmente asociado a factores idiosincráticos. Por ejemplo, a partir del 18 de octubre, el IPSA se apartó significativamente tanto de las bolsas de América Latina como de las de otros exportadores de materias primas (gráfico II.13, panel a). Asimismo, un modelo que estima los retornos del IPSA en función de sus fundamentos de largo plazo —crecimiento, precios de materias primas y tasas de interés, entre otros— muestra que su comportamiento desde el 18 de octubre se aleja de manera considerable del valor predicho por estas variables (gráfico II.13, panel b).

GRÁFICO II.13
Movimiento reciente de la bolsa (IPSA)

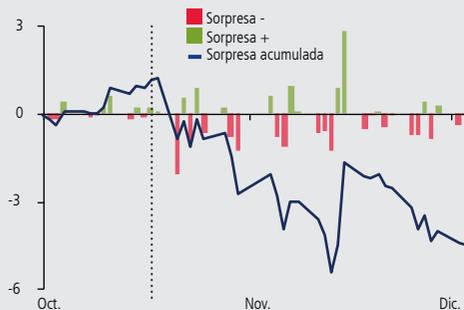
(a) Índices bursátiles (1) (2) (3) (4)
(índice 19/08/19 - 18/10/19 = 100)



(1) Línea punteada vertical corresponde al 18 de octubre del 2019.
(2) Se utiliza el valor de cada índice bursátil al cierre del día. Cada franja muestra el rango de las series normalizadas para un grupo de países.
(3) A. Latina incluye a Brasil, Colombia México y Perú.
(4) Exportadores de materias primas (excl. A. Latina) considera a Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega.

Fuente: Bloomberg.

(b) Sorpresas en los retornos del IPSA acumuladas desde el 1 Oct. 2019 (1) (2)
(porcentaje)



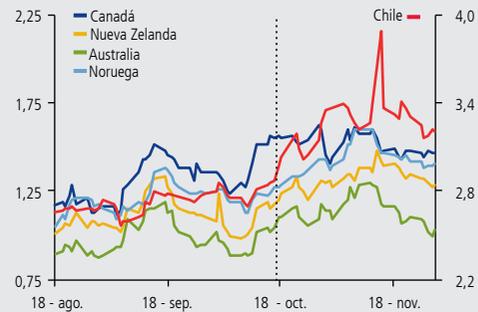
(1) Cálculos en base a un modelo de frecuencia diaria estimado para los retornos del IPSA en el período entre 2/01/2011 y 3/12/2019. El modelo considera la relación de equilibrio de largo plazo entre el IPSA, el componente de situación financiera futura del IMACEC, la UF, el precio del cobre, el precio del petróleo y la tasa de interés de los bonos en UF a 10 años emitidos por el Banco Central. Como variable explicativa se incluye también la variación del precio del cobre y de la tasa de interés antes mencionada, así como componentes de medias móviles. Las sorpresas se definen como los residuos del modelo. (2) La línea punteada vertical indica el inicio de la crisis social.

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a las tasas de interés de largo plazo, desde fines de septiembre se comenzó a observar un aumento de ellas a nivel global. Sin embargo, el incremento visto en Chile nuevamente se aleja de forma significativa del resto (gráfico II.14, panel a). Una descomposición de la tasa chilena a 10 años entre su componente libre de riesgo (expectativas de política monetaria futura) y el premio por plazo, permite ver que su aumento se debe fundamentalmente a un incremento significativo del premio, toda vez que las expectativas de tasa implícitas en este cálculo muestran un leve retroceso (gráfico II.14, panel b).

GRÁFICO II.14
Movimientos recientes de las tasas de interés

(a) Tasas de bonos soberanos a 10 años en moneda local (*)
(porcentaje)



(* Línea punteada vertical corresponde al 18 de octubre del 2019.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

(b) Descomposición de la tasa de interés a 10 años (1) (2)
(porcentaje)



(1) La tasa libre de riesgo se calcula en base a rendimientos de bonos nominales a 10 años cero cupón. Cálculo de premios en base a Beyzaga y Ceballos (2017).

(2) Línea punteada vertical indica el inicio de la crisis social.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Racionalidad e impactos de las medidas implementadas por el Banco Central de Chile

Los movimientos de diversos precios de activos durante las últimas semanas, más allá de sus fundamentos tradicionales, sugieren una visión más negativa en la percepción de riesgo de la economía chilena. Sin embargo, es posible que los cambios de nivel y, especialmente, la mayor volatilidad de los precios de activos, también hayan sido influidos por movimientos de portafolio de elevada magnitud —en parte influenciados por recomendaciones de agentes no regulados—, en un contexto de liquidez menor a la usual producto de la elevada incertidumbre y la rapidez de los cambios en la percepción del escenario económico.

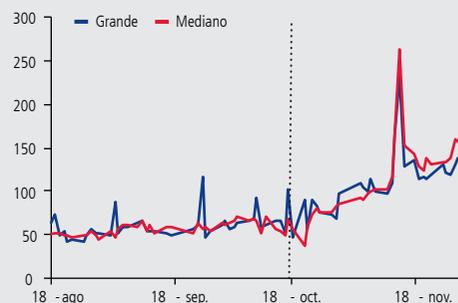
Durante las últimas semanas, el Banco Central ha adoptado diversas medidas para proveer de un grado adecuado de liquidez a los mercados y mitigar la volatilidad en los precios financieros claves. Estas medidas no tienen por objeto fijar “niveles” de ciertos precios, como podría ser el tipo de cambio, sino más bien buscan evitar un grado excesivo de volatilidad o movimientos abruptos que afecten el sano ajuste de la economía y provoquen inquietud en los mercados y las personas.

El 13 y 14 de noviembre, el Banco anunció medidas para proveer liquidez en dólares y pesos al sistema financiero. Estas medidas comprendieron un programa de *swap* de divisas a 30 y 90 días con tasa mínima igual a *Libor*+200pb (destinado a limitar el aumento del *spread* en dólares); un programa de operaciones REPO en pesos, mediante prenda por ventanilla a TPM flotante (tradicionalmente es TPM+25pb) y con plazos extendidos; la habilitación de operaciones REPO para otros papeles tradicionalmente no considerados; la suspensión de la emisión de Pagares Descortables (PDBC); y la apertura de un programa de recompra de títulos del Banco en UF. El efecto de estas medidas fue significativo para el caso de las tasas de largo plazo y los *spreads* de bonos bancarios y corporativos (gráfico II.15, panel a). En el caso del *spread on shore*, el programa logró reducirlo desde los máximos que mostraba a niveles en torno a los 200pb (gráfico II.15, panel b).

GRÁFICO II.15

Spreads

(a) *Spreads* bancarios por tamaño (1) (2)
(puntos base)



(1) *Spread* del total de bonos *seniors* bancarios en UF, sobre BCU.

(2) Línea punteada vertical indica el inicio de la crisis social.

Fuentes: Bolsa de Comercio de Santiago y Banco Central de Chile.

(b) *Spread on shore* y *Spread Dap-swap* (1)(2)
(puntos base)



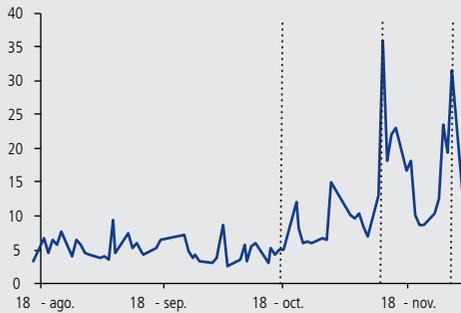
(1) Línea vertical punteada corresponde a la tasa mínima de subasta *sawp*.

(2) Línea horizontal punteada corresponde al inicio de la crisis social.

Fuente: Banco Central de Chile.

El jueves 28 de noviembre, el Banco anunció un programa de intervención en el mercado cambiario para reducir la volatilidad del tipo de cambio (gráfico II.16). Dicho programa considera la venta de dólares spot mediante subastas, y de *forward* (cobertura cambiaria), cada uno por hasta US\$10.000 millones entre diciembre del 2019 y mayo del 2020. Al igual que el 2008 y 2011, los efectos monetarios de esta medida serán esterilizados, de manera que la provisión de liquidez en pesos sea coherente con la tasa de política monetaria. Dada la reciente implementación de la intervención, aun no es posible evaluar sus resultados definitivos. Sin embargo, es importante resaltar la caída significativa de la volatilidad cambiaria desde el comienzo del programa, en los primeros días de diciembre.

GRÁFICO II.16
Volatilidad diaria del TCN (1) (2)
(pesos chilenos)



(1) Calculada como la diferencia entre precio diario máximo y mínimo.
(2) Línea vertical punteada derecha indica comienzo de la crisis social. Línea vertical segmentada central indica primeros anuncios de medidas de liquidez del Banco Central (13 de noviembre). Línea vertical segmentada derecha indica el inicio de la intervención cambiaria del Banco Central (02 de diciembre).

Fuente: Bloomberg.

Conclusiones

En las últimas semanas, diversos precios financieros han mostrado cambios significativos que se asocian al incremento de la incertidumbre derivada del inicio de la crisis social. Esto no solo ha provocado cambios en los niveles de estos precios, sino que también han implicado un aumento significativo en su volatilidad, lo que se estima perjudicial para el normal funcionamiento de los mercados. Dado esto último, el Consejo ha adoptado diversas medidas, tanto para facilitar la gestión de liquidez en el sistema financiero, como para mitigar la volatilidad. La inyección de liquidez, tanto en pesos como en dólares, resultó particularmente importante en momentos que los precios de activos evidenciaban problemas de liquidez. Sin embargo, más allá de esas tensiones en los mercados financieros, la persistencia de mayores tasas y primas por riesgo sugieren cambios más permanentes en las expectativas económicas. El Consejo reitera que seguirá usando todas las herramientas de que dispone para el logro de los objetivos que le asigna la ley, en particular, mantener el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, y que la inflación se ubique en la meta del 3% en el horizonte de política de dos años.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

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

En el tercer trimestre, la economía mostró un crecimiento superior al de la primera mitad del año, en línea con lo proyectado en el IPoM de septiembre. Por el lado del gasto, tanto la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) como el consumo privado crecieron más de lo esperado. La inversión en construcción y otras obras fue la parte más dinámica de la demanda, especialmente aquella ligada a los proyectos mineros. Esto favoreció la actividad en otros sectores, como los servicios empresariales y la construcción. En el caso del consumo privado, el principal impulso provino del consumo habitual, mientras su componente durable continuó mostrando una debilidad relevante. Por el lado del comercio exterior, la variación anual de las exportaciones de bienes retomó valores positivos, mientras que las importaciones de bienes se ubicaron por debajo de los niveles del año anterior, destacando la debilidad de los bienes de consumo.

La crisis social que se inició el 18 de octubre generó cambios significativos al escenario macroeconómico, afectando negativamente la actividad de corto plazo y elevando la incertidumbre respecto del desempeño de la economía en el mediano plazo. Por lo pronto, en octubre, el Imacec anotó una caída anual de 3,4%, que se compuso de un aumento de 2% en el sector minero y una caída de 4% en el no minero. Los sectores que se agrupan este último componente evidenciaron un efecto negativo generalizado debido a diversas disrupciones, incluyendo daño y destrucción de instalaciones, dificultades de traslado de los trabajadores y la reducción de horarios de operación. Las caídas más marcadas se observaron en las actividades de servicios, comercio e industria manufacturera. En los servicios, destacaron los descensos de educación, transporte, servicios empresariales y restaurantes y hoteles. Este resultado fue compensado parcialmente por el aumento de la actividad de construcción. Así, en términos desestacionalizados, y con respecto al mes anterior, el IMACEC minero creció 0,9% y el IMACEC no minero disminuyó 6,1% (gráficos III.1, III.2 y III.3).

En el escenario base, se estima que la actividad tendrá una caída anual de 2,5% en el cuarto trimestre del año, concentrada en octubre y noviembre. El último mes del año debería mostrar un desempeño algo mejor, pero existe una alta incertidumbre en torno a esa proyección. Con esto, en el 2019 el PIB total acumularía un crecimiento en torno a 1%, claramente por debajo de lo previsto en septiembre.

Respecto de noviembre, los antecedentes disponibles —tanto cualitativos como cuantitativos— hacen prever que el desempeño de la economía seguirá siendo afectado negativamente, especialmente por la persistencia de algunas

GRÁFICO III.1

Imacec
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

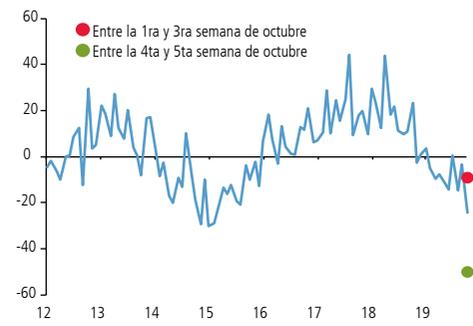
GRÁFICO III.2

Actividad sectorial (*)
(índice, base 2012-2019=100)

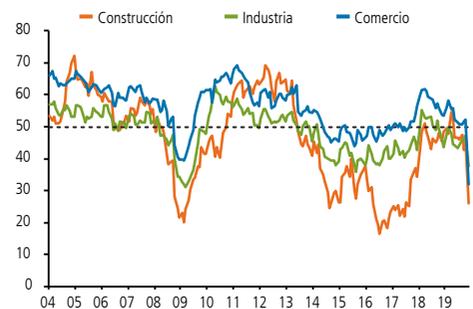


(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.3**Anac: Ventas de vehículos nuevos**
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Anac.

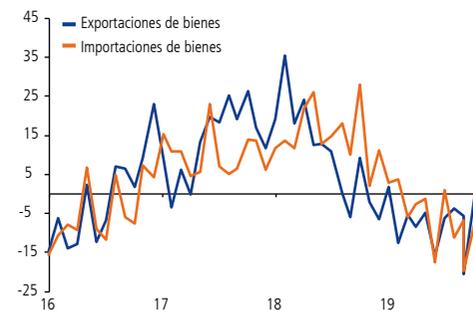
GRÁFICO III.4**IMCE (*)**
(índice)

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

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO III.5**Comercio exterior (*)**

(variación anual, porcentaje)



(*) Último dato corresponde a las cifras acumuladas hasta el 23 de noviembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

dificultades para operar con normalidad y por la mayor precaución en el gasto de personas y empresas. En particular, destaca el menor número de horas trabajadas a causa de las dificultades de movilización y horario de apertura en distintas empresas, y, en algunos casos como el turismo y el hotelaría, por la cancelación de un gran número de eventos, entre ellos, la APEC y la COP25. La confianza empresarial (IMCE) tuvo una caída significativa en noviembre y su nivel alcanzó los valores más bajos desde que existe su registro (2003). Esta caída se dio en todos los sectores, con mayor énfasis en la industria, el comercio y la construcción. Además, resalta que en estos dos rubros la percepción de la demanda actual es extremadamente baja, ubicándose en niveles similares a los alcanzados el 2009. Asimismo, en la industria el uso de la capacidad instalada se aproximó a valores que no se habían visto desde el terremoto y tsunami del 2010. Por el lado del comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones —considerando los registros semanales— mostraron algún rebote en noviembre, tras las caídas que tuvieron en las dos últimas semanas de octubre (gráficos III.4 y III.5).

En la segunda mitad de noviembre, el Banco levantó una encuesta a empresas de todo el país y todos los sectores. Sus resultados muestran que una amplia mayoría de empresas tuvo efectos —leves o importantes— en el desempeño de su negocio durante octubre y noviembre. Además, un número significativo anticipa que diciembre también se verá afectado (Recuadro III.1). Un factor que será clave en la evolución futura de la economía será la confianza de consumidores y empresas, y cómo interactuarán con ella el desempeño del mercado laboral, el consumo y la inversión.

