



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA  
ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE  
SENADO DE LA REPÚBLICA\***

Mario Marcel  
Presidente  
Banco Central de Chile  
14 de junio de 2018

---

\*El *Informe de Política Monetaria* de junio del 2018 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Juan Pablo Letelier. Senadores miembros de esta Comisión, senadoras y senadores.

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco Central de Chile sobre los desarrollos macroeconómicos recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria. Esta visión está contenida en detalle en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio del 2018, publicado esta mañana. Estos antecedentes aportan asimismo el trasfondo para la decisión adoptada por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria del día de ayer.

En este IPoM constatamos que la evolución del escenario macroeconómico ha reducido los riesgos para la convergencia de la inflación a 3 por ciento en el horizonte de política. Este riesgo, que se mantenía latente desde hace varios trimestres, se ha reducido de la mano de una economía que ha ido afianzando la recuperación que exhibe desde mediados del año pasado y que ha recibido un impulso al alza de la inflación por el aumento de los precios de los combustibles en pesos. Con ello, se ha elevado el piso del rango de crecimiento para el 2018 y la inflación total prevista para diciembre de este año, al tiempo que se reafirma la trayectoria de gradual convergencia de la inflación subyacente a la meta de política de 3 por ciento en un horizonte de dos años. Estas perspectivas son coherentes con expectativas de inflación a dos años que se han mantenido bien ancladas a la meta.

El escenario de gradual convergencia de la inflación a la meta de política, a pesar de mejores perspectivas para la actividad y los precios en el corto plazo, se apoya en que todavía hay holguras relevantes en la economía. Esto se refleja en la evolución del mercado laboral, indicadores de uso de capacidad y la evolución de los precios más sensibles a estas holguras. También considera que el impulso externo que recibirá la economía chilena será algo menor al estimado en el IPoM anterior, reflejando condiciones financieras que serán menos favorables y términos de intercambio algo menores dado el mayor precio del petróleo.

En este contexto, es que en la Reunión de Política Monetaria de ayer mantuvimos la TPM en 2,5 por ciento, sosteniendo un impulso monetario significativo que se ha prolongado en su actual nivel por más de un año. En el escenario base del IPoM estimamos que este impulso será aún necesario por un tiempo más y solo comenzaremos a retirarlo en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3 por ciento en el horizonte de política. Permítanme ahora darles a conocer los detalles de nuestro escenario macroeconómico y los principales riesgos que observamos.

### **Escenario macroeconómico**

Los datos conocidos del primer cuatrimestre del 2018 nos muestran una actividad que creció algo por sobre lo previsto. Parte de ello respondió a factores específicos en sectores de oferta, como pesca y electricidad, gas y agua, mientras que otra parte provino de la inversión en maquinaria y equipos, la contratación de servicios, el comercio mayorista y algunos ítems del consumo durable.

Medido en términos de velocidad, tras una aceleración importante en el tercer trimestre del año pasado, la actividad ha moderado su tasa de expansión en lo que va del año (gráfico 1).

En nuestro escenario base proyectamos que la velocidad de expansión de la demanda interna final se moderará adicionalmente en lo que resta del 2018. Esto se dará una vez que se disipe el efecto del mayor crecimiento de rubros más volátiles y con menor capacidad de diseminación al resto de la economía, como los recién mencionados. Por el lado del consumo, este juicio considera que la menor expansión de la masa salarial —dado el comportamiento del empleo y los salarios— limita el incremento del gasto de los hogares. De responder al tradicional rezago con que el mercado laboral actúa en el ciclo, es de esperar que la recuperación del crecimiento se traduzca en un aumento del empleo y un mayor crecimiento de los salarios en los próximos trimestres (gráfico 2).

Por el lado de la inversión, la formación bruta de capital fijo creció 3,6 por ciento anual en el primer trimestre, con un componente de construcción y otras obras que retomó tasas de expansión positivas luego de casi dos años. Se añade que maquinaria y equipos sigue siendo la parte más dinámica de la inversión, con importaciones de bienes de capital que a mayo, excluyendo transporte no regular, continuaban mejorando. Esto, en un contexto en que las expectativas empresariales han vuelto a la zona de optimismo en el agregado (gráfico 3).

Sin embargo, algunos antecedentes sugieren que es temprano para asegurar un dinamismo relevante de la inversión, en particular porque aún no se observa un cambio importante en la ejecución de proyectos de gran envergadura. Es así como diversos indicadores de la construcción dan cuenta de algún estancamiento en lo más reciente, como las ventas y despachos de materiales y el empleo sectorial. El último Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, por su parte, corrigió a la baja la inversión prevista en construcción y obras de ingeniería para este año, debido al aplazamiento de algunos proyectos. En la parte habitacional, cifras actualizadas de la Cámara Chilena de la Construcción muestran que las ventas de viviendas se han mantenido estables, a la vez que el stock disponible, en general, aún es elevado. Por último, nuestro último Informe de Percepciones de Negocios, publicado en mayo, reporta visiones dispares acerca de los planes de inversión de las empresas, señalándose capacidad ociosa relevante en algunas, en especial en el norte del país y en sectores específicos.

Para este año, estimamos que el crecimiento del PIB se ubicará en un rango entre 3,25 y 4 por ciento, que se compara con el rango entre 3 y 4 por ciento previsto en marzo. Esto combina los datos efectivos de actividad conocidos hasta el momento con tasas de variación anual del segundo semestre menores a las de la primera mitad del año, reflejando una base de comparación más alta de igual lapso del 2017 y la ya comentada moderación en el ritmo de expansión de la demanda interna final.

Más allá de la proyección de este año, nuestra visión sobre la evolución del crecimiento en el período 2018-2020 y la evaluación de las holguras de capacidad en la economía no ha variado mayormente. Para el 2019 y 2020, los rangos de proyección estimados no tienen modificaciones. Así, seguimos esperando que el próximo año la economía crezca entre 3,25 y 4,25 por ciento y el subsiguiente lo haga entre 3 y 4 por ciento (gráfico 4).

Seguimos estimando que la recuperación de la economía se apoya en un escenario externo favorable, una política monetaria claramente expansiva, el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional y la ausencia de desbalances macroeconómicos importantes. Como supuesto de trabajo, consideramos que en el 2018 la economía recibirá un impulso fiscal coherente con el presupuesto vigente, incluyendo los ajustes anunciados por el Gobierno. Desde ahí en adelante,

suponemos que el gasto seguirá la senda de gradual consolidación fiscal definida en el decreto de política fiscal recién emitido por la autoridad.

Considerando estas cifras, en promedio, la economía crecerá por sobre su potencial en el período 2018-2020, con lo que la brecha de actividad se cerrará durante el horizonte de política, de forma similar a lo previsto en el IPoM de marzo. Asimismo, seguimos estimando que el crecimiento potencial de la economía se ubica entre 2,5 y 3 por ciento e irá acercándose al crecimiento tendencial —entre 3 y 3,5 por ciento— en la medida que se recupere la tasa de inversión, desaparezcan restricciones de corto plazo y se asignen recursos hacia actividades más productivas. En septiembre próximo, como ha sido habitual en los últimos años, reevaluaremos estas estimaciones.

La evolución proyectada de la actividad considera un impulso externo levemente menor al estimado en marzo. Esto, por condiciones financieras que son menos favorables y menores términos de intercambio dado el mayor precio del petróleo.

