

## **PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL – MARZO 2018**

**Mario Marcel, Presidente**

**21 de marzo de 2018**

Muy buenos días. Esta es la primera oportunidad en que ponemos en práctica el conjunto de cambios al proceso de política monetaria. El proceso de discusión del IPoM de marzo finalizó con la decisión de política monetaria que dimos a conocer ayer por la tarde y que complementamos hoy a las 8:30 horas con la publicación del Informe y con esta conferencia de prensa que está siendo transmitida por streaming a través de nuestro sitio web. Por su parte, tanto el IPoM como la Reunión de Política Monetaria de ayer se apoyaron en las cifras revisadas de las Cuentas Nacionales trimestrales publicadas el lunes. Por último, el IPoM incluye, por primera vez, proyecciones a tres años. De esta manera, hay un set importante de información nueva y en esta conferencia de prensa haremos lo posible por responder todas sus preguntas al respecto.

En los próximos días, junto con el resto de los integrantes del Consejo, haremos presentaciones en distintos puntos del país y a comienzos de abril concurremos a la Comisión de Hacienda del Senado para responder a las preguntas y comentarios de los parlamentarios. De esta manera, estamos aumentando significativamente la información que entregamos y estableciendo con mayor claridad su relación con las decisiones de política monetaria. Por último, estamos creando instancias más interactivas para explicar nuestro análisis y acciones.

Permítanme partir por nuestra visión sobre la política monetaria. En nuestra Reunión de ayer decidimos mantener la Tasa de Política Monetaria en 2,5%, con el voto unánime de los cuatro Consejeros presentes. Esta decisión fue el resultado del proceso de análisis que llevamos a cabo durante las últimas semanas y en el que concluimos que, pese a que la inflación se ubica en un nivel bajo y volverá a descender en los próximos meses, se han reducido los riesgos para su convergencia a 3% en el horizonte de política monetaria. Ello, porque la economía muestra un punto de inflexión que permite anticipar un mayor crecimiento para este año y otorga mayor seguridad sobre el proceso de cierre de la brecha de actividad. Por eso esperamos que el estímulo monetario se mantenga en lo venidero, para comenzar a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%. En todo caso, la evolución del tipo de cambio hará que en los próximos meses la inflación sea menor que lo previsto en diciembre, situación que el Consejo seguirá monitoreando con especial cuidado, dadas sus potenciales implicancias negativas sobre el proceso de convergencia de la inflación.

Ahora pasaré a darles más detalles sobre el análisis que permite llegar a estas conclusiones, partiendo por lo que ha ocurrido con la actividad local en los últimos meses. El cierre de las Cuentas Nacionales anuales dio como resultado un crecimiento promedio de 1,5% en el 2017, en línea con lo previsto en el IPoM anterior. Sin embargo, también mostró que mientras el desempeño del primer semestre fue peor al estimado con anterioridad, el del segundo semestre superó lo previsto, en particular en la actividad no minera. Por el lado de la demanda interna final,

los datos mostraron diferencias menores, destacando que la inversión mostró una recuperación en la última parte del 2017, incluyendo construcción y obras. Así, evaluamos que el cambio de tendencia que tuvo la economía permite proyectar un mayor crecimiento para este año.

En el escenario base de este IPoM, se proyecta que la actividad crecerá este año en un rango entre 3 y 4%. Es importante notar que en la primera parte del año los registros de crecimiento estarán influidos de modo relevante por la baja base de comparación que dejó la paralización en Escondida del 2017 y el menor número de días trabajados. Estos efectos se irán diluyendo durante el año, moderando las tasas de crecimiento. Para el 2019 prevemos que el PIB crecerá en un rango entre 3,25 y 4,25%, y en el 2020 lo hará entre 3,0 y 4,0%. Con ello, la actividad crecerá por sobre su potencial por varios trimestres, cerrando la brecha de actividad hacia comienzos del 2020, momento en que convergerá hacia su trayectoria tendencial.