Por lo pronto, la confianza de los consumidores, medida por el IPEC, se deterioró de manera significativa. La porción de la encuesta levantada en las últimas dos semanas de octubre (aprox. 40%), mostró una caída del orden de cuatro desviaciones estándar, acercándose a los valores observados tras el terremoto y tsunami de febrero del 2010. Por componentes del IPEC, destaca la baja en la evaluación sobre la situación actual del país y de las intenciones de compra de bienes durables de las personas (gráficos III.6 y III.7). Estos componentes siguieron deteriorándose en noviembre, alcanzando mínimos históricos. Algo similar se aprecia en otras encuestas de opinión que incluyen preguntas sobre percepción económica.

Por el lado del mercado laboral, hasta el tercer trimestre el crecimiento anual de la masa salarial iba en aumento, impulsado por una mayor creación de empleo asalariado, que más que compensó un aumento algo menor de los salarios reales. Para el cuarto trimestre, diversas fuentes indican que el mercado laboral ya se ha deteriorado. En noviembre, las cifras de la Dirección del Trabajo mostraron un aumento de casi 13% anual en el número de finiquitos laborales, explicado casi en su totalidad por despidos por necesidad de la empresa. Los resultados de la encuesta del Banco muestran que una fracción menor de empresas ya ajustó su dotación en octubre y noviembre, y que algo más de la mitad de los encuestados cree que su dotación se reducirá en el 2020. En el IMCE, entre octubre y noviembre, las expectativas de empleo a tres meses pasaron de positivas a negativas en los sectores de comercio y construcción. En este contexto, de mantenerse la relación histórica entre la demanda de trabajo y la actividad, y de no producirse cambios significativos por el lado de la oferta,

la tasa de desempleo podría superar el 10% a inicios del 2020. En la medida que la actividad mejore durante el próximo año esta cifra podría reducirse, en lo que también cooperaría el apoyo de la expansividad fiscal y monetaria. Al cierre estadístico de este IPoM no se disponía de información de los sueldos durante octubre. Sin embargo, es previsible una reducción de los ingresos de las personas por concepto de comisiones por ventas, horas extraordinarias, turnos de trabajo que no pudieron realizarse y trabajadores no asalariados que no pudieron realizar sus actividades de forma habitual.

La posible quiebra de empresas también afectará al empleo. Información de la Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento da cuenta que entre enero y octubre del 2019, el número de procedimientos concursales de liquidación de activos de las empresas que están con deuda ha subido cerca de 30% anual y en particular, en octubre creció 5,2% anual.

Respecto de la inversión, su evolución será afectada por la mayor incertidumbre, los mayores costos, entre ellos por la depreciación del peso, la caída de la bolsa y el estrechamiento de las condiciones financieras. Estos factores son especialmente relevantes para la inversión en maquinaria y equipos (gráfico III.8). Respecto del componente de construcción y otras obras, la información casuística indica que los principales proyectos de inversión del sector minero e industrial no han tenido cambios en el cronograma de desarrollo. Sin embargo, en otros sectores, se da cuenta de una reevaluación de los plazos y montos de inversión previamente comprometidos. La encuesta del Banco muestra que más de la mitad de los encuestados está reevaluando la concreción de los planes de inversión para el 2020, y que una parte menor decidió no realizarlos. Las expectativas empresariales (IMCE), en el comercio y la industria, muestran una baja en la evolución esperada de la inversión a seis meses plazo. En el rubro inmobiliario, la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) ha indicado que los planes que contaban con un gran avance no se han detenido, pero que hay una pausa en la partida de nuevos proyectos. Esto en medio de que las ventas de viviendas bajaron fuertemente desde mediados de octubre a la fecha. Además, la CChC da cuenta del retiro de grandes inversionistas del mercado, por la mayor percepción de riesgo^{1/}.

En cuanto a los daños en la infraestructura pública y privada, los primeros catastros comenzaron a levantarse entre fines de octubre e inicios de noviembre. En ese momento, el Gobierno dio a conocer que el 30% de las empresas había reportado siniestros que implicaban deterioros significativos en su infraestructura, mercadería y equipamiento. El 74% de ellas correspondía a Pymes. La encuesta del Banco Central muestra que un porcentaje menor de aquellas empresas que vieron afectadas sus instalaciones cree que estas no serán repuestas o reconstruidas. En todo caso, la presencia de cobertura de seguros para los daños causados en mercancía e infraestructura debería ayudar a las empresas a la reposición de los daños. Sin embargo, la rapidez con que actúen estos mecanismos no es evidente.

En cuanto al crédito, si bien las tasas de interés permanecen en niveles bajos en perspectiva histórica, diversas fuentes de información cualitativa muestran un estrechamiento de las condiciones financieras. En particular, una consulta

^{1/} Hurtado, J. (2019).

GRÁFICO III.6

IPEC: Expectativas de los consumidores (1)(2)(3)
(índice)



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

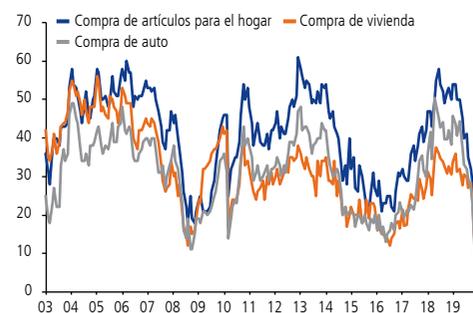
(2) El punto azul muestra el valor promedio del índice para octubre, de acuerdo con la información levantada hasta el 18 de ese mes. El punto rojo muestra el resultado con la información que se recopiló después del 18 de octubre.

(3) Incluye la cifra de noviembre 2019, que se publicó posterior al cierre estadístico del IPoM.

Fuente: Adimark.

GRÁFICO III.7

IPEC: Compra de bienes durables (1)(2)
(índice)



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

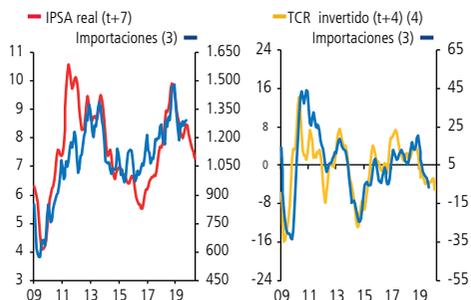
(2) Incluye la cifra de noviembre 2019, que se publicó posterior al cierre estadístico del IPoM.

Fuente: Adimark.

GRÁFICO III.8**Importaciones de bienes de capital, IPSA y tipo de cambio real (1)(2)**

(nivel en miles de US\$ del 2013; millones de US\$ del 2013)

(variación anual, porcentaje)



(1) Promedios móviles trimestrales.

(2) Series deflactadas por el índice de precios de las importaciones de bienes de capital, base 2013=100. Empalme con serie base 2008=100 utilizando variaciones anuales. Para el dato de octubre 2019, se asume el mismo valor del tercer trimestre del 2019.

(3) Excluye otros vehículos de transporte.

(4) Dato de TCR de noviembre 2019 estimado.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

especial de la Encuesta de Crédito Bancario muestra una caída importante en la percepción de la demanda por crédito de algunos sectores, un deterioro en la morosidad y una mayor restrictividad de la oferta para personas y empresas. El Gobierno ha implementado planes para ayudar al financiamiento de las empresas. Entre otros, ha entregado mayores facilidades en los plazos de pago para el IVA, ha ampliado las garantías elegibles para los créditos y ha tomado medidas para agilizar el pago de facturas. A su vez, para garantizar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos y facilitar el crédito, el Banco Central ha entregado mayor liquidez al mercado, en moneda local y dólares (para mayores detalles sobre estas medidas, ver capítulo II). Además, ha tomado medidas para mitigar la volatilidad en precios financieros clave.

Por el lado del fiscal, los anuncios realizados por el Ministerio de Hacienda a inicios de diciembre entregarán un impulso importante a la economía en el 2020. En particular, estos contemplan recursos adicionales por US\$5.500 millones para el próximo año. De estos, cerca de US\$3.000 millones corresponden a gasto incluido en el presupuesto, con un alto componente de transferencias e inversión. Con ello, comparado con la Ley de Presupuesto del año 2019, el gasto público crecerá 9,8% real en el 2020.

Por el lado del sector externo, en el año móvil finalizado en el tercer trimestre del 2019, la cuenta corriente acumuló un déficit de 3,5% del PIB. Esto refleja un incremento respecto de los niveles que había alcanzado hace un año, explicado en gran parte por las importantes necesidades de financiamiento externo vinculadas con la inversión minera de empresas no residentes. En todo caso, el fuerte ajuste que está teniendo el gasto interno, así como la depreciación del tipo de cambio real, llevarán a que durante el 2020 el déficit de la cuenta corriente se ajuste a niveles cercanos a cero (Recuadro V.2).

RECUADRO III.1

IMPACTOS DE LA CRISIS SOCIAL EN LAS EMPRESAS

La crisis social que vive el país desde el 18 de octubre está teniendo impactos en diversos ámbitos de la vida nacional. En la economía hay efectos tanto de corto como de mediano plazo, derivados, entre otros factores, de las interrupciones en la actividad y de la mayor incertidumbre acerca de la evolución futura del país. La capacidad de anticipar la magnitud y duración de estos efectos se reduce por la ausencia de episodios comparables en el pasado. Si bien el país ha sufrido ajustes bruscos en la actividad económica y ha enfrentado interrupciones repentinas —como en un terremoto—, la sucesión de hechos que hoy se presenta es bastante distinta, incluso si se consideran episodios pasados de protestas o paralizaciones. En cuanto a la evidencia internacional relativa a episodios de disturbios sociales, destaca que las implicancias económicas de estos son acotadas en la medida que su duración es breve. Pero sus costos aumentan considerablemente en la medida que son más violentas y se extienden en el tiempo (Recuadro V.1).

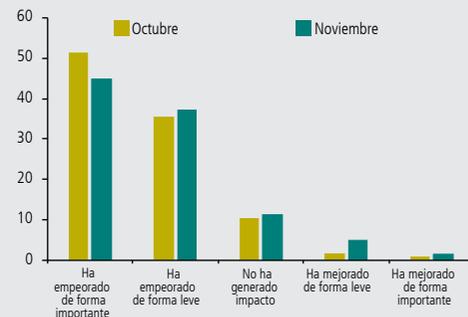
De forma de apoyar la evaluación del estado de la economía, el Banco llevó a cabo un levantamiento excepcional de información económico-financiera. En primer lugar, realizó una encuesta entre el conjunto de empresas que se entrevistan en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN), la que alcanza a cerca de 1.400. Este directorio considera empresas en todas las regiones y sectores económicos del país, con volúmenes de ventas y dotaciones que las ubican en la categoría de empresas pequeñas, medianas y grandes. La encuesta fue levantada entre el 19 y el 26 de noviembre, acumulándose un total de 343 respuestas. El sector de mayor participación fue el comercio mayorista y minorista (21% de las respuestas), mientras la región con mayor número de respuestas fue la Metropolitana (24% del total). Esta encuesta se complementó con entrevistas telefónicas a cerca de 40 empresas con representación regional y nacional relevante, para así contar con información cualitativa que ayudará a interpretar de mejor modo los datos obtenidos por la encuesta. En segundo lugar, se realizaron sondeos entre las instituciones financieras que participan del IPN —en su mayoría oficinas regionales de la banca— y las que participan en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB). Este Recuadro presenta los principales resultados de estos sondeos^{1/}.

^{1/} Debe tenerse presente que los resultados de la encuesta se obtuvieron a partir del directorio de empresas del IPN, por lo que no necesariamente representan el universo de las empresas del país. Dado esto, debe considerarse que los resultados son de carácter referencial y no resulta posible realizar inferencia estadística con ellos, por lo que corresponde analizar más sus tendencias generales que sus cifras puntuales.

Efectos de corto plazo en la actividad y precios

La información recolectada ratifica que las interrupciones que se produjeron tras el 18 de octubre tuvieron un impacto negativo en un amplio número de empresas durante octubre y que su efecto se prolongó hacia noviembre (gráfico III.9). De hecho, varias empresas contactadas —en especial en el comercio y los servicios— consideran que las consecuencias negativas serán mayores en noviembre que en octubre, toda vez que en noviembre se observaron bajos resultados durante todo el mes. Las entrevistas resaltaron factores como el menor flujo de personas, horarios de operación más reducidos y una percepción de mayor precaución de los clientes para explicar la caída de las ventas, en particular de los servicios y el consumo de bienes durables. Entrevistados de otros sectores, como la minería, la industria, la construcción y el transporte señalaron que en noviembre se había reducido el impacto de las interrupciones en su actividad productiva, aunque debieron tomar diversas acciones que estaban incrementando los costos. Entre ellas, una mayor inversión en seguridad, la eliminación de algunos turnos de trabajo y la necesidad de disponer de traslado privado para sus trabajadores. Además, se resaltó que los episodios de mayor violencia tenían efectos importantes, en particular por el estrés que provocaban en sus trabajadores. En tanto, los entrevistados ligados a la construcción resaltaron la drástica baja de ventas en noviembre y el escaso número de cotizaciones, ya fuera presenciales o vía web.

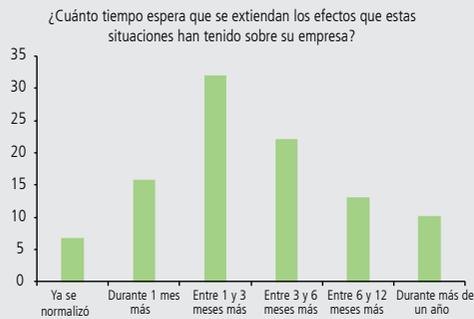
GRÁFICO III.9
Impacto de la crisis social en el desempeño de las empresas (porcentaje)



Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

Respecto de los efectos a un plazo mayor, un elevado porcentaje de los encuestados señaló que el desempeño de su empresa se vería afectado en diciembre, mientras que algo más de la mitad cree que los efectos se extenderán entre 1 y 6 meses más (gráfico III.10). Varios entrevistados del comercio resaltaron la relevancia de las ventas de navidad y su preocupación por el hecho que a mitad de noviembre no se observaban indicios de que estas ya estuvieran concretándose —lo que era habitual en años previos. En varios rubros de servicios —restaurantes, hoteles y turismo— se mencionó un panorama muy decaído, con bajas ventas y malas perspectivas para la temporada alta.

GRÁFICO III.10
Perspectivas para el desempeño de las empresas (porcentaje)

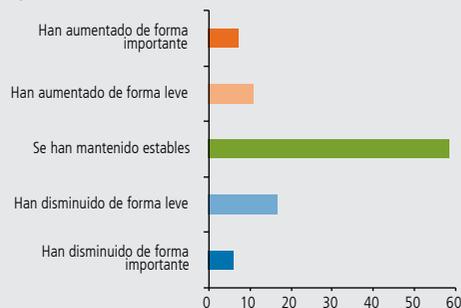


Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

Respecto de los precios, la mayoría de los encuestados respondió que sus precios no se habían visto modificados tras el inicio de la crisis social. Entre quienes indicaron que sí habían tenido modificaciones, el porcentaje de los que señalaron aumentos era muy similar a los que indicaron descensos (gráfico III.11). Las empresas entrevistadas coinciden con que sus precios no han tenido variaciones relevantes, en algunos

casos —especialmente servicios—se mencionan descuentos para incentivar la demanda. No se recogieron opiniones que mencionaran aumentos de precios producto de la escasez o disrupciones en las cadenas de distribución.