Los datos de actividad e inflación de los últimos meses han consolidado las diferencias entre la posición cíclica de Estados Unidos y el resto de las economías desarrolladas. Así, mientras en la primera pareciera no haber holguras y los datos más recientes de precios y salarios dan cuenta de presiones inflacionarias más claras, en las segundas aún resta para cerrar la brecha y la inflación parece acotada (gráfico 5).

Esto ha ampliado las diferencias sobre la evolución esperada de la política monetaria en los distintos bloques económicos, provocando movimientos en las tasas de interés y apreciando el dólar a nivel global (gráfico 6). Esta divergencia ha sido en buena medida confirmada en la reunión de la Reserva Federal del día de ayer, donde junto con aprobarse el segundo incremento de la tasa de fondos federales del año se ha dado la señal de adelantar el proceso de normalización previsto para los dos años siguientes.

Uno de los elementos que llama la atención sobre cómo se ha desenvuelto el escenario externo en los últimos meses es la mayor reacción que se aprecia a noticias de distinto signo. Parte de ello se observó en febrero, con motivo de cifras mayores a las esperadas para el crecimiento de los salarios en Estados Unidos. Algo similar ocurrió más recientemente con motivo de la conformación del gobierno en Italia. Aunque esta es una economía relevante dentro de la Unión Europea, no había sido común que las tasas de interés, bolsas y premios por riesgo reaccionaran en ese grado ante eventos similares. Esto nos hace pensar que los cambios en el apetito por riesgo de los mercados han hecho que se vuelvan más reactivos a las noticias y la posibilidad de observar episodios de alta volatilidad parece mayor que en el pasado.

En este contexto, las condiciones financieras para el mundo emergente se han vuelto algo menos favorables. En las últimas semanas, las monedas se han depreciado respecto del dólar y los flujos de capitales han descendido. El peso chileno ha seguido la tendencia a nivel global, depreciándose respecto de lo observado al cierre del IPoM de marzo, con lo que en los últimos días ha oscilado en torno a 630 pesos por dólar, equivalente a un aumento algo mayor a 4,5 por ciento respecto del cierre del Informe de marzo. Las medidas de tipo de cambio multilateral —donde la evolución del peso se compara con un conjunto más amplio de monedas— dan cuenta de una depreciación nominal más acotada. Comparada con la evolución de las monedas de otros exportadores de

materias primas, la depreciación del peso ha sido similar, mientras que ha estado en la parte baja de las variaciones para las economías latinoamericanas (gráfico 7).

El que la depreciación del peso responda a un fenómeno global también implica que el tipo de cambio real (TCR) ha aumentado moderadamente respecto del nivel que ha mostrado desde comienzos de año y con una depreciación real similar a las de otras economías comparables, ubicándose en torno a 90 en el índice 1986=100 hacia el cierre estadístico de este IPoM. El escenario base de este IPoM supone que el TCR regresará a valores en torno a su promedio de los últimos quince a veinte años en el transcurso del horizonte de política (gráfico 8).

La mayor velocidad de ajuste de las condiciones financieras no se ha reflejado en un cambio en las perspectivas de actividad a nivel global. Así, las proyecciones de crecimiento para el 2018-2020 siguen indicando que, en promedio, la economía mundial crecerá por sobre lo observado los tres años previos. Asimismo, comparados los escenarios base de este IPoM y el anterior, el crecimiento previsto para la mayoría de las regiones no muestra mayores cambios. En Europa y Japón la visión de mediano plazo no se ha modificado mayormente. Para China, se proyecta un crecimiento de 6,6 por ciento el 2018, considerando que en el primer trimestre esa economía creció 6,8 por ciento anual y los datos más recientes siguen sosteniendo una visión de disminución gradual del crecimiento hacia adelante. En el resto de Asia la proyección se mantiene en 4,3 por ciento para el 2018, explicada por la mejora de la producción industrial y el volumen de las exportaciones. En Europa emergente el mercado también ha mantenido las perspectivas de crecimiento.

Al contrario, las proyecciones de crecimiento para América Latina se reducen, en parte porque varias economías siguen estando sujetas a factores de riesgo idiosincrático y/o porque el ajuste de las condiciones financieras externas las afecta con mayor severidad. Este último es el caso de Argentina, donde se ha hecho evidente la fragilidad en sus fundamentos macroeconómicos. Ese país alcanzó un acuerdo con el FMI para un préstamo de estabilización con varias condiciones para su concreción, entre las que se cuentan el adelantar la reducción de la inflación y el déficit fiscal, implementar la flotación cambiaria y dar autonomía a su Banco Central. En Brasil, a la desaceleración de la actividad en el primer trimestre se sumó la mayor incertidumbre política, la dificultad para implementar el ajuste fiscal y una paralización del transporte. En Perú la expansión del PIB anual del primer trimestre fue superior a la del último año, pero el descenso continuado de la confianza de consumidores y empresas le resta dinamismo hacia adelante. En el resto de los países se mantienen las proyecciones de actividad (gráfico 9).

En materias primas, destaca el aumento del precio del petróleo —el Brent subió hasta 80 dólares el barril en algunos momentos del segundo trimestre—, afectado por factores geopolíticos y cambios en los niveles de oferta e inventarios. El escenario base, acorde con los futuros de mercado en los diez días previos al cierre estadístico, supone que el precio se reducirá lentamente respecto de sus niveles actuales. Así, el Brent y WTI promediarán 70 dólares el barril el 2018, 68 dólares el 2019 y 64 dólares el 2020. Esto contrasta con precios de 63, 59 y 56 dólares que se consideraron para los mismos años en marzo pasado.

En cuanto al cobre, las proyecciones de precio promedio para el 2018, 2019 y 2020 prácticamente no se modifican: 310; 295 y 285 centavos de dólar la libra, respectivamente. Hacia el cierre estadístico, el precio del metal escaló hasta cerca de 330 centavos de dólar la libra y, según reportes de mercado, ha sido afectado por la incertidumbre en torno a posibles paralizaciones por conflictos laborales en algunos yacimientos. En el escenario base se considera que este aumento es de carácter

transitorio, por lo que no modifica los precios promedio proyectados. De concretarse una paralización, podría ser necesario revisar tanto el precio proyectado del cobre como de otras variables macroeconómicas para Chile.

Esta combinación de precios del petróleo y del cobre, sumado a los de otros productos de exportación chilenos, provoca una trayectoria de términos de intercambio menos favorable en el horizonte de política. Así, entre el 2018 y 2020, los términos de intercambio acumularán un descenso del orden de 3 por ciento que se compara una caída estimada de 2 por ciento en marzo (gráfico 10).

Por el lado de la inflación en Chile, la variación anual del IPC y del IPCSAE sigue en niveles en torno o algo por debajo de 2 por ciento, sin mostrar mayores diferencias respecto de lo previsto en marzo pasado. Como ha sido la tónica en los últimos trimestres, la evolución de la inflación subyacente ha estado dominada por la evolución del tipo de cambio, por una economía que mantiene holguras de capacidad y por la indexación de algunos precios a tasas de inflación menores (gráfico 11).

En el escenario base, seguimos esperando que la inflación subyacente tenga una lenta convergencia a 3 por ciento —no muy distinta de la esperada en marzo—, mientras que para la inflación total anticipamos que llegará a ese valor antes que lo proyectado en marzo. En el caso de la primera, ello es coherente con una economía que, más allá de los datos recientes, cerrará sus holguras de capacidad en el curso de los próximos dos años y con un tipo de cambio real que, como ya indiqué, volverá a valores en torno a su promedio histórico en el transcurso del horizonte de política. Para la inflación total, su llegada más rápida a 3 por ciento se explica por el aumento del precio de los combustibles medidos en pesos (gráfico 12).