Por el lado de la demanda interna, estas proyecciones contemplan que el consumo retomará gradualmente mayores tasas de expansión anual, coherentes con el aumento del crecimiento del ingreso nacional. Por el lado de la inversión, tras varios años de contracción en la formación bruta de capital fijo, se prevé que esta sostenga expansiones superiores a las del PIB durante el próximo trienio. El mayor impulso externo contribuirá al crecimiento de las exportaciones. La cuenta corriente tendrá déficits entre 1,5 y 2% del PIB en estos años, valores algo superiores a los del 2017, coherente con la mayor inversión prevista en el nuevo escenario base. La gradual recuperación de mayores tasas de expansión del PIB se apoya en un escenario externo favorable, una política monetaria claramente expansiva, el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional y la ausencia de desbalances macroeconómicos importantes.

Estas proyecciones consideran, como supuesto de trabajo, que en el 2018, la economía recibirá un impulso fiscal acorde con lo contemplado para el presupuesto vigente. Desde ahí en adelante, se supone que el gasto fiscal seguirá la senda de consolidación fiscal expresada en el último Informe de las Finanzas Públicas.

Los riesgos en torno a esta proyección de crecimiento están sesgados al alza. El mayor riesgo positivo se relaciona con la posibilidad de una inversión que crezca más que lo previsto. Esto, teniendo en cuenta el favorable escenario externo, la mejora de la confianza de los agentes económicos y los datos de los últimos meses. Este riesgo se matiza en parte porque sigue preocupando el estancamiento que muestra la creación de empleo asalariado privado y el menor dinamismo de los salarios nominales.

En lo externo, entre este IPoM y el anterior el escenario relevante para Chile volvió a mostrar una mejora. Por un lado, los socios comerciales chilenos crecerán este año en torno a 3,8%, superando el promedio de los últimos cinco años. En el mundo desarrollado se han ido consolidando las buenas noticias para la actividad. Al desempeño que mostraba Estados Unidos desde hace ya un tiempo, se han ido sumando mejores cifras en la Eurozona y Japón. En el mundo emergente, China tuvo mejores resultados que los previstos en el 2017, pudiendo, hasta ahora, manejar de buena

manera la transición de su estructura económica y las debilidades de su sector financiero. América Latina, que se veía más retrasada en el proceso de recuperación, muestra también mejores indicadores en el margen y se siguen esperando crecimientos mayores para este año. Por otro lado, la evolución de los términos de intercambio también ha mejorado a lo largo de los últimos trimestres. En particular, el precio del cobre, pese a sus vaivenes, se ha sostenido en cifras por sobre US\$3 la libra por varios meses y en el escenario base se espera que tenga un descenso gradual hacia niveles en torno a su precio de largo plazo, que se sigue estimando en US\$2,7 la libra. Así, promediará US\$3,05 el 2018 y US\$2,95 el 2019, ambos valores por sobre los considerados en diciembre. Las proyecciones para el precio del petróleo también aumentan, a US\$63 y 59 el barril el 2018 y el 2019, respectivamente.

Las condiciones financieras externas también se han mantenido favorables, pero al mismo tiempo son una fuente de riesgos para la actividad local. De hecho, estimamos que, desde el punto de vista de su impacto en la actividad local, el balance de riesgos externo está sesgado a la baja. En la medida que se ha ido materializando un escenario más positivo para la actividad mundial, han aumentado los riesgos de una trayectoria de alza de tasas de la Reserva Federal más empinada. Esto podría darse en respuesta a un alza más rápida de la inflación, originada, por ejemplo, por una demanda interna mucho más dinámica, derivada de la implementación del paquete de estímulo fiscal estadounidense. El deterioro de las condiciones financieras globales que esto causaría podría tener consecuencias especialmente relevantes para aquellas economías emergentes cuya posición fiscal o financiera es menos sólida o que sostienen elevados niveles de endeudamiento. Preocupa la situación de China, pues aún resta por resolver varios desequilibrios en sus mercados. Traspíés en este proceso podrían tener efectos relevantes en los precios de los activos financieros mundiales y de las materias primas. Otra clase de riesgos, también negativos, provienen de la posibilidad de que se desate una guerra comercial entre Estados Unidos y otros países que, más allá de sus consecuencias de corto plazo, afecte negativamente el crecimiento tendencial de la economía mundial y de la chilena.