GRÁFICO III.11
Comportamiento de los precios de venta tras el inicio de la crisis social (porcentaje)

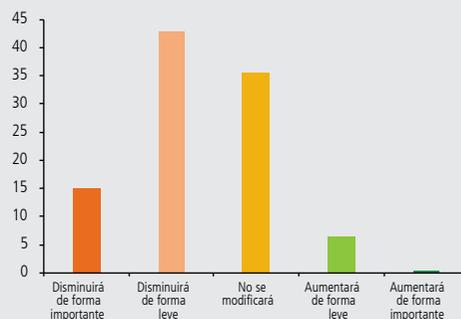


Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

Mercado laboral e inversión

Las empresas entrevistadas mostraron una alta preocupación por la evolución del empleo y la inversión. Varios contactados señalaron haber realizado ajustes en sus dotaciones durante el último mes, estar evaluando la necesidad de ajustar su dotación y/o saber que empresas de su sector están realizando o van a realizar ajustes. Vuelve a resaltar la negativa visión que se observa en los contactados del comercio y los servicios. Los resultados del sondeo muestran que más de la mitad de los encuestados cree que su dotación se revisará a la baja en el 2020, aunque la mayor parte de ellos estima que la revisión será leve. Consultados por las razones del ajuste en la dotación, una amplia mayoría lo relaciona con los cambios tras el 18 de octubre (gráfico III.12).

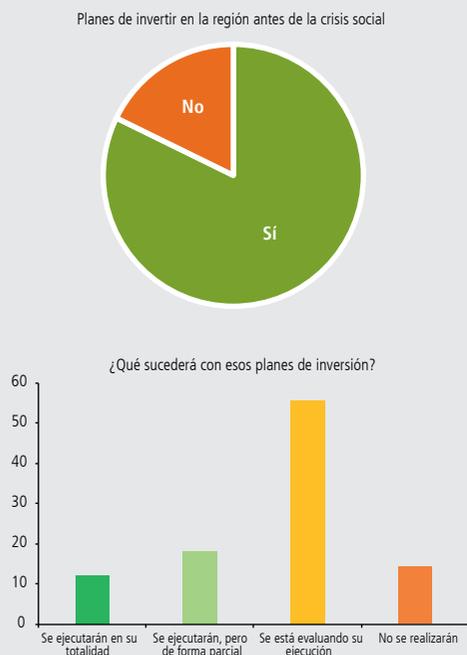
GRÁFICO III.12
Evolución de la dotación en el 2020 (porcentaje)



Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

Respecto de la inversión, la totalidad de los entrevistados mencionó su preocupación por la mayor incertidumbre presente y su efecto en esta variable. Varios entrevistados mencionaron que los proyectos de inversión en curso se concluirían según lo previsto, pero había dudas respecto de aquellos que aún no se habían iniciado o estaban en etapa de evaluación. Los entrevistados ligados directa o indirectamente a grandes proyectos mineros e industriales informaron que estos seguían desarrollándose sin problemas, más allá de que también habían sufrido interrupciones operativas en los días inmediatamente posteriores al 18 de octubre. En el sector inmobiliario, se mencionó la reevaluación de un conjunto amplio de proyectos —mayormente ligados a vivienda que no considera subsidios—. Además, dieron cuenta de la preocupación por el desempleo y un posible deterioro de las condiciones de endeudamiento. Varios consultados destacaron el impacto que tendría el aumento del tipo de cambio en el valor en pesos de la maquinaria importada. De este modo, un porcentaje mayoritario de los encuestados señaló que sus planes de inversión para el 2020 estaban en revisión (gráfico III.13). Respecto de la reposición de los daños, la mayor parte de quienes los habían sufrido indicó que repondría el total de lo destruido, y que dicha reposición se concretaría durante este año.

GRÁFICO III.13
Expectativas para inversión en el 2020
(porcentaje)



Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

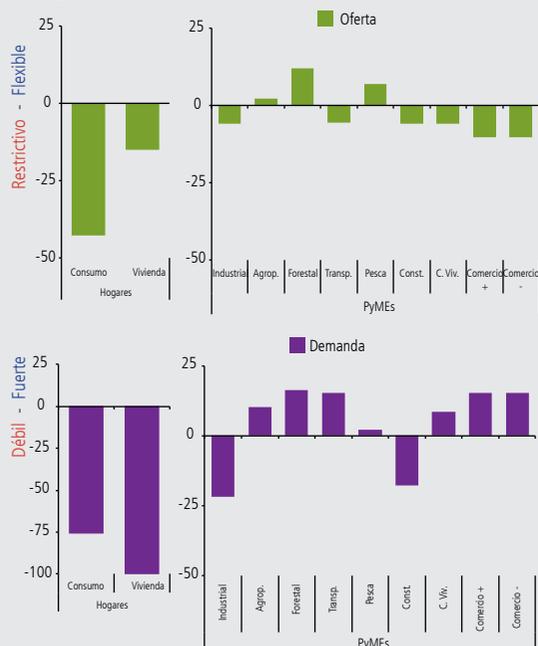
Condiciones financieras

En cuanto a las condiciones financieras, los sondeos a instituciones bancarias dieron cuenta de una pérdida relevante de dinamismo en la demanda por crédito tras el inicio de la crisis social. La encuesta a oficinas regionales mostró un deterioro importante en las colocaciones de consumo, comerciales y *leasing*, todas con un porcentaje mayoritario de las respuestas indicando disminuciones leves o importantes de su demanda. La consulta especial a las instituciones que participan en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) informa de una percepción de menor demanda por créditos para la vivienda. Ello concuerda con las entrevistas a empresas del sector que reportan una caída importante de las ventas y las cotizaciones desde mediados de octubre.

En relación con las condiciones de pago, el sondeo a oficinas regionales mostró que una gran parte de ellas señala un aumento leve o importante de las solicitudes de renegociación, a la vez que reportan un incremento de la morosidad. Quienes responden la ECB esperan incrementos de la morosidad en créditos de consumo y de empresas de menor tamaño del sector comercio.

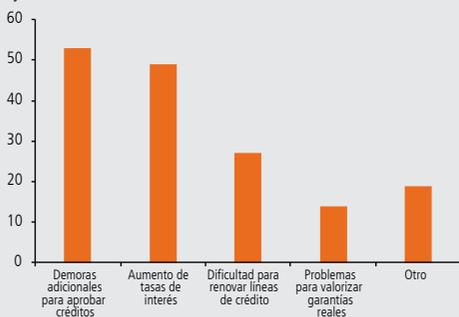
Respecto de las condiciones de otorgamiento de créditos, la consulta especial sobre la muestra de instituciones de la ECB reporta una mayor restricción para todo tipo de créditos, destacando lo que ocurre con las colocaciones de consumo e hipotecarias (gráfico III.14). En cuanto los sectores de actividad económica, se aprecia una mayor restricción de oferta en casi todos ellos, resaltando la industria, la construcción y el comercio. Por su parte, en la encuesta a empresas se observa que menos de la mitad de quienes respondieron informa de condiciones financieras menos favorables, indicando que la demora en la aprobación de créditos y el aumento de las tasas de interés son los principales factores que llevan a esa evaluación (gráfico III.15).

GRÁFICO III.14
Percepciones del mercado del crédito para los próximos 3 meses (porcentaje)



Fuente: Consulta Especial Encuesta de Crédito Bancario, Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.15
Razones por las que las condiciones financieras se han vuelto menos favorables (porcentaje)



Fuente: Encuesta a empresas, Banco Central de Chile.

Conclusiones

La información recolectada apunta a que el efecto de la crisis social en la actividad de noviembre podría ser relevante, y en algunos sectores mayor al de octubre. Hacia adelante, existe una relativa certeza que también afectará el desempeño en diciembre, existiendo además un porcentaje elevado de empresas que cree que el efecto se prolongará hasta por seis meses más. Resalta que se mencionan efectos inmediatos en el empleo y que existe una visión mayoritaria que la dotación se reducirá en el 2020. Asimismo, se percibe un aumento de la incertidumbre respecto de la concreción de la inversión prevista para el próximo año. En cuanto a las condiciones financieras, se informan deterioros en la demanda de crédito, en particular respecto de las colocaciones de consumo, vivienda y comerciales. En cuanto a la oferta, los ajustes son menores en magnitud, mencionándose una mayor demora en la aprobación de solicitudes y mayores tasas de interés. En todo caso, lo inusual del fenómeno que está afectando el desempeño de la economía dificulta la capacidad de prever la dirección y magnitud de sus efectos. La información que se vaya conociendo en las próximas semanas será especialmente relevante para aquilatar la relevancia de los cambios en el escenario macroeconómico y sus efectos en la evolución de la inflación en el mediano plazo.

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 la visión de los agentes sobre su probable evolución futura.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN^{1/2/}

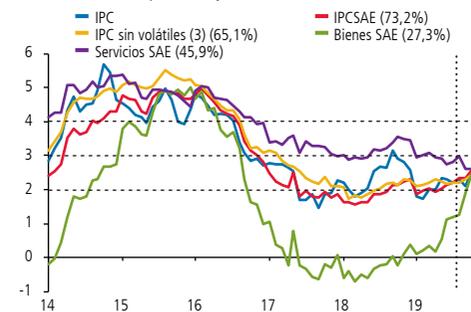
La variación anual del IPC subió desde cifras en torno a 2% en julio —cierre estadístico del IPoM anterior— hasta 2,5% en octubre (gráfico IV.1). Este incremento estuvo influenciado por un aumento en los precios de algunos alimentos, por la subida de la inflación de bienes del IPCSAE, y por factores transitorios como el alza de las tarifas eléctricas y del transporte público. Al igual que en Informes previos, se siguieron observando bajos registros de inflación anual de los servicios del IPCSAE, mientras que el componente de bienes del IPCSAE subió en gran parte por paquete turístico. Así, a octubre, la variación anual del IPCSAE aumentó hasta 2,6%, mientras el IPC sin volátiles —una nueva medida que el Banco Central de Chile ha incorporado recientemente al conjunto de indicadores subyacentes que monitorea regularmente— lo hizo hasta 2,5%. Como se indica en el Recuadro IV.1, al realizar un análisis comparativo entre el IPCSAE y el IPC sin volátiles, esta última medida muestra resultados superiores en las cinco dimensiones consideradas. En el escenario base, la evolución de la inflación para los próximos dos años estará determinada principalmente por dos factores: (i) las menores presiones inflacionarias que se derivan de las mayores holguras de capacidad; y (ii) presiones de costos mayores que las consideradas en el pasado, en particular por el carácter idiosincrático de la reciente depreciación del peso (ver Capítulo V). En este contexto, las distintas medidas de expectativas del mercado tuvieron vaivenes relevantes en el período y han ido recogiendo gradualmente mayores perspectivas que las que mostraban al cierre estadístico del IPoM de septiembre, probablemente dando cuenta de la fuerte depreciación reciente del peso.

En los registros inflacionarios conocidos después del cierre estadístico previo —agosto, septiembre y octubre—, destacó la tasa de variación mensual registrada en ese último mes (0,8%), que sorprendió al alza al consenso del mercado

^{1/} A menos que se indique lo contrario, las series de inflación y sus componentes presentes en este Informe, a partir de enero del 2019 utilizan los nuevos índices con base anual 2018=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

^{2/} Considera la EOF previa a la Reunión de diciembre y el IPEC de noviembre, publicados después del cierre estadístico.

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



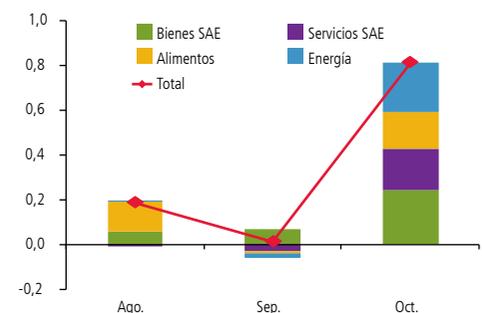
(1) La línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2019.

(2) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.

(3) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1 y Carlomagno y Sansone (2019).

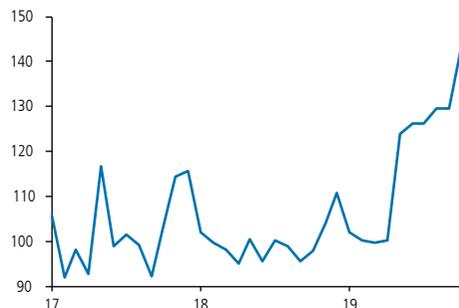
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.2
Incidencias en la inflación mensual total en los últimos tres meses
(puntos porcentuales)



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

GRÁFICO IV.3
 IPC paquete turístico (*)
 (niveles, base 2018=100)



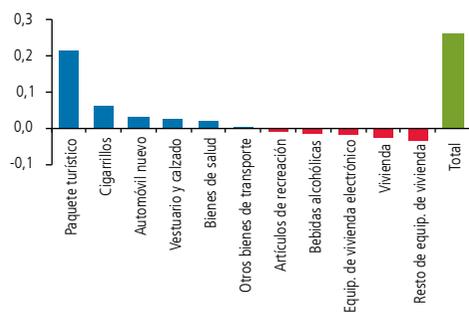
(*) A partir de febrero del 2018, la serie se obtiene al empalmar las series de la canasta base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta base 2018=100.

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

(0,5% en la EEE de igual mes y 0,6% en la encuesta de Bloomberg y en la EOF previa a la Reunión de octubre). Esta cifra se explicó por un incremento de la contribución de todos los agregados, en especial del componente de bienes del IPCSAE (+0,24pp), tras una nueva alza del precio de paquete turístico. Se sumó un mayor aporte de los precios de la energía (+0,22pp), tanto de los combustibles como de la electricidad. Este último componente estuvo afectado por el alza tarifaria que entró en vigencia en octubre y que fue revocada a fines del mismo mes, por lo que, dada la metodología de cálculo del IPC, sí fue considerada para la medición de octubre (gráfico IV.2). Las semanas posteriores al inicio de la crisis social, la autoridad también anunció una serie de medidas y acuerdos que apuntan a disminuir la inflación de algunas tarifas y precios.

Respecto del IPCSAE, su variación anual subió hasta 2,6% en octubre (2,2% a julio). En particular, el incremento de la inflación subyacente se explicaba en gran medida la evolución del IPCSAE de bienes. Nuevamente resaltó el alza de paquete turístico, cuyo precio alcanzó niveles del orden de 40% superiores a los de comienzos de año y volvió a convertirse en la principal fuente de sorpresas en este componente de la inflación respecto de lo proyectado en septiembre (gráficos IV.3 y IV.4). Otros precios que mostraron aumentos fueron los de los cigarrillos y el de vestuario y calzado. Así, el IPCSAE de bienes pasó desde tasas anuales levemente positivas a inicios de año hasta 2,5% a octubre. Las agencias de viaje entrevistadas en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de noviembre atribuían una parte del alza inusual del precio de los paquetes turísticos al efecto del mayor valor del dólar sobre los precios de venta de los destinos internacionales^{3/}.

GRÁFICO IV.4
 Bienes SAE: sorpresas acumuladas desde IPoM de septiembre (*)
 (incidencias mensuales acumuladas, puntos porcentuales)



(*) Para mayor detalle sobre los componentes incluidos en cada agrupación, ver Glosario.

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

En contraposición, la inflación anual de los servicios SAE permaneció baja en perspectiva histórica, en particular las líneas más ligadas al estado de la brecha de actividad y del mercado laboral. Hasta octubre, resaltó la menor tasa anual en los servicios de transporte en bus interurbano y en *pack* de telecomunicaciones (gráfico IV.5). Este último ítem, que sufrió cambios metodológicos a comienzos de año^{4/}, fue el principal factor detrás de la sorpresa negativa que habían acumulado los servicios SAE respecto de lo proyectado en el IPoM de septiembre (gráfico IV.6).