Respecto de la política monetaria, el Consejo considera que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas sigan impulsando la convergencia de la inflación hacia 3 por ciento. Como supuesto de trabajo para la TPM, en el corto plazo se considera una trayectoria similar a la que muestra la Encuesta de Operadores Financieros disponible al cierre de este IPoM. Para el mediano plazo, el Consejo sigue estimando que la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral hacia el 2020, el que considera se ubica entre 4 y 4,5 por ciento (gráfico 13).

Como es habitual, hay elementos internos y externos que podrían modificar estas proyecciones. Al igual que en marzo, desde el punto de vista de su incidencia en la actividad local, el balance de riesgos del escenario externo se encuentra sesgado a la baja. El principal riesgo en este frente sigue siendo un deterioro abrupto de las condiciones financieras externas, sobre todo en un contexto en que los mercados parecen estar más reactivos a las noticias negativas. Lo que ocurra con la economía de Estados Unidos es relevante en este ámbito, en particular porque de darse un aumento más marcado de las presiones inflacionarias podría requerir un alza más rápida de la tasa de fondos federales. Tampoco es descartable que en un ambiente de menor apetito por riesgo, noticias de distinto signo generen un aumento de la volatilidad.

También persisten los riesgos por las medidas en materia de política comercial impulsadas por Estados Unidos, considerando las renovadas tensiones con sus principales socios comerciales. Asimismo, China sigue siendo una fuente de riesgos, pues aún le falta por resolver desequilibrios en

varios de sus mercados. Se suma a ello la evolución del precio del petróleo. Si este aumenta o se mantiene en niveles similares por un tiempo superior al previsto, podrían verse mayores efectos sobre la inflación y el crecimiento global.

El sesgo y probabilidad de los escenarios de riesgo externo refuerza la necesidad de mantener fundamentos macroeconómicos sólidos, en particular para una economía pequeña y abierta como la chilena. De hecho, los eventos del último tiempo han tenido mayores impactos en países con mayor endeudamiento, déficit fiscal y/o de cuenta corriente.

En lo interno, estimamos que los riesgos para la actividad están sesgados al alza. Los datos de los últimos meses han sido superiores a lo esperado y no es descartable un escenario en que persista este mayor dinamismo, especialmente si la inversión muestra cifras mejores que las proyectadas. Matiza algo este riesgo la posibilidad que el mercado laboral, y en particular el empleo asalariado privado, demore más que lo previsto en responder al mayor crecimiento.

Respecto de la inflación, estimamos que los riesgos están balanceados. Los riesgos a la baja para su convergencia a 3 por ciento se han atenuado. No obstante, proyectamos que la inflación subyacente seguirá en niveles bajo 2 por ciento por un tiempo más, acorde con que los determinantes de la convergencia de la inflación a 3 por ciento en el mediano plazo son similares a los delineados en marzo.

En suma, nuestra evaluación del escenario macroeconómico, más allá de los datos recientes y el ajuste en el rango de PIB y la proyección de inflación para el 2018, no es muy distinta cuando se le observa en una perspectiva más larga, esto es considerando el período 2018/2020.

Por eso, creemos que la economía sigue necesitando de un impulso monetario positivo por los próximos dos años. Ciertamente, ese impulso se irá reduciendo en la medida que la economía siga cerrando la brecha y la inflación converja a 3 por ciento, pero el momento en que comience esa reducción dependerá de la evolución de la macroeconomía, lo que no estimamos que sea antes de fin de año.

Es importante tener en cuenta que si bien vemos un balance de riesgos sesgado al alza sobre la actividad interna, en el lado negativo los principales riesgos provienen del exterior. La menor holgura para la política monetaria en Estados Unidos, la renovada divergencia con otras economías desarrolladas y su presión sobre las monedas; las tensiones políticas en la Eurozona; el aumento en el precio del petróleo y los riesgos geopolíticos asociados generan un complejo escenario para el mundo emergente. Ello es especialmente así para economías que se perciben más vulnerables, ya sea porque sus fundamentos macroeconómicos son débiles y/o porque no poseen las características institucionales que les permitan afrontar los *shocks* externos e implementar políticas anti cíclicas.

La conexión entre las características institucionales y los fundamentos macroeconómicos, con los resultados financieros ante episodios de estrés es un tema que ha sido ampliamente documentado. Un Recuadro de nuestro IPoM hace una breve revisión de los factores que intervienen en esta relación, dando cuenta que la transmisión de los *shocks* financieros globales hacia las economías emergentes es más intensa cuando estas mantienen regímenes de tipo de cambio fijo. También se ha demostrado que, frente a episodios de estrés financiero, la volatilidad de las tasas de interés es mayor en economías donde la moneda no flota libremente. De hecho, una característica de lo

ocurrido en las últimas semanas, ha sido que el aumento de las tasas de interés de largo plazo en varias economías emergentes se ha dado junto con la depreciación de sus monedas.

Sobre la fragilidad de los fundamentos macroeconómicos, se aprecia que países con elevados niveles de inflación; altas tasas de interés y abultados déficit de cuenta corriente, son más propensos a sufrir ajustes significativos en los precios de sus activos cuando las condiciones externas se estrechan. Al respecto, un estudio reciente publicado por el Banco presenta evidencia empírica en cuanto a que un alza en la tasa de interés de la Reserva Federal afecta más a aquellos países que tienen una peor situación de solvencia —medida a través de su nivel de endeudamiento— y de liquidez —medida a través de su posición de activos externos.

¿Qué tan vulnerable luce Chile en base a estos criterios? Dentro del grupo de economías emergentes, Chile sobresale positivamente en materia institucional. En particular, cuenta con un Banco Central independiente, comprometido con un régimen cambiario flotante; además posee una apropiada institucionalidad fiscal, donde destaca la regla de balance estructural. En parte esto se traduce en expectativas de inflación bien ancladas, que otorgan mayor espacio de maniobra para la política monetaria.

Chile tiene, por otra parte, un compromiso con la libre flotación cambiaria que es más comparable a lo que ocurre en economías desarrolladas que en otras economías emergentes, observándose bastante estabilidad en las tasas de largo plazo junto con la ya comentada depreciación de la moneda.

Aun así, los ajustes del tipo de cambio pueden tener efectos relevantes sobre la economía local en la medida que los agentes económicos exhiban descalces importantes de sus balances. Del mismo modo, la exposición a riesgos de tasas y refinanciamiento pueden multiplicar el impacto económico de cambios incluso moderados en las condiciones financieras. En otras palabras, no solo el nivel de endeudamiento es importante, sino también su composición y su relación con los activos financieros. Esto ayuda a explicar por qué un régimen cambiario flotante es más eficaz para amortiguar *shocks* externos cuanto más desarrollado sea el sistema financiero local.

En este sentido, los datos disponibles para Chile indican que los principales agentes económicos chilenos —empresas, bancos, hogares y gobierno— cuentan con niveles moderados de exposición a riesgos cambiarios y financieros, ya sea como producto de regulaciones o del desarrollo de productos financieros.