Por último, durante los últimos meses la inflación anual del IPC y del IPCSAE ha fluctuado en torno a 2%, sin mostrar mayores diferencias respecto de lo proyectamos en diciembre pasado. Como ha sido la tónica en los últimos trimestres, la dinámica inflacionaria ha estado dominada por la apreciación del peso. En el escenario base, la inflación convergerá a 3% en la segunda mitad del 2019, a medida que la brecha de actividad continúe cerrándose y que el tipo de cambio real vuelva hacia su niveles de largo plazo. Sin embargo, este proceso será algo más lento que lo previsto en diciembre, mayormente por el efecto de la reciente apreciación del peso sobre los bienes transables. Así, para los meses venideros se proyecta un descenso temporal de la inflación, con una variación anual del IPCSAE que se ubicará en torno a 1,5% hacia mediados del 2018. En el 2019 la inflación mostrará una aceleración más marcada, retornando a 3% hacia fines del próximo año y manteniéndose en torno a esta cifra durante todo el 2020. La recuperación de la inflación hacia niveles de 3% es coherente con una economía que crecerá, en promedio, por sobre su potencial durante el período 2018-2020, cerrando así la brecha de actividad.

Esta trayectoria de convergencia de la inflación a la meta, es coherente con que el estímulo monetario se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas vayan consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%. Para la TPM, esta trayectoria es similar a la que se deduce de las encuestas disponibles al cierre estadístico de este IPoM. Hacia el 2020, la TPM se ubicará en torno a su nivel neutral, que estimamos se ubica entre 4 y 4,5%.

Sobre los riesgos para la inflación, estimamos que estos se encuentran balanceados. Las amenazas para su convergencia a 3% se han atenuado, principalmente por las implicancias que el mejor panorama de actividad tiene sobre el proceso de cierre de las holguras de capacidad. No obstante, la evolución del tipo de cambio hará que en los próximos meses la inflación sea menor a lo previsto en diciembre, situación que el Consejo seguirá monitoreando con especial cuidado, dado sus potenciales implicancias negativas sobre la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

En suma, tenemos un escenario en que el crecimiento económico está mejorando, la inflación seguirá en niveles bajos por algún tiempo más y la política monetaria seguirá siendo expansiva mientras no se consolide el retorno de la inflación a la meta. Esta convergencia está en parte supeditada a la recuperación del crecimiento, la que será más segura mientras más sólida sea la recuperación de la inversión. Para ello es importante que se mantengan condiciones favorables, incluyendo un sistema financiero eficiente y procesos expeditos de evaluación y autorización de proyectos.

También es importante recordar que si bien en el curso del ciclo es posible que el crecimiento de la actividad exceda temporalmente su potencial, un aumento más sostenido requerirá políticas y reformas adecuadas. Particularmente relevante a este respecto será acelerar el crecimiento de la productividad y del capital humano, compensando el efecto de la depreciación del mayor stock de capital y el impacto de la transición demográfica. Estas políticas caen fuera del ámbito del Banco Central.

Por último, es necesario que a medida que la economía vaya ganando tracción se recuperen las holguras que permitieron que la política macroeconómica operara contracíclicamente. En particular, un nivel prudente y sostenible de deuda pública, una adecuada capitalización del sistema financiero, un endeudamiento sostenible de los hogares y una sólida credibilidad de la política fiscal y monetaria serán esenciales para enfrentar nuevos shocks en el futuro.

Quedamos a su disposición para responder a sus preguntas.