Hasta octubre, los precios más volátiles de la canasta del IPC —energía y alimentos— mantuvieron su contribución al crecimiento anual del IPC. En el primer caso, destacó el alza de las tarifas eléctricas que rigió durante buena parte de octubre (+4,4% mensual). Si bien el precio de los combustibles aumentó en los últimos meses, la base más exigente que dejó la segunda mitad del 2018 explicó las caídas anuales de este componente. En los alimentos, su incremento anual respondió mayormente al precio de algunos productos como la carne de pavo y de cerdo.

^{3/} Cabe señalar que las entrevistas fueron realizadas entre el 5 de septiembre y el 18 de octubre, antes del comienzo de la crisis social.

^{4/} Ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2019.

EVOLUCIÓN DE LOS COSTOS

Los datos disponibles mostraban que la mayoría de los indicadores de presiones de costos y salarios permanecían acotados. Hasta septiembre, el crecimiento anual de los salarios nominales —medidos por el IR y el ICMO del INE— había disminuido en ambos casos hasta 4,4%, en parte por el mayor efecto base que provocó el reajuste del salario mínimo efectuado en igual mes del 2018. Las fuentes administrativas (AFP y AFC), disponibles hasta agosto, registraban tasas de variación anual algo superiores a las reportadas por el INE: 5,4 y 5,7% anual, respectivamente.

La información cualitativa previa a la crisis social de octubre recabada en el marco del IPN de noviembre había indicado nuevamente escasas presiones salariales y de costos, aunque varios resaltaron el alza del valor del combustible y de las tarifas eléctricas. Para la mayoría, el traspaso del tipo de cambio hacia precios finales de venta había sido más bien acotado. Las expectativas que recogía el IMCE, hasta octubre, sobre la evolución futura de los costos y salarios permanecían por debajo de sus promedios históricos. No obstante, en noviembre resaltó el incremento de las perspectivas de costos de forma transversal entre sectores (gráfico IV.7). Información adicional recopilada por el Banco Central en la segunda mitad de noviembre también apunta a un incremento de los costos en sectores como la minería, la industria, la construcción y el transporte. Esto, pues los consultados comentan que adoptaron diversas medidas para reducir el impacto de las disrupciones en su actividad productiva (Recuadro III.1).

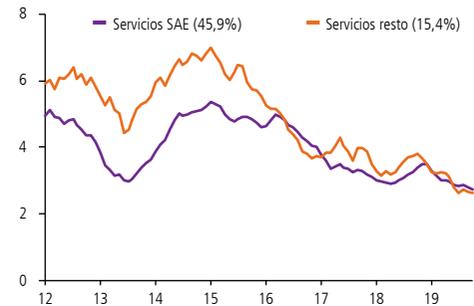
Respecto de los costos externos, el precio unitario de los bienes de consumo importados (IVUM) continuó cayendo en el tercer trimestre (-1,6% anual), por una contracción generalizada en los precios externos de los bienes durables, en particular de los automóviles y los artículos electrónicos, así como de los no durables. Por su parte, a octubre, el índice de precios externos en dólares (IPE) siguió contrayéndose en términos anuales, principalmente por una mayor depreciación de las paridades respecto del dólar estadounidense.

EXPECTATIVAS PRIVADAS PARA LA INFLACIÓN

En el ámbito cualitativo, las expectativas de precios de los consumidores (IPEC), a noviembre, registró un nuevo incremento del número de personas que piensan que los precios de los bienes subirían mucho dentro de los próximos doce meses. Las perspectivas de precios de venta a tres meses plazo de los empresarios (IMCE), a noviembre, se situaron por debajo de sus promedios históricos, destacando la disminución en la construcción y en el comercio. En tanto, en la industria se reportaron incrementos. Respecto de las perspectivas para la inflación anual a un año plazo, el IMCE de comercio e industria aumentó hasta 3,2 y 3,1%, respectivamente, tras haber permanecido en torno a 2,8% por algunos meses. Como se señala en el Recuadro III.1, algo más de la mitad de los encuestados por el Banco Central no habían modificado sus precios de venta tras el inicio de la crisis social, mientras que entre quienes indicaron cambios, el porcentaje que señaló alzas en sus precios de venta era similar al que relató bajas.

GRÁFICO IV.5

Servicios SAE (1) (2)
(prom. móvil de tres meses de la variación anual, porcentaje)



(1) Entre paréntesis, participación en la canasta del IPC total.

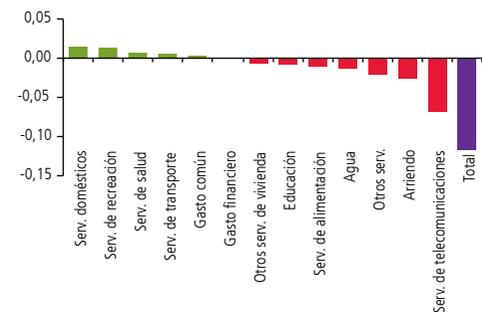
(2) Para mayor detalle, ver Recuadro IV.1, IPoM marzo 2017.

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

GRÁFICO IV.6

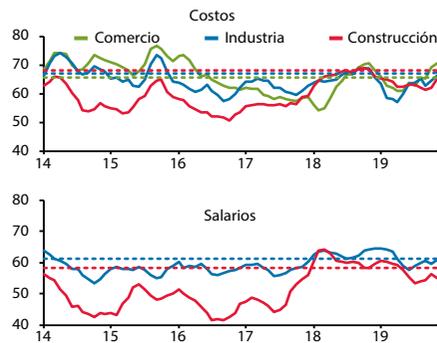
Servicios SAE: sorpresas acumuladas desde IPoM de septiembre (*)

(incidencias mensuales acumuladas, puntos porcentuales)



(*) Para mayor detalle sobre los componentes incluidos en cada agrupación, ver Glosario.

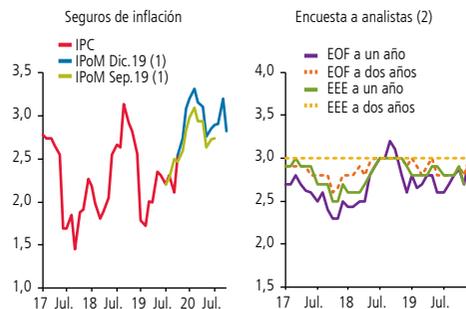
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.7IMCE: expectativas de costos y salarios (1) (2)
(promedio móvil de tres meses del índice de difusión)

(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción).

(2) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos desde enero del 2004 hasta noviembre del 2019 para cada serie.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO IV.8Expectativas de inflación
(variación anual, porcentaje)

(1) Para el IPoM de septiembre y diciembre del 2019, considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 28/08/2019 y al 02/12/2019, respectivamente.

(2) En el caso de la EOF, considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la publicada el 03/12/2019. En los meses en los que no se publica encuesta, se considera la última encuesta disponible.

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

Respecto del tipo de cambio, hasta el 18 de octubre se ubicaba en niveles similares a los del cierre estadístico del IPoM de septiembre. Posteriormente, factores idiosincráticos motivaron una depreciación significativa del peso chileno tanto con respecto al dólar estadounidense como en términos multilaterales (TCM y TCM-5). En ello ha incidido la incertidumbre relacionada con la crisis social e importantes movimientos de los fondos de pensiones y fondos mutuos hacia carteras con mayor participación de instrumentos en el exterior. Como se ha indicado en Informes anteriores, los efectos inflacionarios de los movimientos cambiarios son distintos dependiendo del factor que origina sus variaciones. Así, el coeficiente de traspaso cambiario a la inflación dentro de un año es menor cuando el movimiento de la paridad se origina por un movimiento global del valor del dólar, ya que en este caso existen efectos compensatorios que reducen los costos, como la rebaja de precios en dólares de los bienes importados desde socios comerciales cuyas monedas también se deprecian. Por el contrario, frente a una depreciación idiosincrática del peso como la ocurrida en las últimas semanas, los factores compensatorios mencionados no se manifestarían, lo que implica un mayor coeficiente de traspaso^{5/}. Esto último haría prever mayores registros inflacionarios en los bienes transables durante el próximo año. Por otro lado, la contracción de la actividad en el cuarto trimestre provoca una ampliación relevante de la brecha —aun considerando el impacto de las interrupciones productivas en el crecimiento potencial—, y su evolución futura apunta a que su cierre se dará a una baja velocidad. Así, en el escenario base, se proyecta que la debilidad de la demanda contrarrestará parcialmente el efecto del mayor traspaso a precios de la depreciación del peso (ver Capítulo V).

Las perspectivas privadas del mercado para la inflación presentaron vaivenes tras la sorpresa positiva que significó para el mercado el registro inflacionario de octubre, la depreciación del peso, los anuncios de cambios tarifarios y las políticas adoptadas por el Gobierno y el Banco. Así, a distintos plazos, las medidas han ido incorporando gradualmente mayores perspectivas para la inflación en comparación con lo que exhibían al cierre estadístico previo. De hecho, adelantan que la inflación cerrará el año en valores cercanos o algo por sobre 3% anual, probablemente dando cuenta de la fuerte depreciación del peso. A doce meses plazo, la EEE de noviembre y los seguros de inflación se ubicaron nuevamente entre 2,7 y 2,8% anual. Tras el cierre estadístico, la EOF previa a la Reunión de diciembre y los seguros de inflación *spot* dieron cuenta de aumentos, situando a la inflación en torno a 3% anual. A dos años plazo, la mediana de la EEE y de la EOF previa a la Reunión de diciembre se ubicaron en 3% anual. En esta última encuesta, ello representa un alza de 20pb respecto de la publicada después de la Minuta de la Reunión de octubre y la disponible al cierre estadístico del IPoM de septiembre (gráfico IV.8).

^{5/} Ver Recuadro IV.1, IPoM de marzo del 2018.

RECUADRO IV.1

MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

La política monetaria del Banco Central de Chile se orienta a que la proyección de la variación anual del IPC se ubique en 3% en un horizonte de dos años. En el corto plazo los movimientos de la inflación del IPC tienden a ser ruidosos. Al descontar los factores estacionales, las fluctuaciones bruscas de las cifras mensuales pueden no estar asociadas al ciclo económico, sino más bien a otros tipos de factores, tales como *shocks* de oferta transitorios en sectores específicos (imprevistos climáticos, disrupciones productivas de corto plazo, eventos geopolíticos que afectan transitoriamente el precio del petróleo, etc.) y errores de medida.

En este contexto, al momento de evaluar la trayectoria actual y futura de la inflación, los bancos centrales usualmente consideran la evolución de los llamados indicadores de inflación *core* (o subyacente)^{1/}. Estas medidas buscan identificar las tendencias inflacionarias de mediano plazo —corregidas del “ruido” de corto plazo—, las que están asociadas al ciclo económico y respecto de las cuales la política monetaria puede actuar con mayor éxito. Dado que no es posible identificar con certeza el componente de ruido, los bancos centrales utilizan un conjunto de indicadores que, a través de distintas metodologías, intentan eliminarlo. El objetivo de este Recuadro es dar a conocer una nueva medida que el Banco Central de Chile ha incorporado recientemente al conjunto de indicadores subyacentes que monitorea regularmente^{2/}.

En la literatura pueden distinguirse dos alternativas metodológicas que intentan separar la señal estable del ruido. La primera consiste en re-ponderar los componentes del IPC en función de la “cantidad de ruido” contenida en sus variaciones, asignando menores (mayores) ponderaciones a los componentes más (menos) ruidosos. La segunda, utiliza métodos estadísticos de suavización de series temporales para extraer una señal estable de la inflación.

La práctica más habitual de los bancos centrales se focaliza en la primera alternativa, porque entrega medidas de mayor facilidad comunicacional y que, por tanto, el mercado puede adoptar más fácilmente para formar sus expectativas. Casos particulares de esta alternativa son las medidas de exclusión, en las que los componentes más ruidosos directamente no se incluyen en el cálculo; es decir, reciben ponderación cero. Los componentes excluidos pueden ser siempre los mismos (exclusión fija) o ir cambiando cada mes (exclusión variable).

El principal indicador subyacente actualmente utilizado por el Banco Central de Chile es de exclusión fija, y excluye todos los alimentos y la energía (IPCSAE)^{3/}. Esta medida tiene dos ventajas fundamentales: su cálculo y comunicación al público general es simple. Sin embargo, esta, como otras medidas de exclusión fija, vienen acompañadas de dos limitaciones. En primer lugar, aunque los *shocks* transitorios que motivan la construcción de indicadores subyacentes no afectan siempre a los mismos componentes, las agrupaciones excluidas del IPCSAE son siempre las mismas. Así, esta medida podría incluir precios afectados por *shocks* transitorios y dejar de lado otros no afectados. Esta es una limitación común de los indicadores de exclusión fija.

En segundo lugar, incluso restringiéndose a indicadores de exclusión fija, el criterio de excluir todos los precios de los alimentos, de energía y ningún otro componente de la canasta, no es necesariamente óptimo. A modo de ejemplo, el IPCSAE excluye el precio del agua mineral, que es un componente “poco ruidoso”, pero incluye transporte aéreo de pasajeros, que es un componente “muy ruidoso” (gráfico IV.9). Estas limitaciones no son meramente conceptuales, sino que se reflejan en las propiedades estadísticas del IPCSAE expuestas más adelante.

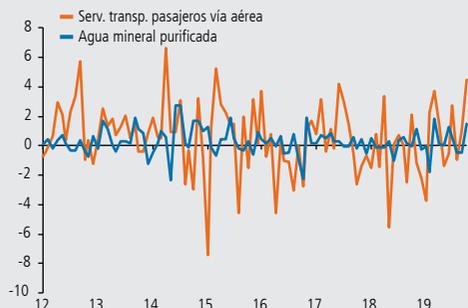
^{1/} Clark (2001) brinda una descripción general de las medidas subyacentes, y Hogan *et al.* (2001), Roger (1997), Shiratsuka (1997) y Cutler (2001) argumentan que la inflación *core* es relevante para la toma de decisiones de política monetaria.

^{2/} Análisis para un conjunto más amplio de medidas subyacentes puede encontrarse en el Recuadro V.1 del IPoM de marzo del 2015 y en Córdova (2008).

^{3/} Para un detalle completo del cálculo del IPCSAE, ver el Apéndice 6 en Instituto Nacional de Estadística (2019).

GRÁFICO IV.9

IPC de agua mineral y de transporte aéreo de pasajeros (variación mensual desestacionalizada, porcentaje)



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

Como se indica en Carlomagno y Sansone (2019), una alternativa para elegir los ítems a excluir consiste en determinar cuáles son las propiedades estadísticas deseables de un indicador subyacente, y realizar la elección que entregue el indicador con las mejores propiedades posibles. La literatura destaca cinco propiedades deseables:

- **Sesgo:** Dado que el objetivo del Banco Central es sobre la inflación total y no sobre la subyacente, el valor promedio de esta última debe ser lo más próximo posible al de la inflación total.
- **Persistencia:** Si el indicador *core* filtra adecuadamente *shocks* transitorios no asociados a la política monetaria, las oscilaciones alrededor de su nivel medio deben ser “suaves”. Es decir, la convergencia a la media debe ser relativamente lenta.
- **Volatilidad:** Además de lo anterior, el camino de la convergencia debe ser lo más estable posible, lo que implica que la volatilidad de las oscilaciones del indicador subyacente debe ser baja.
- **Relación con la brecha de actividad:** Si el indicador *core* efectivamente refleja los movimientos fundamentales de la inflación total, debería guardar una relación significativa con la brecha de actividad.

- **Predicción:** Finalmente, es deseable que un indicador subyacente contenga información relevante para adelantar los movimientos futuros de la inflación.