En el caso de la banca, las pruebas de estrés que realizamos regularmente en el marco de nuestro Informe de Estabilidad Financiera muestran que el riesgo de mercado, que incluye el riesgo de tasa de interés, es bajo en comparación con el riesgo de crédito. Resultados similares se encuentran para el sector corporativo, donde un *shock* a la tasa de interés tiene un bajo impacto en el rendimiento. Además, en lo más reciente el endeudamiento corporativo ha disminuido después de haber sido impulsado por préstamos relacionados con la inversión extranjera directa. Asimismo, el descalce de monedas ha continuado declinando.

Por el lado de los hogares, en Chile, la deuda de los consumidores está constituida en cerca del 75 por ciento por préstamos bancarios a plazo, 18 por ciento por las tarjetas de crédito y 7 por ciento por las líneas de crédito. Prácticamente todos los préstamos de consumo tienen una tasa de interés fija, con un vencimiento promedio de entre 4 y 5 años. A su vez, los préstamos hipotecarios explican



la mayor parte del aumento en la deuda de los hogares en los últimos seis años. Como es sabido, las hipotecas se emiten casi en su totalidad a tasas fijas (ajustadas a la inflación), vencimientos largos, y una razón préstamo/valor de la vivienda prudente. En conjunto, estos elementos reducen el impacto potencial de un aumento en las tasas de interés sobre la carga financiera de los hogares.

En cuanto al gobierno, la mitigación del riesgo de tasa de interés también depende del comportamiento de la base de inversionistas en la economía. Esto hace particularmente relevante la forma en que la demanda y la oferta de bonos se comportan en momentos de estrés. La importancia de la participación de AFP y Fondos Mutuos en la tenencia de bonos soberanos y el hecho que ante *shocks* en el exterior los fondos menos riesgosos —y con mayor participación de papeles soberanos— se vuelvan más atractivos también ofrece un colchón al efecto de *shocks* de tasas internacionales.

Aun así, este es un momento especialmente importante para fortalecer flancos potencialmente vulnerables para los países emergentes. Como he mencionado en ocasiones previas, es importante recomponer las holguras que han permitido sostener el marco de política macroeconómica de Chile. Especialmente importante a este respecto es moderar y eventualmente revertir el curso del endeudamiento público, adoptar un marco para capitalizar a la banca y asegurar una evolución sostenible del endeudamiento de los hogares.

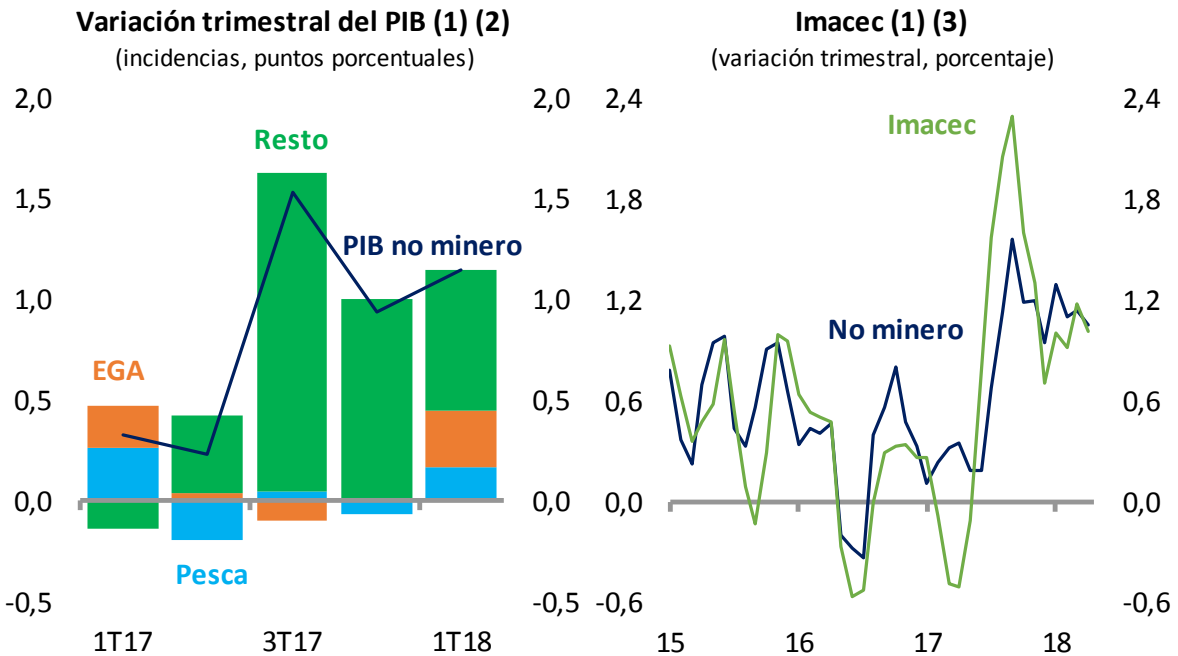
Las señales que ha emitido el gobierno respecto de la orientación de su política fiscal, el respaldo a la nueva Ley General de Bancos y la reactivación de la búsqueda de mecanismos para consolidar la información financiera de los deudores son muy positivas en este sentido. Igualmente valioso frente a futuras turbulencias parece ser el fortalecer la institucionalidad fiscal elevando el status y autonomía del Consejo Fiscal Asesor, así como reconocer el rol de los inversionistas institucionales en la economía chilena de cara a futuras reformas.

Estimados senadores, la economía chilena avanza en la recuperación del crecimiento y el cierre de holguras. Más que un resultado, este es un buen comienzo para una etapa más favorable del ciclo económico. Son muchos los desafíos que quedan por delante. Es importante que la recuperación de la inversión se profundice, que se fortalezca el mercado del trabajo y que se aprovechen ventajas competitivas para que esta recuperación sea más autosostenida y compartida. Un mayor crecimiento de largo plazo requiere cambios más estructurales que ayuden a elevar la productividad.

El Banco Central estará ahí para asegurar que en este proceso no se incuben desequilibrios o vulnerabilidades que luego requieran ajustes más costosos. Juntos tenemos también la responsabilidad de fortalecer los factores que nos permiten resistir mejor los *shocks* externos que tarde o temprano se harán sentir. El análisis y proyecciones de este Informe ayudan a explicar cómo el Banco Central está ejerciendo sus responsabilidades, así como las oportunidades y desafíos que enfrentamos conjuntamente. Quedamos a su disposición para profundizar en esta discusión.

Muchas gracias.