Carlomagno y Sansone (2019) proponen una estrategia para resumir estas cinco propiedades en un indicador único, y un procedimiento para seleccionar los componentes a excluir de manera tal que ese indicador resulte óptimo. El procedimiento admite que la exclusión sea fija o variable. En adelante, se denomina IPC sin volátiles al indicador de exclusión fija construido en base a ese procedimiento (gráfico IV.10). La tabla IV.1 muestra que el IPC sin volátiles supera al IPCSAE en las cinco dimensiones consideradas.

GRÁFICO IV.10

IPC, IPCSAE e IPC sin volátiles (variación anual, porcentaje)



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

TABLA IV.1

Evaluación de propiedades (*)

| | IPC sin volátiles | IPCSAE | IPC |
|---------------|-------------------|--------|--------|
| Sesgo | Yellow | Red | Green |
| Persistencia | Green | Red | Yellow |
| Volatilidad | Green | Yellow | Red |
| Relac. brecha | Green | Red | Yellow |
| Predicción | Green | Yellow | Red |

(*) Los colores verde, amarillo y rojo destacan el indicador ganador, intermedio y perdedor, respectivamente.

Fuente: Carlomagno y Sansone (2019).

En resumen, el IPC sin volátiles es menos sesgado, más persistente, menos volátil, tiene mayor relación con la brecha de actividad y contiene mayor poder predictivo en comparación con el IPCSAE. No obstante, cabe señalar que si bien las medidas de inflación subyacente son instrumentos útiles para el análisis de proyección, la evidencia empírica muestra que ningún instrumento de análisis entrega siempre las señales correctas, por lo que el uso de estos indicadores debe realizarse con cautela y en conjunto con otras herramientas. Asimismo, dada la limitación de todos los indicadores de exclusión fija mencionada antes, debería revisarse los componentes excluidos cada cierto tiempo.

V. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Este capítulo presenta las consideraciones detrás de la estrategia de la política monetaria en los próximos dos años. Esta se basa en la evaluación del Consejo de la dinámica proyectada para la inflación en el horizonte de política, dada la información disponible al cierre de este IPoM. Además, describe cómo podría cambiar la reacción de la política monetaria ante determinadas modificaciones al escenario base.

ACTIVIDAD EN EL ESCENARIO BASE

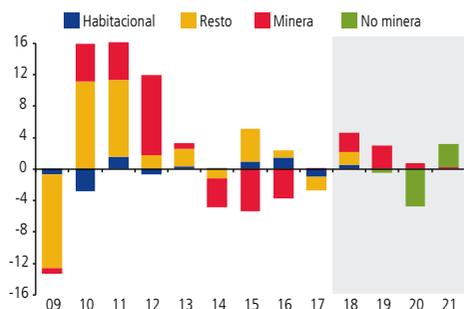
En el escenario base de este IPoM, la proyección de actividad tiene cambios significativos respecto de lo presentado en septiembre, principalmente derivados de la crisis social iniciada el 18 de octubre. En lo inmediato, el Imacec de octubre tuvo una fuerte contracción y la baja de la actividad en el cuarto trimestre de este año dejará un menor punto de partida hacia adelante. En el mediano plazo, la evolución de la actividad está sujeta a una incertidumbre mayor a la habitual. Factores como el control del orden público, la discusión de diversas reformas legales —incluida la posibilidad de una nueva constitución— y su interacción con la confianza y las decisiones de consumo e inversión serán claves en la evolución del PIB.

Así, el escenario base de este IPoM supone que el PIB tendrá una contracción de 2,5% en el cuarto trimestre del año. Noviembre seguirá mostrando un mal desempeño, en especial dada la extensión de episodios de violencia y de diversos impedimentos al normal funcionamiento de la economía. El último mes del año debería mostrar un desempeño algo mejor, pero existe una alta incertidumbre en torno a esa proyección. Con ello, el 2019 cerrará con un crecimiento en torno a 1,0%. Hacia adelante, el supuesto clave del escenario base es que las disrupciones que ha enfrentado la economía se reducirán paulatinamente y que la incertidumbre se disipará, con lo que la economía irá recuperándose gradualmente a partir de comienzos del 2020. Sin embargo, el menor punto de partida y la base de comparación, implicará que en el primer trimestre del 2020, el PIB seguirá mostrando una tasa de variación anual negativa. Con ello, el 2020 la economía tendrá un crecimiento entre 0,5 y 1,5%, bastante por debajo de lo considerado en septiembre. Para el 2021, los efectos de base de comparación, de disrupciones y de incertidumbre ya no estarán presentes en el escenario base, con lo que la economía crecerá entre 2,5 y 3,5%.

En el escenario base, tanto el consumo como la inversión tienen ajustes relevantes, en particular sus componentes transables. Como se mencionó, el deterioro de las expectativas y el aumento de la incertidumbre son clave en explicar la trayectoria del gasto en el mediano plazo. Las encuestas de

GRÁFICO V.1
Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)

(puntos porcentuales)

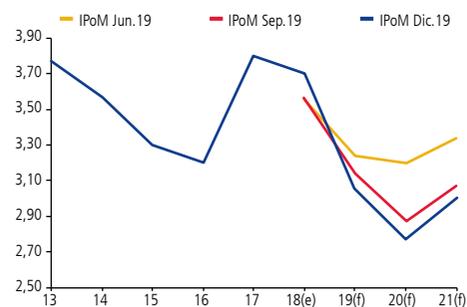


(*) Para el 2018 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión habitacional considera información de la inversión de hogares obtenida de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para las proyecciones de los años 2019, 2020 y 2021 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.2
Crecimiento de los socios comerciales

(variación anual, porcentaje)



(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

percepción económica muestran deterioros significativos en sus últimos registros. Por ejemplo, en noviembre la confianza empresarial (IMCE) tuvo una marcada caída, lo que llevó al indicador a su nivel más bajo desde que existe registro (2003). Asimismo, las expectativas de los consumidores (IPEC) tuvieron una fuerte baja, con lo que en noviembre se ubicaron en niveles incluso inferiores a los del 2009.

El deterioro de las confianzas juega un rol relevante en la corrección a la baja de la inversión prevista para el 2020. Así, luego de crecer 2,5% el 2019 —principalmente por su comportamiento en los tres primeros trimestres del año—, se estima que la formación bruta de capital fijo (FBCF) se contraerá 4% en el 2020. Sectorialmente, la caída de la inversión se concentrará en los sectores no mineros, pues se supone que la inversión minera no tendrá cambios mayores en el cronograma de sus proyectos (gráfico V.1). Esto último se basa en información cualitativa recopilada por el Banco en las últimas semanas (Recuadro III.1). Donde sí se suponen ajustes relevantes es en la ejecución estimada de proyectos del sector inmobiliario. De hecho, la encuesta elaborada por el Banco mostró que más de la mitad de quienes respondieron estaba re-evaluando la concreción de los planes de inversión previstos para el 2020, mientras que una porción menor ya había decidido no realizarlos. En cuanto a su composición, la caída proyectada de la FBCF será particularmente visible en su componente de maquinarias y equipos, recogiendo la baja que ya se observa en las internaciones de este tipo de bienes, el mayor costo que implica la depreciación cambiaria, las alzas de tasas de interés y spreads corporativos y la caída de la bolsa —variable que se correlaciona fuertemente con el comportamiento de la inversión. La mayor restrictividad en la oferta que se desprende de la consulta especial de la Encuesta de Crédito Bancario también apoya la idea de un ajuste importante en este componente del gasto (Recuadro III.1). En todo caso, la expansividad de la política monetaria y la mayor inversión pública anunciada contrarresta, en parte, el deterioro de la inversión. Considerando todo lo anterior, en el 2019 la FBCF alcanzará un valor de 22,0 y 21,5% del PIB en términos nominales y reales, respectivamente. En los dos años posteriores la relación FBCF a PIB se reducirá a valores en torno a 21% en términos nominales y cercanos a 20,5% en términos reales.

La corrección a la baja en la proyección del consumo, de casi 4 puntos porcentuales en el acumulado 2019-2021, considera que el ajuste de su parte durable será más profundo que el proyectado en septiembre. La información coyuntural apunta a que, en las últimas semanas, la caída de las ventas de automóviles nuevos fue bastante superior a la previsto. De hecho, fuentes del sector (ANAC) prevén que dichas ventas tendrán caídas del orden de 25% anual en el último trimestre del 2019. El ya mencionado deterioro de las expectativas de los consumidores tiene un carácter generalizado, pero es especialmente marcado en lo que se refiere a las compras de autos y artículos para el hogar (IPEC) —cuyos índices de noviembre son prácticamente un tercio de su registro de octubre— y que también apoyan la visión del mal desempeño previsto para este componente del gasto. En la misma línea apunta la mayor restrictividad de los bancos a la hora de ofrecer créditos a personas, en conjunto con una demanda por préstamos que también se percibe más restringida, ambos evidenciados en la consulta especial de la Encuesta de Crédito Bancario. Todo ello, en conjunto con el efecto de la depreciación cambiaria sobre el costo de

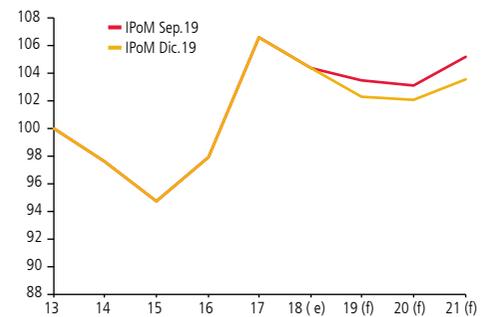
los bienes importados, llevará a que en el 2020 el consumo durable tenga una contracción anual de dos dígitos.

Un elemento clave para la evolución del consumo será el desempeño de distintas variables del mercado laboral. La información disponible apunta a desvinculaciones que ya se habrían materializado o podrían hacerlo en lo próximo. Las cifras de la Dirección del Trabajo para noviembre muestran que, respecto de igual mes del 2018, aumentó casi 13% el número de finiquitos laborales, lo que se explica prácticamente en su totalidad por despidos por necesidad de la empresa. En el escenario base, de mantenerse la relación histórica entre la demanda de trabajo y la actividad, y de no producirse cambios significativos por el lado de la oferta, la tasa de desempleo podría superar el 10% a inicios del 2020. Por el lado de los ingresos laborales, la información cualitativa da cuenta de una reducción, en particular de aquellos que reciben comisiones por ventas, de quienes cumplen turnos de trabajo que no pudieron realizarse y de quienes no pudieron hacer funcionar sus emprendimientos. Todo ello redundará en un consumidor más cauto en las decisiones de gasto. Así, el componente de consumo habitual —bienes y servicios— también verá mermada su expansión. Con ello, el consumo se expandirá 1,1% tanto el 2019 como el 2020. Solo una vez despejadas las incertidumbres retomará tasas de crecimiento más elevadas, por lo que el 2021 se expandirá 3,1%.

El escenario internacional no será una fuente relevante de impulso para la economía chilena en el horizonte de proyección. En lo principal, por la menor expansión de los socios comerciales en los próximos años. Las tendencias de los últimos meses han reafirmado el importante ajuste que se hizo a las proyecciones de crecimiento global en el IPoM de septiembre, ajuste que además se ha observado en las proyecciones de mercado (gráfico V.2). Si bien en el agregado los cambios son marginales, para América Latina y otras economías emergentes las proyecciones se vuelven a corregir a la baja. En el primer caso, una serie de factores idiosincráticos han afectado el desempeño efectivo y las expectativas de crecimiento, lo que se refleja en que la expansión prevista de América Latina se reduce en 9 décimas en total para el período 2019-2021. Destaca la recesión por la que atraviesa Argentina, la que se estima se extenderá hacia el 2020. En Asia emergente, los ajustes de las proyecciones reflejan en lo principal el efecto que la guerra comercial está teniendo sobre los principales socios comerciales de China, en la medida que el conflicto comercial redundará en caídas de las exportaciones, afectando fuertemente al sector manufacturero. Se suman los impactos que las protestas en Hong Kong están teniendo sobre su desempeño económico y las expectativas. Si bien los ajustes de las proyecciones de crecimiento del mundo desarrollado son marginales, sigue llamando la atención la sincronía de su desaceleración. Para el 2020 se estima que, como bloque, estas se expandirán solo 1,3%.

Respecto de los términos de intercambio, a lo largo de todo el horizonte de proyección, el escenario base considera niveles por debajo de lo previsto en septiembre (gráfico V.3). Ello se debe básicamente a un nivel más bajo en la partida —el 2019— dado que en el tercer trimestre los precios efectivos de las exportaciones —mineros, agrícolas e industriales— estuvieron por debajo de lo proyectado. Hacia el 2020, se prevé que los términos de intercambio se volverán a contraer, contraponiéndose un mayor precio del cobre con precios

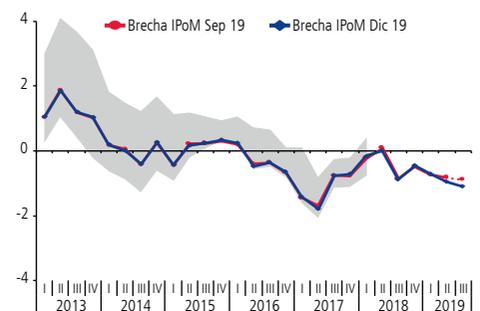
GRÁFICO V.3
Términos de Intercambio
(índice 2013=100)



(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4
Brecha de actividad (1) (2)
(porcentaje)



(1) Área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación del PIB potencial (métodos trivariado, multivariado, HP, SVAR, MEP y SSA). Ver Aldunate *et al.* (2019).

(2) Líneas punteadas corresponden a proyecciones.

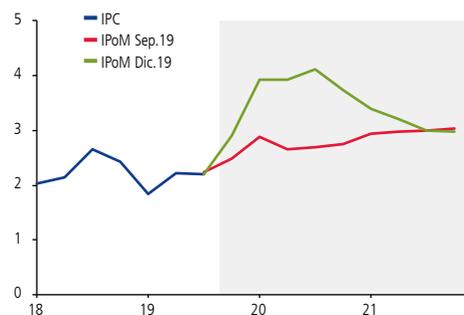
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.5**IMCE industria: Uso de capacidad (1)**
(porcentaje de uso de capacidad instalada)

(1) Área gris corresponde a la media (71,4) +/- una desviación estándar.

(2) Promedio móvil centrado en +/- seis meses.

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

GRÁFICO V.6**Proyección de inflación IPC (1) (2)**
(variación anual, porcentaje)

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

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

de importaciones más elevados, afectados tanto por el ajuste de la proyección de precio del petróleo como por un mayor índice de precios externos. De hecho, el escenario base de este IPoM prevé que el cobre promedie precios de US\$2,7 la libra el 2019 y el 2020, para luego subir a un promedio de US\$2,75 el 2021. Para el petróleo en tanto, el escenario base contempla que el precio promedio Brent-WTI se ubique entre US\$60 y 55 el barril, con una trayectoria descendente en el horizonte de proyección.

Si bien el panorama externo no será particularmente favorable, la depreciación multilateral del peso tendrá incidencia en el aporte de las exportaciones netas al PIB, el que será especialmente visible en el 2020. Así, las exportaciones de bienes y servicios se corrigen al alza, estimándose que ese año su crecimiento será de 2,2%, superando en 6 décimas la estimación previa. En el caso de las importaciones, al efecto cambiario se sumará la debilidad de la demanda interna, con lo que el 2020, especialmente las internaciones de bienes, tendrán una contracción importante. Este factor será determinante en el ajuste de la cuenta corriente que pasará de -2,9% del PIB el 2019 a -0,2% del PIB el 2020, para registrar un déficit de solo 0,8% del PIB el 2021. Es relevante notar que el peso del ajuste de la cuenta corriente será principalmente del gasto privado, considerando el mayor déficit fiscal (Recuadro V.2). El cambio de la cuenta corriente también se observará en su medición a precios de tendencia^{1/}, reflejo de que responde principalmente a volúmenes y no a cambios en precios. Así, medido a precios de tendencia, el déficit de la cuenta corriente pasará de valores cercanos a 4% del PIB en el período 2017-2019 a una cifra promedio algo bajo 2% en el 2020-2021.

El mayor gasto fiscal entregará un impulso importante a la economía chilena en el 2020. Los anuncios de principios de diciembre contemplan recursos adicionales por de US\$5.500 millones en el 2020. De estos, cerca de US\$3.000 millones corresponde a gasto público, con un alto componente de transferencias e inversión. Con ello, comparado con la Ley de Presupuesto del año 2019, el gasto público crecerá 9,8% real en el 2020. A su vez, el déficit efectivo se elevará hasta 4,4% del PIB el próximo año, cifra similar al déficit registrado en el 2009 (4,3% del PIB). Este mayor gasto fiscal se financiará con emisión de deuda y la repatriación de activos denominados en moneda extranjera. Las cifras entregadas por la autoridad contemplan asimismo una nueva trayectoria de convergencia del balance estructural: el déficit estructural se ubicará en 3% del PIB en el 2020, y se irá reduciendo a razón de 0,5 puntos porcentuales del PIB por año, llegando a 2% del PIB en el 2022.

^{1/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustible 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 de los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio de largo plazo del cobre 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).

HOLGURAS DE CAPACIDAD Y BRECHA DE ACTIVIDAD

Las cifras al tercer trimestre del 2019 dieron cuenta de una brecha de actividad que se habría abierto marginalmente, en línea con lo esperado. Sin embargo, los acontecimientos desencadenados a partir del 18 de octubre apuntan a que esta ha tenido una apertura relevante en la última parte del año, coherente con la fuerte contracción de la actividad, tal como lo refleja la caída del Imacec en octubre y las malas perspectivas para el resultado del cuarto trimestre en su conjunto. Este fenómeno es parcialmente compensado por los efectos negativos que se han producido en el crecimiento potencial durante este periodo. En lo principal, debido a la caída de la productividad derivada, entre otras cosas, de las menores horas trabajadas, las dificultades de traslado, por la menor creación de empresas, las restricciones crediticias y/o ineficiencias varias que se pueden haber generado en esta coyuntura. Como ha comprometido el Consejo, la revisión exhaustiva de los parámetros estructurales se hará en el IPoM de junio del próximo año (gráfico V.4).

Como se ha mencionado otras veces, la medición de la brecha de actividad —la diferencia entre el nivel efectivo del PIB no minero y su nivel potencial— está sujeta a un alto grado de incertidumbre. Por ello, para evaluar sus implicancias sobre la trayectoria de la inflación habitualmente se complementa esta información con indicadores de holguras en los mercados de bienes o de factores. Al cierre de este IPoM, la única fuente de información que daba cuenta de los efectos de la crisis social era la utilización de capacidad instalada del sector manufacturero (IMCE) de noviembre. Esta mostraba una baja muy importante, que la ubicaba en un nivel prácticamente igual al de marzo del 2010, justo después del terremoto (gráfico V.5).

CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN

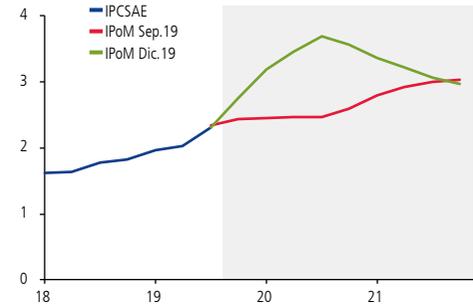
La trayectoria de la inflación en los próximos dos años estará determinada por dos factores fundamentales. Por un lado, las menores presiones inflacionarias que se derivan de las holguras de capacidad. La contracción de la actividad en el cuarto trimestre provoca una ampliación relevante de la brecha —aun considerando el impacto de las disrupciones productivas en el crecimiento potencial—, y su evolución futura apunta a que su cierre se dará a una baja velocidad. Por otro lado, las presiones de costos son mayores que las consideradas en el pasado. En particular, es necesario resaltar que la depreciación reciente del peso ha respondido a factores mayormente idiosincráticos, episodios en los que la evidencia apunta a que su traspaso a precios locales es mayor, pues no se verifica el factor amortiguador dado por el descenso de los precios en dólares, que sí se produce ante una apreciación global del dólar^{2/}.

En el escenario base, se proyecta que la debilidad de la demanda contrarrestará parcialmente el efecto del mayor traspaso a precios de la depreciación del peso. Además, se utiliza como supuesto que, en el horizonte de proyección, el tipo de

^{2/} Ver Recuadro IV.1, IPoM de marzo del 2018.

GRÁFICO V.7

Proyección de inflación IPCSAE (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



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

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

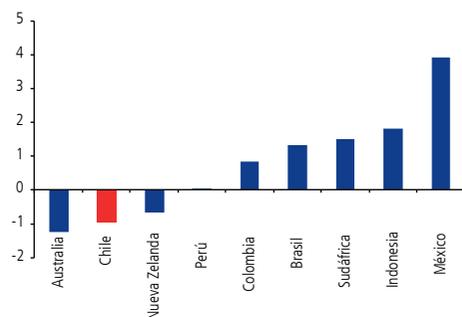
GRÁFICO V.8

TPM real en Chile (*)
(porcentaje)



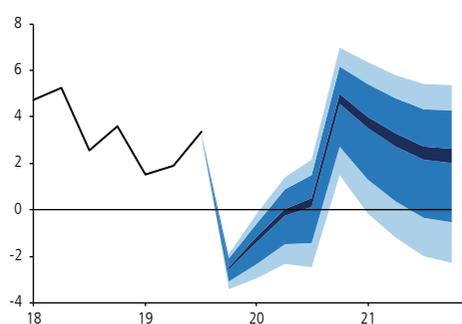
(*) Calculada como la TPM nominal menos las expectativas de inflación a un año plazo derivada de la Encuesta de Expectativas Económicas.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.9**TPM real: comparación internacional (*)**
(porcentaje)

(*) TPM actual menos la inflación esperada a un año.

Fuentes: bancos centrales de cada país.

GRÁFICO V.10**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, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo.

Fuente: Banco Central de Chile.

cambio real (TCR) se ubicará por debajo de los niveles máximos alcanzados en las últimas semanas, aunque permanecerá por sobre lo contemplado en el IPoM de septiembre. Con todo ello, luego de cerrar el 2019 con una variación anual de 3,4% (2,7% en septiembre), la inflación del IPC fluctuará en torno a 4% durante gran parte del 2020, para luego converger a la meta hacia mediados del año siguiente. La inflación subyacente, medida por el IPCSAE tendrá registros menos elevados, pero su retorno a 3% será más lento, alcanzando dicho valor a fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre del 2021 (gráficos V.6 y V.7).

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria se encuentra en una posición altamente expansiva, con una TPM nominal por debajo de sus niveles neutrales y una TPM real en niveles negativos, los más bajos desde el 2010 a la fecha (gráfico V.8). La expansividad de la política monetaria ha ido aumentando a lo largo del año, con una rebaja de 125pb entre junio y octubre. En ese período se combinó, primero, una reestimación de los parámetros estructurales de la economía, que llevó a una recalibración de la TPM en junio, reduciéndola en 50 puntos base (pb). Segundo, en septiembre, el análisis del IPoM que indicó que la ampliación de la brecha de actividad y su mayor tardanza en retomar el proceso de cierre, ponía en riesgo la oportuna convergencia de la inflación. Por ello, en sus Reuniones de septiembre y octubre, el Consejo redujo la TPM en 50 y 25pb adicionales, totalizando así la mencionada baja de 125pb. Con ello, la política monetaria en Chile también se sitúa dentro de las más expansivas de una muestra de países comparables (gráfico V.9).

El Consejo prevé que la Tasa de Política Monetaria se mantendrá en su nivel actual durante los próximos meses, lo que es coherente con el logro de la meta de inflación, en un contexto de mayor impulso fiscal e intervención cambiaria. Coherente con esto, en su Reunión del 4 de diciembre, el Consejo decidió mantener la TPM en 1,75%.

La calibración del estímulo monetario será especialmente desafiante en lo venidero, y dependerá, entre otros factores, de la evolución de la actividad, el mercado laboral, el tipo de cambio y las expectativas de inflación. El Consejo estima que existen escenarios en los que el crecimiento puede situarse dentro de los rangos de proyección, pero requerir de una trayectoria de la TPM distinta para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

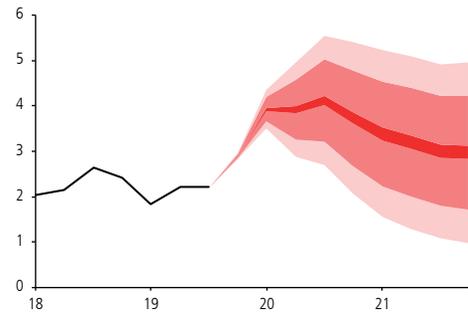
Por un lado, es posible que la economía muestre un desempeño menor al esperado. Ello podría darse si la inversión se resiente más allá de lo contemplado, por ejemplo, si se postergan los grandes proyectos del sector minero y/o la inversión habitacional sufre un ajuste más pronunciado. En un escenario de este tipo, se podría observar un aumento aun mayor del desempleo y un crecimiento cercano a los valores inferiores al rango proyectado, que aumenten la probabilidad de atravesar por una recesión —dos trimestres consecutivos con una variación trimestral negativa del PIB— durante el 2020.

También existen escenarios donde se intensifican las presiones depreciativas sobre el peso, por ejemplo, por un rebrote de la incertidumbre externa y/o una profundización de la crisis interna. Si bien este escenario también implicaría una mayor brecha de actividad, sería acompañado de una depreciación que aumentaría las presiones inflacionarias. Finalmente, no puede descartarse un escenario donde predominen presiones de costos laborales más significativas, que provoquen un mayor aumento del desempleo y la inflación, junto con una contracción más profunda de la actividad.

Si bien también es posible que se dé un escenario donde la incertidumbre se reduzca y las confianzas se repongan con mayor rapidez, el Consejo estima que, en el contexto actual, son más probables los escenarios de mayor debilidad de la actividad y del mercado laboral. De hecho, de ubicarse el crecimiento del 2020 en el límite inferior del rango proyectado en este IPoM (entre 0,5 y 1,5%), hay una alta probabilidad de que la economía atraviese por un período de recesión —dos trimestres consecutivos con una variación trimestral negativa del PIB— (gráfico V.10). En todo caso, la evaluación de sus efectos en la inflación no es obvia, pues algunos de los escenarios donde podría darse esta situación implican también mayores presiones inflacionarias. De hecho, el Consejo estima que existe una probabilidad simétrica de que se den escenarios donde la inflación puede ser mayor o menor que la proyectada en el escenario base (gráficos V.11 y V.12).

Existen otros escenarios donde el desempeño de la economía se escaparía de los rangos de proyección previamente discutidos. Por ejemplo, si el deterioro de los fundamentos del consumo y la inversión es más profundo, la demanda podría contraerse y precipitar un período de contracción económica más persistente. En la medida que las presiones deflacionarias asociadas a ese escenario —en particular la evolución de la brecha de actividad— dominen la dinámica de la inflación en el horizonte de política, esto podría llevar a utilizar parte importante del espacio remanente de política monetaria. También es posible que el crecimiento tendencial de la economía se vea afectado, por una reducción más sostenida de la inversión, la existencia de distorsiones en el mercado laboral y/o un deterioro de la productividad. En este caso, si bien el impulso monetario requerido para alcanzar la meta de inflación sería menor, la convergencia se daría con un nivel y ritmo de crecimiento económico más bajo. Un escenario particularmente preocupante, podría darse en situaciones en que cambios regulatorios lleven a aumentos significativos de los costos laborales, en un contexto de debilidad económica. Aunque esto podría aumentar de forma importante el desempleo y afectar el crecimiento económico, el incremento de las presiones inflacionarias limitaría el rol contracíclico de la política monetaria.

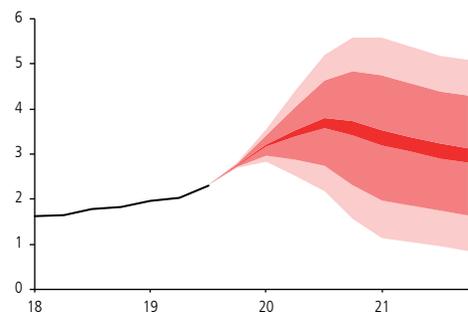
GRÁFICO V.11
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.12
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, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 al 2017. Además, los intervalos de confianza contienen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Para el 2018, se grafica la variación anual del IPC que se obtiene al empalmar la serie con base 2013=100 con las variaciones mensuales de la canasta 2018=100 a partir de febrero 2018. Ver Recuadro IV.1 del IPoM de marzo 2019.

Fuente: Banco Central de Chile.



RECUADRO V.1

DISTURBIOS SOCIALES, INCERTIDUMBRE Y ACTIVIDAD ECONÓMICA: EVIDENCIA, CANALES DE TRANSMISIÓN E IMPLICANCIAS DE POLÍTICA

Este Recuadro presenta un resumen de la evidencia relacionada con episodios de disturbios sociales y los canales a través de los cuales estos pueden afectar a la actividad económica. También se resumen las implicancias de política económica que se derivan de ellos.

Los principales hechos que se resaltan de este recuento de la literatura son: primero, que las implicancias económicas de los disturbios son acotadas, en la medida que su duración es breve. Pero sus costos aumentan considerablemente en la medida que se extienden en el tiempo y comienza a afectar las confianzas de hogares y empresas. En este contexto, la política monetaria pierde efectividad en comparación con otras medidas reactivadoras, como una expansión de la política fiscal.

Disturbios y actividad económica: Evidencia

Existe una gran heterogeneidad entre los tipos de protestas sociales que se han observado en el mundo, sus contextos institucionales y los objetivos que persiguen. Una primera diferencia es el nivel de violencia, existiendo protestas que se desarrollan en paz, hasta aquellas que precipitan conflictos armados. Una segunda diferencia es el contexto político. Unas se han desarrollado en democracia, otras en dictaduras, y otras en transiciones entre estos dos regímenes. Por último, los objetivos también difieren, incluyendo episodios que buscan desde demandas sectoriales, redistribuciones del ingreso agregado hasta cambios políticos profundos.

A pesar de dicha heterogeneidad, existen algunos elementos comunes que la literatura ha identificado respecto de las implicancias económicas de estas protestas sociales. En primer lugar, los efectos sobre la actividad económica han sido más bien acotados cuando la duración de dichas protestas ha sido breve, a pesar de que algunas hayan sido acompañadas de violencia. Usando una muestra de 90 países para el período 1974-2003, Jong-A-Pin (2009) muestra que los efectos de protestas son crecientes en su duración. En otro estudio, usando datos anuales de 183 países, entre 1980 y 2010, Bernal-Verdugo, Furceri y Guillaume (2013) encuentran que en el corto plazo los efectos de huelgas y protestas están entre 0,3 y 0,6 puntos de menor crecimiento anual. A plazos más largos, los efectos se mantienen acotados en la medida que las reformas adoptadas tras los episodios de crisis apunten a mejorar la gobernabilidad y estabilidad.