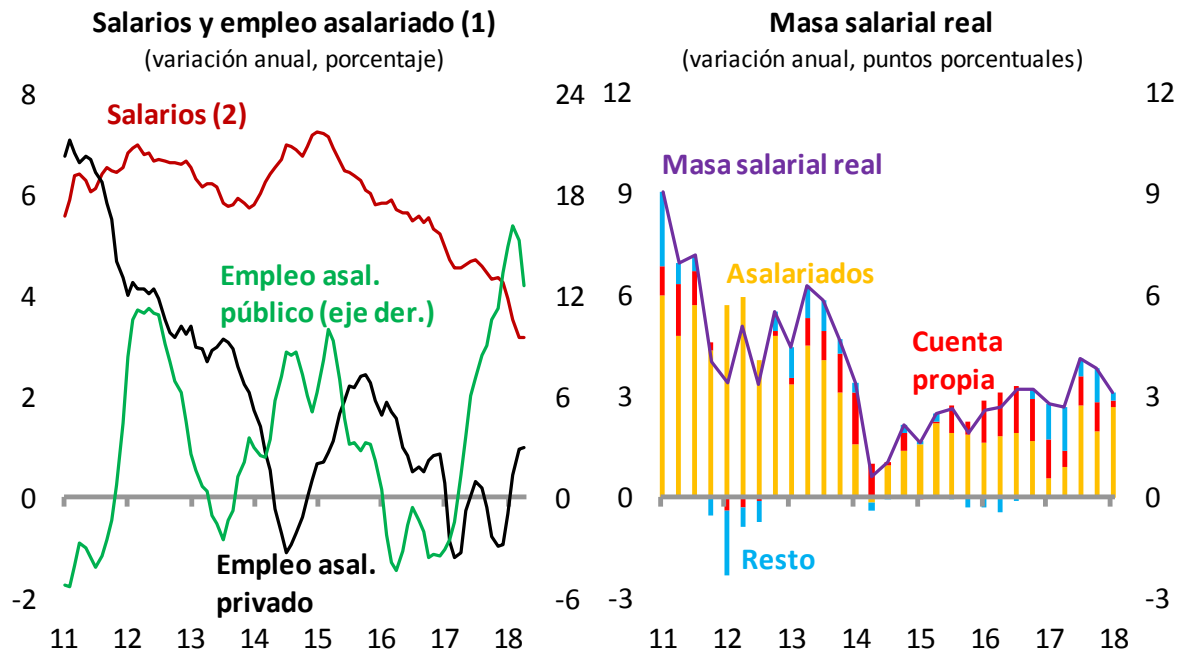
Gráfico 1



(1) Series desestacionalizadas. (2) Resto incluye comercio, industria, servicios financieros y empresariales, construcción, agricultura, transporte y comunicaciones, servicios de vivienda, servicios personales, administración pública, IVA y derechos de importación. (3) Trimestres móviles.

Fuente: Banco Central de Chile.

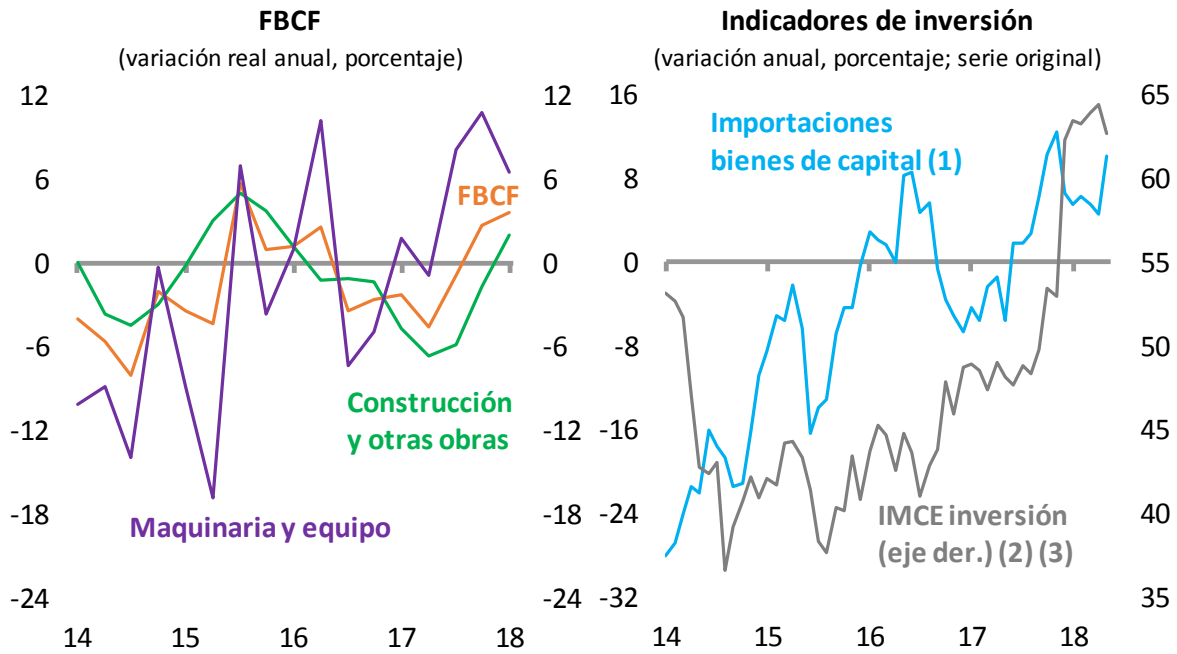
Gráfico 2



(1) Promedios móviles trimestrales. (2) Promedio simple entre el IR y el ICMO.

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

Gráfico 3



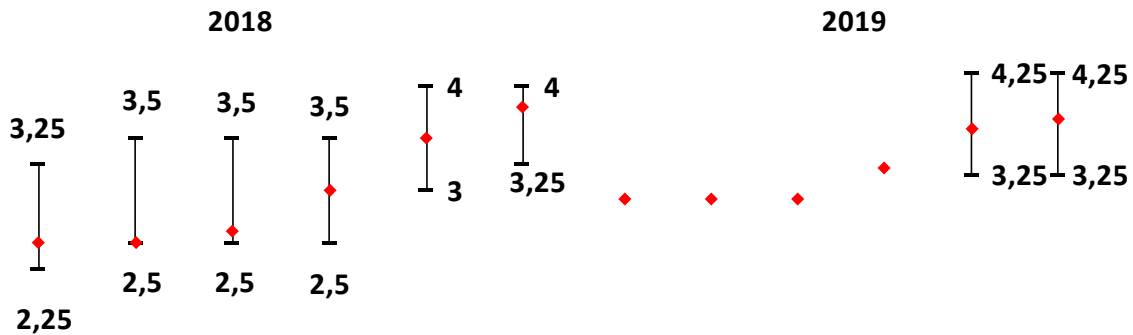
(1) Promedio móvil de seis meses. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (3) Promedio simple entre las expectativas de inversión de la industria y el comercio.

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

Gráfico 4

**Proyecciones de crecimiento (\*)**

(variación real anual, porcentaje)



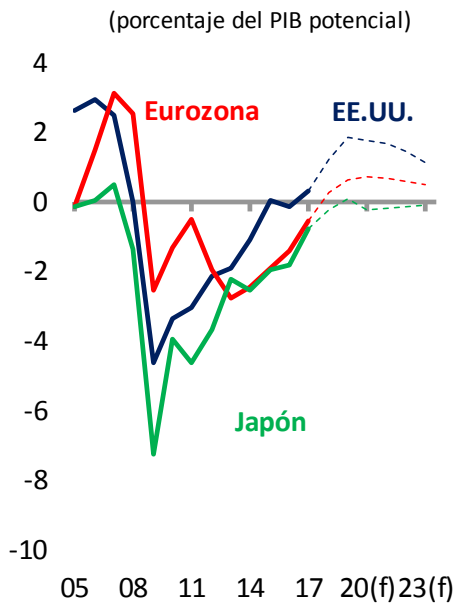
Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.
17				18		17				18	

(\*) Rangos corresponden a la proyección de crecimiento de cada IPoM. Rombos rojos corresponden a la Encuesta de Expectativas Económicas al cierre estadístico respectivo.