Un ejemplo específico de disturbios sociales, acompañado de violencia, pero de duración acotada, es el caso reciente de Francia y el movimiento de los chalecos amarillos. Este comenzó en noviembre del 2018, y por cerca de dos meses registró demostraciones violentas en todo el país, motivado por alzas en el costo de la gasolina y otras demandas redistributivas. A pesar de la intensa violencia que se vivió tanto en París como en otras zonas del país, su corta duración impidió que los efectos macroeconómicos fuesen considerables. En efecto, se estima que su costo fue de solo 0,1 puntos porcentuales (pp) de menor crecimiento en términos del PIB trimestral (FMI, 2019).

En el otro extremo, la literatura también ha identificado que los costos macroeconómicos de las protestas sociales pueden aumentar considerablemente si los episodios de violencia se extienden en el tiempo. Un ejemplo ilustrativo de estos casos fueron las protestas que ocurrieron en varios países del norte de África y Medio Oriente a partir del 2010, en lo que se llamó la primavera árabe. En varios de ellos, los episodios violentos se extendieron durante meses e incluso años, con fuertes consecuencias para la actividad económica. En Túnez, se ha documentado que entre el 2011 y 2013, el PIB sufrió una pérdida anual promedio de 5,7 pp (Matta, Appleton y Bleaney, 2016).

Khandelwal y Roitman (2013) estudian 11 episodios de cambios en regímenes políticos en países de ingresos medios o bajos, que se acompañaron por protestas masivas. Para estos episodios, que incluyen entre otros Argentina 2001-03, Corea del Sur 1980-81 y Sudáfrica 1990-94, encuentran que la pérdida en crecimiento anual fluctuó entre 1 y 7pp, y que la economía se puede demorar hasta 5 años en retomar su ritmo de crecimiento histórico de largo plazo. Adicionalmente, este trabajo muestra que la inflación también puede aumentar producto de la depreciación de la moneda local. En 5 de los 11 casos estudiados, se originaron fuertes depreciaciones de la moneda, entre 10 y 100%, aumentando la inflación entre 7 y 17 pp anuales. En los restantes 6 casos, en donde no se dieron fuertes depreciaciones del tipo de cambio, la inflación tan solo varió entre 1 y -3pp.

Disturbios y actividad económica: Canales

Existen al menos tres canales a través de los cuales disturbios sociales violentos pueden tener efectos reales sobre la actividad económica.

Un primer canal, que opera en el corto plazo, tiene que ver con la disrupción de cadenas productivas por causas de los destrozos, saqueos y cortes en las vías de comunicación, entre otros. A nivel de la empresa, esto afecta de forma directa sus principales insumos. Por un lado, afecta el empleo, pues los trabajadores no pueden desplazarse a sus puestos de trabajo o lo pueden hacer de forma parcial. También afectan el capital físico en la medida en que hayan sido objeto de saqueos y destrozos. A nivel de toda la red productiva, incluso las empresas que no hayan sufrido pérdidas por empleo o capital, pueden verse afectadas si las demás empresas que les proveen de bienes intermedios se han visto afectadas.

Un segundo canal es el de la incertidumbre, la que puede tener efectos no solo en el corto plazo, sino que también en el mediano plazo en la medida que los disturbios se extiendan por más tiempo. La medición de la incertidumbre no es trivial. La literatura ha recurrido a mediciones indirectas, por ejemplo, a través del uso de ciertas palabras alusivas a la incertidumbre en los diarios y revistas; o a través de la dispersión de las proyecciones económicas. En ambos casos, se ha encontrado que las mediciones de incertidumbre son contracíclicas: suben cuando se desacelera la actividad económica y se elevan con noticias malas como guerras o eventos terroristas (Bloom, 2014). También se ha documentado cómo ante aumentos de la incertidumbre, la cantidad de empresas que enfrentan condiciones adversas aumenta de forma súbita e inesperada. Esto se ha conocido en la literatura como desastres inusuales (*rare disasters*), ver por ejemplo Gourio (2012), Bloom *et. al* (2018) y Kent y Phan (2019). En la siguiente sección se abordarán en más detalle los mecanismos por los cuales shocks de incertidumbre tienen consecuencias adversas sobre la actividad económica.

Existe un último canal, relacionado con su efecto en el crecimiento de largo plazo, el que se asocia con los cambios en las instituciones políticas que dichos eventos pueden generar. Acemoglu y Robinson (2012) ofrecen una mirada optimista afirmando que, en la medida que dichos eventos lleven una mejor distribución del poder político y económico, pueden sentar las bases para un crecimiento económico robusto y sostenible en el tiempo. Por otro lado, Aguirre (2016, 2019) muestra que, bajo ciertas condiciones, conflictos violentos pueden conducir a un cambio opuesto en instituciones, reduciendo el crecimiento de largo plazo.

Efectos reales de un *shock* de incertidumbre

Como se mencionó antes, se ha documentado cómo la incertidumbre generalmente aumenta de forma abrupta ante eventos de conmoción similares a los registrados en Chile desde mitad de octubre. La literatura ha identificado dos mecanismos a través de los cuales este tipo de *shocks* pueden afectar a

la actividad económica, más allá de los efectos iniciales que hicieron que la incertidumbre se elevara.

El primer mecanismo opera a través del mayor valor que recibe la opción de esperar, tanto para las decisiones de empresas como de hogares. Por el lado de las empresas, la opción de “esperar y ver” cobra valor en sus decisiones de inversión, contratación de personal, expansión de capacidad, etc. Si existen costos fijos o de revertir estas decisiones, la opción de esperar es aún más firme. Por el lado de los hogares, la misma opción se extiende a las compras de bienes durables como casas, autos, muebles, etc. Además, una mayor incertidumbre respecto de las condiciones en el mercado laboral lleva a un comportamiento precautorio de las familias, reduciendo su consumo y generando con esto una caída en la actividad agregada bajo rigideces nominales (véase por ejemplo Ravn y Sterk, 2017; Der Haan *et. al*, 2017; Bayer *et. al*, 2019). De esta forma, las decisiones individuales de reducir el gasto de muchas empresas y hogares pueden implicar un freno a la inversión, el empleo y el consumo agregados.

El segundo mecanismo es su efecto sobre las primas de riesgo. En presencia de aversión al riesgo, al expandirse el set de posibles eventos de cola, el riesgo de default (quiebra) aumenta y con ella las primas por riesgo. Esto puede llevar a amplificar el freno en la demanda agregada mencionado en el punto anterior.

Identificar y cuantificar los efectos reales de un *shock* de incertidumbre conlleva importantes desafíos, pues existe la posibilidad que la causalidad sea en la otra dirección —el aumento de incertidumbre puede ser causado por la caída en la actividad económica. Por esa razón, la literatura ha buscado enfoques estructurales o el estudio de experimentos naturales. Un ejemplo de este último método es el trabajo de Baker y Bloom (2013), quienes usan datos de 60 países entre 1970 y 2012 para eventos como desastres naturales, ataques terroristas o *shocks* políticos que hayan sido espontáneos y, por ende, no se hayan podido prever. Usando el componente de volatilidad en el mercado bursátil asociado con estos eventos como predictor del crecimiento del PIB en los períodos siguientes, encuentran que cerca de la mitad de la caída en la actividad agregada se asocia con dichos eventos. Otro hallazgo relevante es que entre más persistente sea el *shock* de incertidumbre, mayores serán sus efectos reales.

Conclusiones

El aumento de la incertidumbre derivada de disturbios sociales violentos afecta los mecanismos tradicionales a través de los que opera la política monetaria, por lo que puede reducir su efectividad. En situaciones como esta, otras herramientas de impulso macroeconómico, que incidan más directamente en la demanda agregada son más efectivas. Un ejemplo de ellas, es una política fiscal contracíclica, como la recientemente anunciada por el gobierno.

RECUADRO V.2 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA CORRIENTE

En los últimos trimestres, la cuenta corriente había tomado una trayectoria de aumento en sus déficits. Considerando el saldo acumulado en el último año móvil, entre la segunda mitad del 2015 y el tercer trimestre del 2018, dicho déficit se ubicó en valores en torno a 2% del PIB, lo que se incrementó hasta 3,5% del PIB en el tercer trimestre del 2019. Esta trayectoria podría levantar susceptibilidades, considerando que esta variable es un indicador de vulnerabilidad externa relevante. Este Recuadro examina la composición de la cuenta corriente, mostrando que el nivel de déficit no debiera ser un factor de preocupación, pues parte importante de la necesidad de financiamiento externo está vinculada con la inversión minera de empresas no residentes. En todo caso, el fuerte ajuste que está teniendo el gasto interno desde el inicio de la crisis social, así como la depreciación del tipo de cambio real, llevarán a que durante el 2020 la cuenta corriente se corrija a niveles cercanos a cero.

Después de varios años de superávits en la cuenta corriente, a partir del 2011 esta parte de la balanza de pagos comenzó a registrar déficits. Ello respondió tanto al aumento de la inversión minera en el país como a una mantención del ahorro (gráfico V.13)^{1/}.

GRÁFICO V.13
Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión
(porcentaje del PIB nominal)



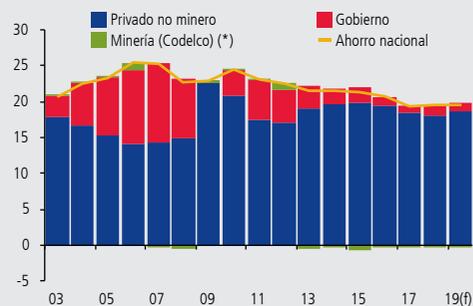
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} La evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos refleja la diferencia entre la inversión que se realiza en el país y el ahorro de los residentes. En este sentido, un déficit de cuenta corriente muestra cuánto ahorro externo se requiere para financiar la inversión interna.

En cuanto al ahorro, el del sector privado no minero aumentó de manera sostenida durante el período 2012-2015, llegando a cerca de 20% del PIB (gráfico V.14). Posteriormente, junto con la desaceleración de la economía, el gasto de los privados creció a tasas mayores que los ingresos, reduciéndose así sus tasas de ahorro. De hecho, se espera que este año alcance un valor cercano a 18% del PIB. Pese a este retroceso, el nivel de ahorro privado no minero permanece levemente por sobre el promedio de los últimos 15 años. La minería (Codelco) disminuyó de forma importante su ahorro desde el 2012 al 2015 —debido a la caída del precio del cobre—, mostrando una recuperación sostenida a partir del 2016^{2/}. Respecto del gobierno, después de la crisis financiera internacional del 2008-2009, su tasa de ahorro repuntó hasta alcanzar cerca de 5% del PIB en el 2011. A partir del 2012, se observó una caída, que en lo más reciente se ha estabilizado en torno a 1,2% del PIB.

GRÁFICO V.14
Ahorro nacional por agente económico
(porcentaje del PIB nominal)



(f) Proyección.

(*) Para Codelco se ocupan las utilidades retenidas, calculadas como la diferencia anual de las ganancias/pérdidas acumuladas en base a sus estados contables.

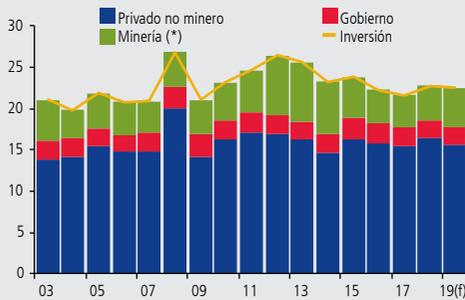
Fuentes: Banco Central de Chile y Codelco.

^{2/} Para calcular el ahorro nacional de la minería correspondería emplear las utilidades retenidas de las mineras residentes. Dada la dificultad para dicho cálculo, se utilizan solo las de Codelco. Las utilidades no distribuidas de las mineras privadas no residentes no se consideran ahorro nacional.

Por su parte, la tasa de inversión disminuyó de forma sostenida entre el 2011 y el 2017 (gráfico V.15). Esta baja se explica mayormente por la importante contracción de la parte minera, asociado al fin del ciclo de alzas del precio del cobre, y en menor medida por una caída de la tasa de inversión del sector privado no minero. En lo más reciente, el leve aumento de la inversión está siendo respaldado por una nueva expansión del componente minero.

Los antecedentes dan cuenta de que una parte significativa del déficit de la cuenta corriente está vinculada a la inversión minera, por lo que su nivel no representa necesariamente una vulnerabilidad. Ello, por cuanto su financiamiento es principalmente a través de inversión extranjera —aumento de capital, préstamos entre relacionados y reinversión de utilidades. En todo caso, el escenario base de este IPoM prevé una débil demanda interna para el 2020 y una reducción del déficit en la cuenta corriente. Esto, como reflejo de una fuerte caída de la inversión privada no minera y un aumento del ahorro privado no minero. El fuerte ajuste del sector privado no minero será parcialmente compensado por un ahorro neto de gobierno que se volverá más negativo, dando cuenta del conjunto de medidas de gasto fiscal anunciadas en las últimas semanas. En tanto, se espera que la inversión minera se mantenga en torno a los niveles observados en los últimos años (gráfico V.16).

GRÁFICO V.15
Inversión por agente económico
(porcentaje del PIB nominal)

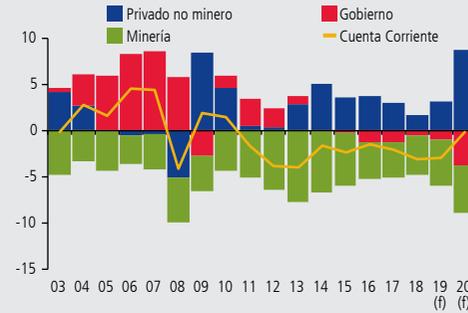


(f) Proyección.

(*) Para la inversión de minería se utiliza la FBCF de minería. En términos anuales, hasta el 2017 corresponde a información publicada en la matriz de inversión por actividad económica. La estimación 2018 y 2019 se basa en estados financieros (planta y equipos).

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.16
Ahorro nacional menos inversión
(porcentaje del PIB nominal)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GLOSARIO

América Latina: Comprende a Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, México y Perú, ponderados a PPC según cifras del *World Economic Outlook* (WEO, Octubre 2019).

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 Minería (PIB no minero).

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI (WEO, Octubre 2019). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2019-2021 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 igual al que promedian las economías avanzadas y emergentes.

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 (WEO, Octubre 2019). Los países considerados representan aproximadamente el 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 2,5% en el período 2019-2021.

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 – 2018.

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: Comprende a Australia, Canadá y Nueva Zelanda, ponderados a PPC (según cifras WEO, Octubre 2019).

Emerging Market Bond Index (EMBI): Indicador de riesgo país, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países emergentes, y los Bonos del Tesoro de EE.UU., que se consideran libres de riesgo.

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



IPCSAE: IPC excluyendo los precios de alimentos y energía, permaneciendo el 73,2% de la canasta total.

IPCSAE bienes: Reúne los bienes que componen el IPCSAE y representa el 27,3% de la canasta total. Se realizan las siguientes agrupaciones:

- **Artículos de recreación:** incluye unidad de almacenamiento digital; juguetes; consola de videojuego; implementos deportivos; artículos de camping; instrumentos musicales; texto escolar; libro; diario; cuaderno; materiales para artes manuales; y artículos de escritorio.

- **Automóvil nuevo.**

- **Bebidas alcohólicas:** agrupa pisco; ron; whisky; vodka; vino; vino espumoso y cerveza.