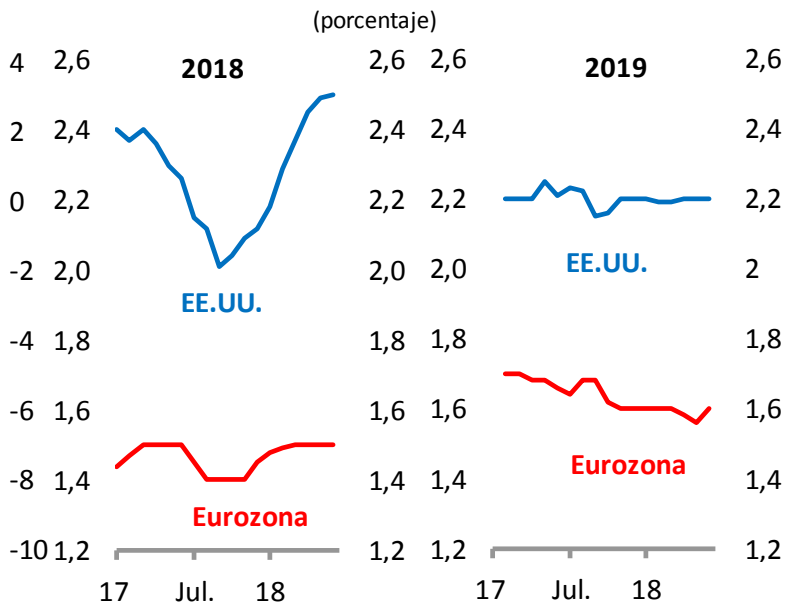
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

**Brecha de actividad efectiva y esperada**



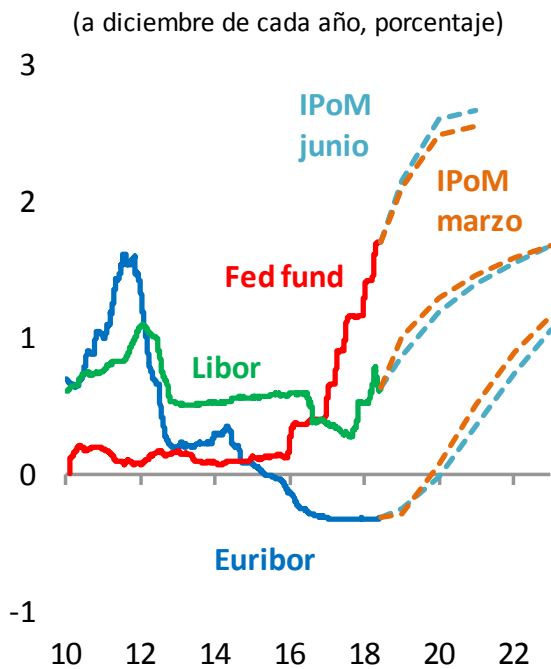
**Expectativas de inflación**



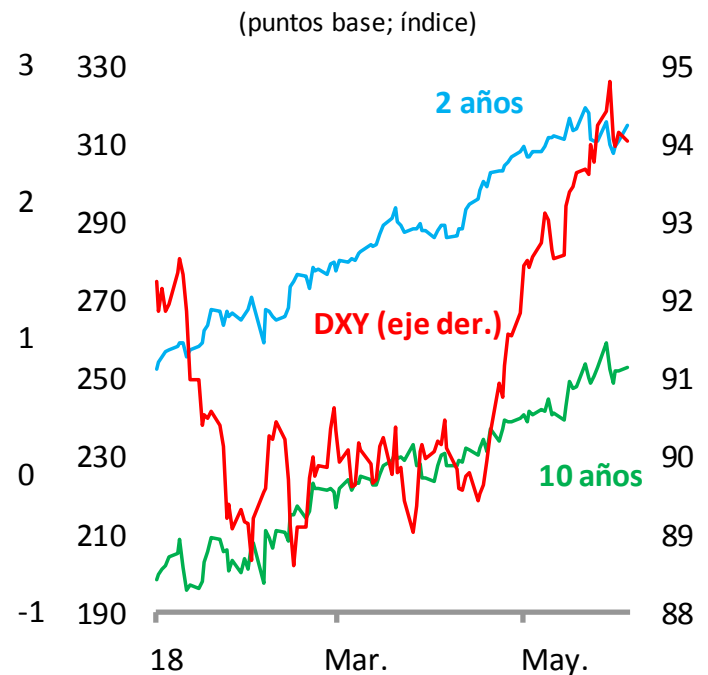
(f) Proyección.  
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6

**Expectativa de TPM del mercado**

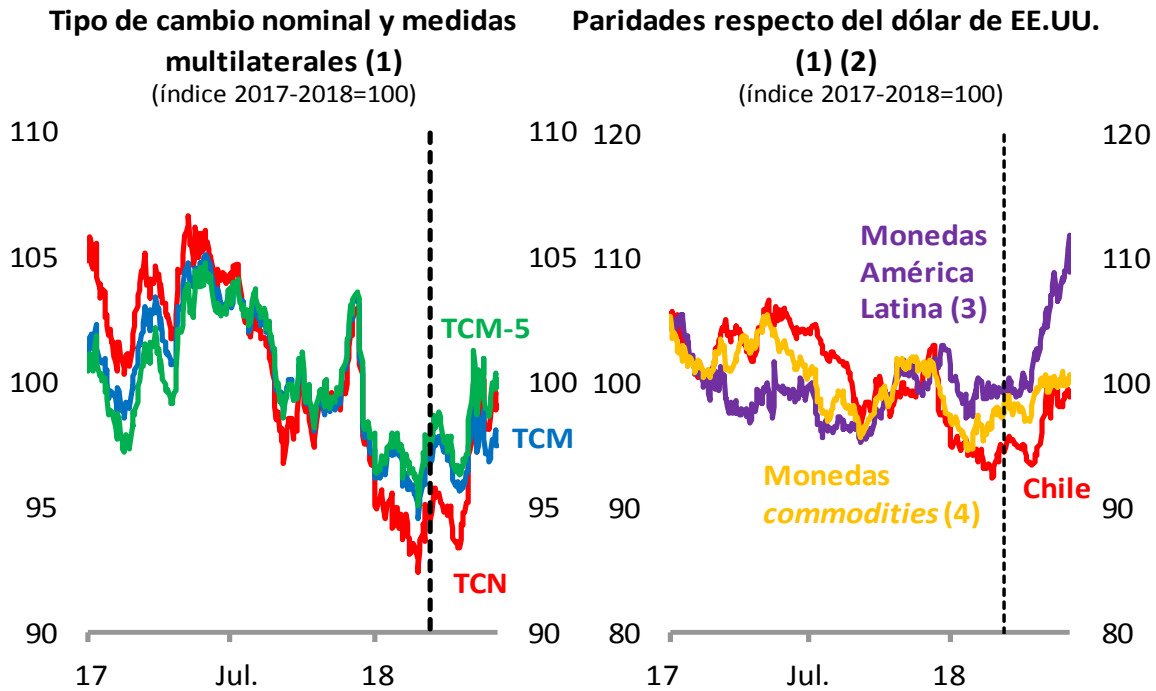


**Diferencial de tasas entre EE.UU. y Alemania y dólar multilateral y dólar multilateral**



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7

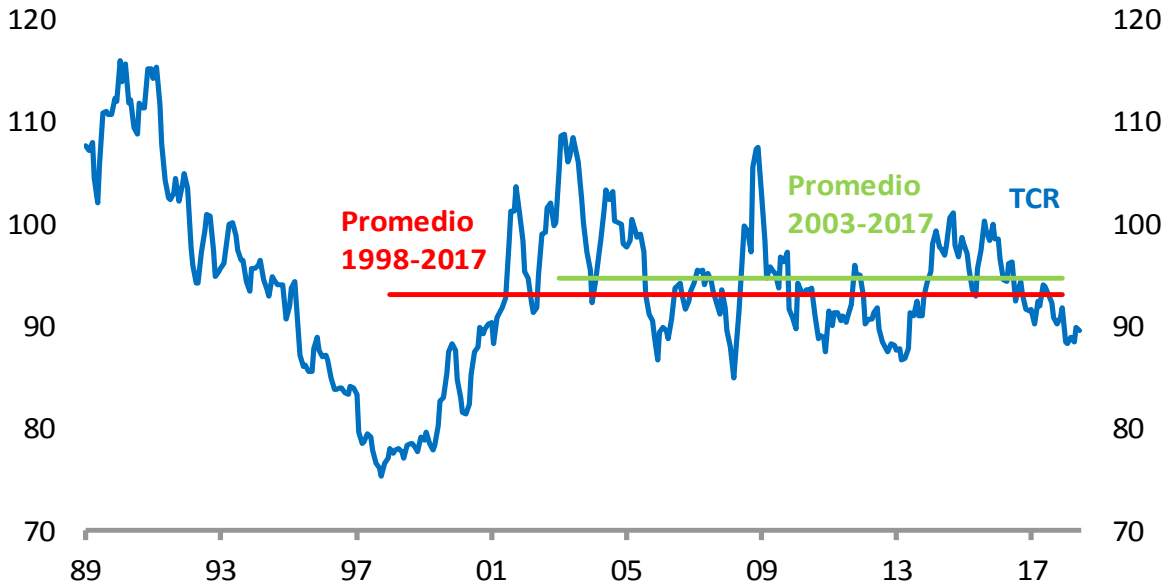


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2018. (2) Considera ponderadores WEO abril 2018. Aumento indica depreciación de la moneda frente al dólar de EE.UU. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Considera a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 8

Tipo de cambio real (\*)

(índice 1986=100)

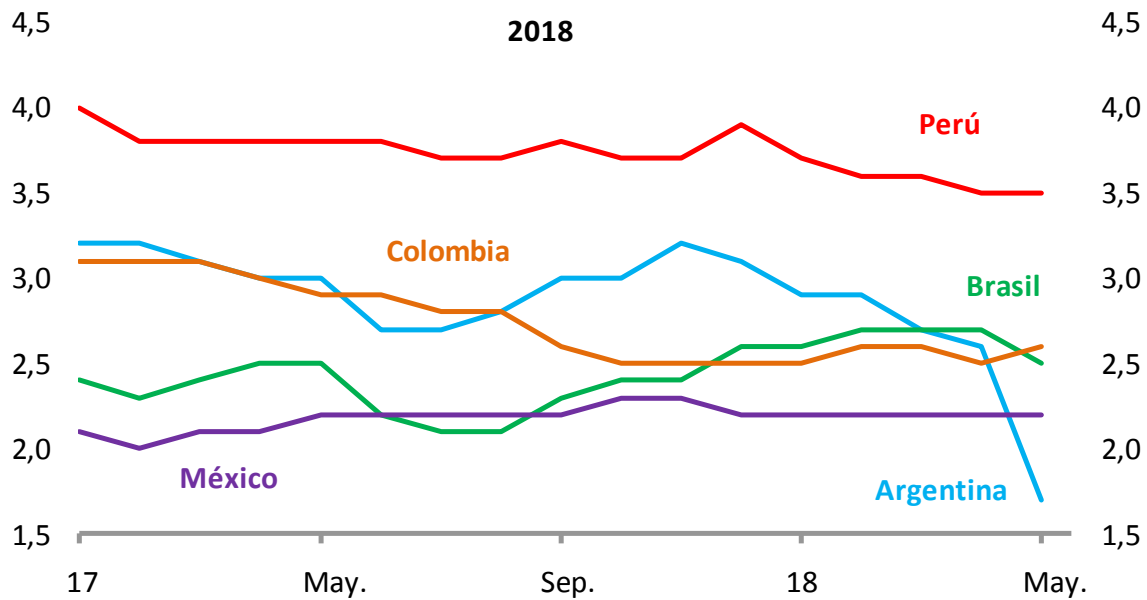


(\*) Dato de mayo del 2018 corresponde a estimación preliminar. Para junio del 2018, considera información hasta el cierre estadístico. Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9

**Proyecciones de crecimientos países seleccionados de América Latina**

(variación anual, porcentaje)

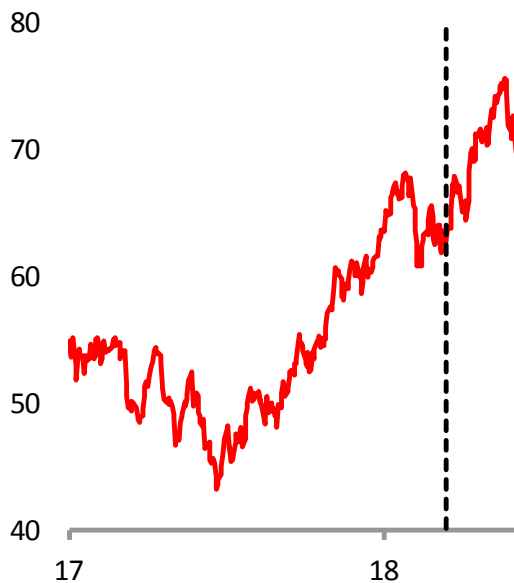


Fuente: Consensus Forecast.

Gráfico 10

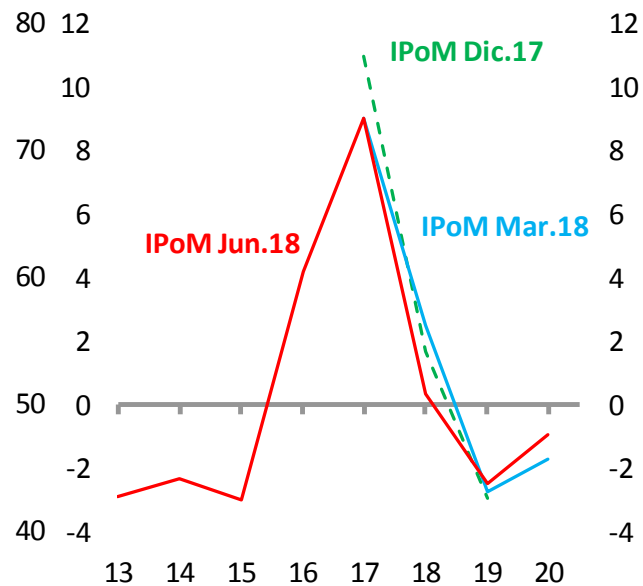
**Precio del petróleo (\*)**

(dólares el barril)



**Términos de intercambio**

(variación anual, porcentaje)