- **Bienes de salud:** contiene medicamentos anti infecciosos, antivirales y anti fúngicos; medicamentos para el aparato cardiovascular; hormonas y medicamentos para el sistema genitourinario; medicamentos antiinflamatorios no corticoides, antimigrañosos y sistema osteomuscular; medicamentos para el sistema respiratorio; medicamentos dermatológicos, desinfectantes y antisépticos; medicamentos para el sistema nervioso central; medicamentos para el aparato digestivo y metabólico; preparados oftalmológicos; medicamentos para el tratamiento del cáncer, modificadores del sistema inmune y fármacos utilizados en los cuidados paliativos del dolor; medicamentos homeopáticos y suplementos alimenticios; productos para la curación de heridas; preservativos; lentes de corrección; artículos para medir parámetros de salud; afeitadora y depiladora eléctrica; máquina de afeitar desechable; artículos diversos para el cuidado personal; bloqueadores y bronceadores; colonias y perfumes; desodorantes y antitranspirantes; productos de higiene bucal; papel higiénico; jabón; pañales desechables; protección higiénica femenina; shampoo y bálsamo; cremas para la piel; productos de maquillaje; tinturas y fijadores.

- **Cigarrillos.**

- **Equipamiento de vivienda electrónico:** incluye equipo de telefonía móvil; televisor; equipo de sonido; reproductor portátil de audio y video; cámara fotográfica; computador; e impresora.

- **Otros bienes de transporte:** considera automóvil usado; motocicleta; bicicleta; repuestos para el funcionamiento eléctrico del automóvil; neumáticos y llantas; y repuestos y accesorios para el funcionamiento mecánico del automóvil.

- **Paquete turístico.**

- **Resto de equipamiento de vivienda:** contiene cama; colchón; muebles de comedor; muebles para cocina; muebles para living; alfombras y otros revestimientos para pisos; artículos ornamentales; textiles para cama; textiles para baño y cocina; textiles para living y comedor; calefón; cocina; artículos para calefacción del hogar; hornos eléctricos y microondas; lavadora; refrigerador; electrodomésticos pequeños de cocina; plancha; vajilla; utensilios de cocina; aromatizador y desinfectante ambiental; detergente y suavizante para ropa; lavalozas; limpiador; insecticidas y similares; artículos de limpieza; servilletas y toalla de papel; flores; plantas; alimentos para mascotas; y accesorios para mascota.

- **Vestuario y calzado:** considera telas para confección de vestuario; ropa de abrigo para hombre; pantalón largo y corto para hombre; camisa y polera para hombre; ropa interior y de dormir para hombre; ropa de abrigo para mujer; pantalón, falda y vestido para mujer; blusa y polera para mujer; ropa deportiva y de baño para mujer; ropa interior y de dormir para mujer; ropa de abrigo infantil; pantalón, falda y vestido infantil; camisa, blusa y polera infantil; ropa deportiva, shorts, bermudas y trajes de baño infantil; ropa interior y de dormir infantil; vestuario para lactante; uniforme y ropa deportiva escolar; artículos para reparación de vestuario; accesorios de vestir; zapatillas para hombre; zapatos para hombre, zapatillas para mujer; zapatos para mujer; calzado de estación para mujer; zapatilla infantil; zapato infantil; calzado escolar; joyas; reloj de pulsera; artículos para transporte de efectos personales; artículos para transporte de bebé; y lentes de sol.

- **Vivienda:** incluye materiales para la reparación de la vivienda; pintura y barniz; grifería y accesorios; sellantes y pegamentos; herramientas eléctricas y accesorios; herramientas manuales y accesorios; accesorios de iluminación; artículos de cerrajería; accesorios eléctricos; y pilas.

IPCSAE servicios: Reúne los servicios que componen el IPCSAE y representa el 45,9% de la canasta total. Se realizan las siguientes agrupaciones:

- **Agua.**

- **Arriendo.**

- **Educación:** incluye servicio de educación de jardín infantil; servicio de educación de transición; servicio de educación de 1° ciclo de la enseñanza básica; servicio de educación de 2° ciclo de la enseñanza básica; servicio de educación de la enseñanza media; servicio de pre universitario; servicio de enseñanza en centros de formación técnica; servicio de enseñanza en instituto profesional; servicio de enseñanza universitaria; servicio de enseñanza de post grado y postítulo; y cursos de capacitación.

- **Gasto común.**

- **Gasto financiero.**

- **Otros servicios:** considera servicio de limpieza y reparación de vestuario; servicio de mantención y reparación del automóvil; servicio de lavado del automóvil; servicio de estacionamiento; servicio de peaje; licencia de conducir; revisión técnica del automóvil; seguros; servicio de emisión de certificado; servicio de fotocopiado; membresía en asociación profesional; servicio notarial; servicio funerario; cuotas en centros de padres y apoderados; servicio de residencias para adultos mayores; y servicio de sala cuna.

- **Otros servicios de vivienda:** incluye servicios para la conservación y reparación de la vivienda; servicio de retiro de basura; servicio de alarma para la vivienda; servicio de reparación de muebles; servicio de reparación de línea blanca y electrodomésticos; y servicios veterinarios.

- **Servicios de alimentación:** agrupa a alimentos consumidos fuera del hogar; sándwich y completo consumido fuera del hogar; bebida alcohólica consumida fuera del hogar; bebida no alcohólica consumida fuera del hogar; helados y postres consumidos fuera del hogar; y platos preparados para llevar.

- **Servicios de recreación:** incluye servicios prestados por centros recreativos; entrada a espectáculos deportivos; entrada a centros de diversión nocturnos; servicios de fiestas de cumpleaños; gimnasios; clases deportivas;



clases recreativas; entrada al cine; entrada a espectáculos culturales; servicio de revelado fotográfico; servicio de televisión pagada residencial; servicio de suscripción en línea; juegos de azar; y servicio de alojamiento turístico.

- **Servicios de salud:** considera consulta médica; procedimiento e intervención quirúrgica ambulatoria; consulta y tratamiento odontológico; examen de imagenología y radiología; examen de laboratorio clínico; servicio de otros profesionales de la salud; servicio de hospitalización; servicios de peluquería; y servicios en centros de estética.

- **Servicios de telecomunicaciones:** agrupa a servicio de conexión internet; servicio de banda ancha móvil; servicio de pack de telecomunicaciones; servicio de telefonía móvil; y servicio de telefonía fija.

- **Servicios de transporte:** Incluye servicio de transporte aéreo; servicio de transporte en bus interurbano; servicio de transporte en taxi colectivo; servicio de transporte en taxi; servicio de transporte escolar; servicio de transporte en microbús; servicio de transfer; y servicio de transporte multimodal.

- **Servicios domésticos.**

IPC sin volátiles: Representa el 65,1% de la canasta total y reúne las siguientes subclases: Harinas y cereales; Pan y otros productos de panadería; Pescados y mariscos en conserva; Leches; Yoghurt y postres lácteos; Mantequilla y margarina; Frutos secos y frutas en conserva; Azúcar y endulzantes; Mermelada, manjar y otros dulces untables; Caramelos, chocolates y otros productos de confitería; Helados; Sal, hierbas, especias y condimentos culinarios; Salsas y aderezos; Sopas y cremas, alimentos para bebé y postres no lácteos; Café y sucedáneos; Té; Cacao y fortificante en polvo; Agua mineral y purificada; Bebidas de fantasía; Jugos líquidos y en polvo; Destilados; Cervezas; Telas para confección de vestuario; Vestuario para hombre; Vestuario escolar; Artículos y accesorios de vestir; Servicios de limpieza y reparación de vestuario; Arriendo efectivo; Materiales para la conservación y reparación de la vivienda; Servicios para la conservación y reparación de la vivienda; Servicio de retiro de basura; Otros servicios relacionados con la vivienda; Muebles para el hogar; Servicio de reparación de muebles; Textiles para el hogar; Línea blanca; Electrodomésticos; Servicios de reparación de línea blanca y electrodomésticos; Artículos y utensilios para el hogar; Herramientas; Accesorios para el hogar; Productos de limpieza para el hogar; Artículos de limpieza para el hogar; Servicios domésticos; Artefactos y artículos terapéuticos; Servicios médicos; Servicios dentales; Servicios de laboratorios de análisis médicos, de diagnóstico y radiológicos; Servicios de otros profesionales de la salud; Servicios de hospitalización; Automóvil nuevo; Automóvil usado; Motocicleta; Bicicleta; Repuestos y accesorios para el automóvil; Lubricantes y aceites para el automóvil; Servicios de mantenimiento y reparación del automóvil; Servicios de estacionamiento; Servicios relacionados a la circulación del vehículo; Servicios de transporte de pasajeros por vías urbanas; Servicios de telecomunicaciones; Equipos de audio; Computadores e impresoras; Juguetes y consolas de videojuego; Equipo de deportes, camping y recreación; Alimentos y accesorios para mascotas; Servicios veterinarios; Servicios prestados por recintos de recreación y deportivos; Clases deportivas y recreativas; Servicios fotográficos; Servicios de televisión; Textos escolares; Libros; Diarios; Artículos escolares; Artículos de escritorio; Servicios de educación pre - escolar y enseñanza básica; Servicios de educación de la enseñanza media; Servicios de pre universitario; Servicios de educación superior; Alimentos y bebestibles consumidos fuera del hogar; Alimentos preparados para llevar; Servicios de alojamiento; Servicios de peluquería y cuidado personal; Productos para el cuidado personal; Productos de higiene personal; Productos de belleza; Joyería y relojes; Otros artículos personales; y Otros servicios.

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: Comprende a Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán, ponderados a PPC (según cifras WEO, Octubre 2019).

TCM: Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2019 considera a Alemania, Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, EE.UU., Francia, India, Italia, Japón, México, Países Bajos, Paraguay, Perú, Reino Unido, Rep. Corea, Tailandia y Vietnam.

TCM-X: TCM que excluye al dólar estadounidense.

TCM-5: Agrupa las monedas de EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la Eurozona.

TCN: Tipo de cambio nominal.

TCR: 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 del BCCh reajustables en UF

CCNN: Cuentas Nacionales

CBC: Corporación de desarrollo tecnológico de bienes de capital

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

FFR: Fed Funds Rate

FMI: Fondo Monetario Internacional

IACM: Índice de Actividad de Comercio al Por Menor

ICMO: Índice de Costo de la Mano de Obra

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

INE: Instituto Nacional de Estadísticas

IPC: Índice de precios al consumidor

IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía

IPEC: Índice de Percepción Económica

IPN: Informe de Percepciones de Negocios

IPSA: Índice de Precio Selectivo de Acciones

IR: Índice de Remuneraciones

MSCI: Morgan Stanley Capital Internacional

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo

PDBC: Pagarés Descontable del Banco Central

CMF: Comisión para el Mercado Financiero

TCM: Tipo de cambio multilateral

TCR: Tipo de cambio real

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acemoglu, D., & Robinson, J. A. (2012). *Why nations fail: The origins of power, prosperity, and poverty*. Crown Books.
- Aguirre, A. (2016). The risk of civil conflicts as a determinant of political institutions. *European Journal of Political Economy*, 42, 36-59.
- Aguirre, A. (2019). Rebellions, Technical Change, and the Early Development of Political Institutions in Latin America. *Journal of Comparative Economics*, 47(1), 65-89.
- Baker, S. R., & Bloom, N. (2013). Does uncertainty reduce growth? Using disasters as natural experiments (No. w19475). National Bureau of Economic Research.
- Banco Central de Chile. Informe de Cuentas Nacionales. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Percepciones de Negocios. Varios números.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Barclays Capital. 2019. *Global Economics Weekly*. Varios números.
- Bayer, C., Lüticke, R., Pham-Dao, L., & Tjaden, V. (2019). Precautionary savings, illiquid assets, and the aggregate consequences of shocks to household income risk. *Econometrica*, 87(1), 255-290.
- Bernal-Verdugo, M. L. E., Furceri, D., & Guillaume, M. D. M. (2013). The Dynamic Effect of Social and Political Instability on Output: The Role of Reforms (No. 13-91). International Monetary Fund.
- Beyzaga, C. E., & Ceballos, L. S. 2017. Compensación inflacionaria y premios por riesgo: evidencia para Chile. *Economía Chilena*, 20(2), 150-165.
- Bloom, N. (2014). Fluctuations in uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153-76.
- Bloom, N., Floetotto, M., Jaimovich, N., Saporta-Eksten, I., & Terry, S. J. (2018). Really uncertain business cycles. *Econometrica*, 86(3), 1031-1065.
- Carlomagno, G. y A. Sansone. (2019). "Marco metodológico para el análisis de la inflación subyacente". Mimeo, Banco Central de Chile.
- CChC. Hurtado, J. 2019. "2020 el Año de la Incertidumbre: Sector Construcción" <https://www.ccs.cl/eventos/2019/doc/1112-JHurtado.pdf> Noviembre.
- Census and Statistics Department, Hong Kong Special Administrative Region. *Quarterly Business Tendency Survey*.
- Clark, T. E. (2001). Comparing measures of core inflation. *Economic Review (Kansas City)* 86 (2), 5-5.
- Consensus Forecasts. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Córdova, J. F., M. C. Grünwald, and M. Pedersen (2008). Medidas alternativas de inflación subyacente para Chile. Documentos de Trabajo (Banco Central de Chile) (471), 1.
- Corporación Nacional del Cobre de Chile (Codelco). *Estados Financieros Consolidados*. Varios números.
- Cowan, K. Rappoport, D. y Selaive J (2007) "High Frequency Dynamics of the Exchange Rate in Chile," Working Papers Central Bank of Chile 433, Central Bank of Chile.
- CRU. 2019. *Copper Market Outlook*. Varios números.



- Cutler, J. (2001). Core inflation in the uk. Technical report, Monetary Policy Committee Unit, Bank of England.
- Den Haan, W. J., Rendahl, P., & Riegler, M. (2017). Unemployment (fears) and deflationary spirals. *Journal of the European Economic Association*, 16(5), 1281-1349.
- Deutsche Bank. 2019. Macro Forecast Weekly Update. Varios números.
- Fondo Monetario Internacional (2019) France, 2019 ARTICLE IV CONSULTATION, July 2019.
- Fondo Monetario Internacional. 2019. World Economic Outlook. Octubre.
- Foote, C., Hurst, E., & Leahy, J. (2000). Testing the (S, s) Model. *American Economic Review*, 90(2), 116-119.
- Francois Gourio, 2012. "Disaster risk and business cycles", *AER*, vol. 102(6), pages 2734-2766.
- Hogan, S., M. Johnson, T. Lafleche, et al. (2001). Core inflation. Technical report, Bank of Canada, technical report no. 89.
- Instituto Nacional de Estadísticas (2019). Manual Metodológico del Índice de Precios al Consumidor (IPC) base anual 2018.
- Jong-A-Pin, R. (2009). On the measurement of political instability and its impact on economic growth. *European Journal of Political Economy*, 25(1), 15-29.
- JP Morgan Chase. 2019. Global Data Watch. Varios números.
- Khandelwal, P., & Roitman, A. (2013). The economics of political transitions: implications for the Arab Spring (No. 13-69). International Monetary Fund.
- Lance Kent & Toan Phan, 2019. "Time-varying Skewness and real business cycles", *Economic Quarterly*, Vol. 105(2).
- Matta, S., Appleton, S., & Bleaney, M. (2016). The impact of the Arab Spring on the Tunisian economy. *The World Bank Economic Review*, 33(1), 231-258.
- Ravn, M. O., & Sterk, V. (2017). Job uncertainty and deep recessions. *Journal of Monetary Economics*, 90, 125-141.
- Roger, S. (1997). A robust measure of core inflation in new zealand, 1949-96. Reserve Bank of New Zealand Working Paper (G97/7).
- Shiratsuka, S. (1997). Inflation measures for monetary policy: Measuring the underlying inflation trend and implication for monetary policy implementation. Institute for Monetary and Economic Studies.
- UNCTAD. 2019. Trade and trade diversion effects of United States tariffs on China". Noviembre.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales

DICIEMBRE 2019

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2019