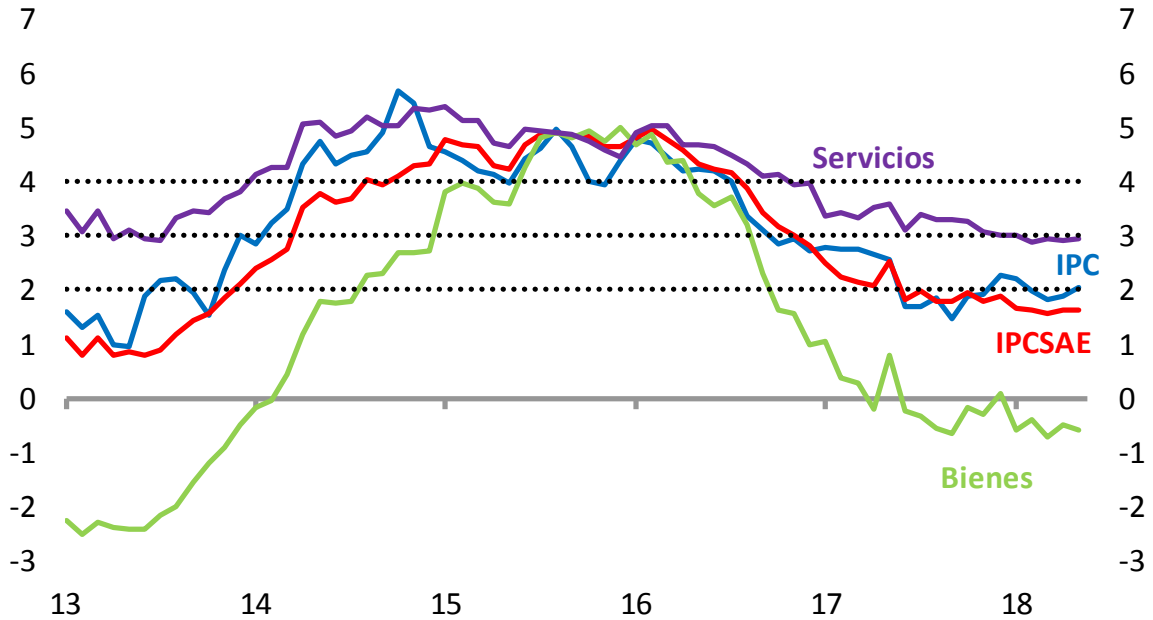
(\*) Promedio simple entre el precio del barril de petróleo Brent y WTI.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 11

**Indicadores de inflación (\*)**

(variación anual, porcentaje)



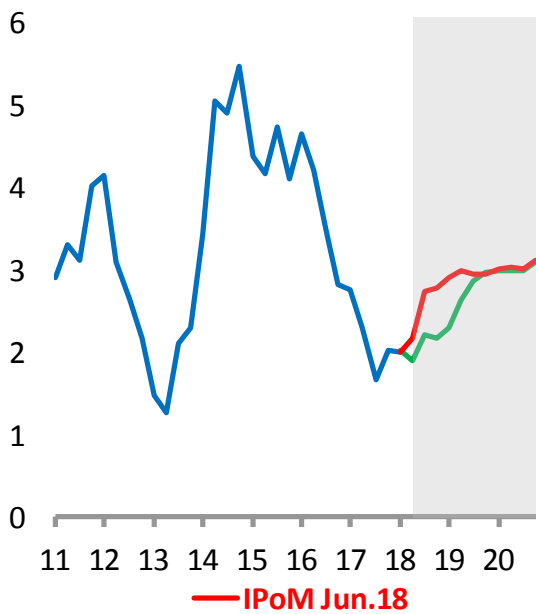
(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

Gráfico 12

**Inflación IPC (\*)**

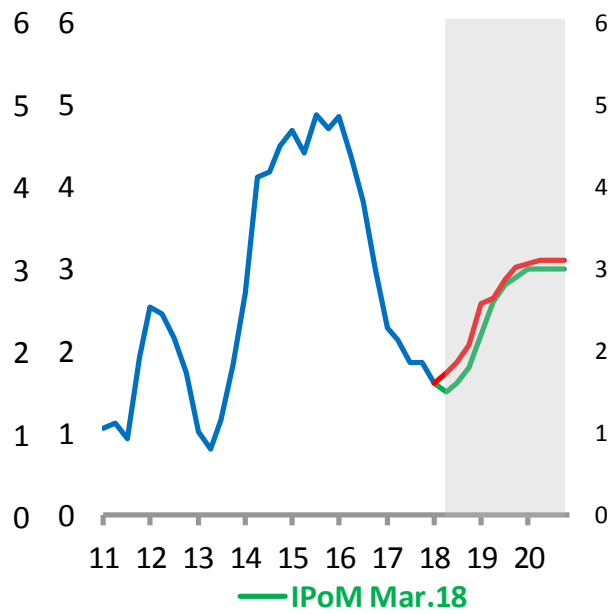
(variación anual, porcentaje)



— IPoM Jun.18

**Inflación IPCSAE (\*)**

(variación anual, porcentaje)



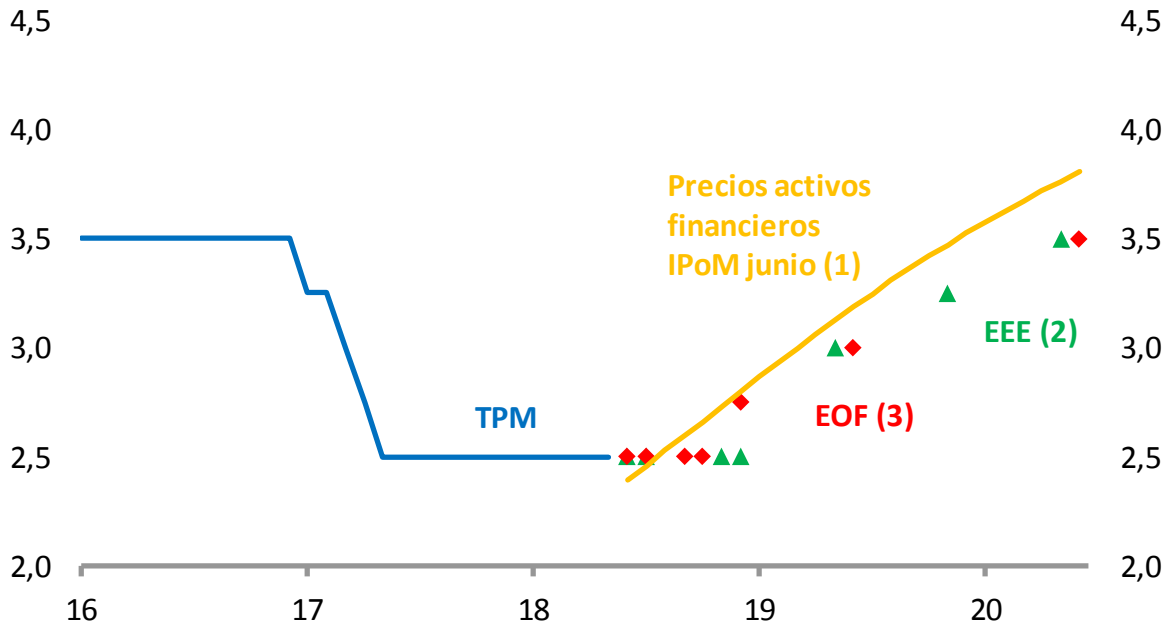
— IPoM Mar.18

(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2018, corresponde a la proyección.

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

Gráfico 13  
**TPM y expectativas**

(porcentaje)



(1) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años. Considera el promedio de los 10 últimos días hábiles al 08 de junio del 2018. (2) Corresponde a la encuesta de junio. (3) Corresponde a la encuesta previa a la RPM de junio. Fuente: Banco Central de Chile.