



**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA
MONETARIA ANTE EL HONORABLE SENADO DE
LA REPÚBLICA***

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
1 de septiembre de 2015

*El *Informe de Política Monetaria* de septiembre de 2015 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente del Senado, senador Patricio Walker, honorables senadoras y senadores.

Agradezco la invitación extendida al Consejo del Banco Central de Chile para presentar el Informe de Política Monetaria (IPoM). Como es habitual en septiembre de cada año, este coincide con el informe anual del Consejo del Banco Central al Senado, donde presentamos nuestra visión de los hechos macroeconómicos y financieros recientes de la economía chilena e internacional, así como sus perspectivas e implicancias para la conducción de la política monetaria.

En los últimos meses, la inflación anual del IPC ha seguido ubicándose por sobre 4 por ciento y, en el escenario de proyecciones que describiré en unos momentos, prevemos que continuará por sobre ese nivel por una buena parte del próximo año. Esta, sin lugar a dudas, no es una buena noticia para nuestro país. La meta de inflación del Banco Central es de 3 por ciento, con un rango de tolerancia cuyo límite superior es precisamente 4 por ciento.

La principal explicación detrás de la mayor inflación es el alza del tipo de cambio, que ha sido la respuesta natural de la economía a los cambios en el escenario macroeconómico interno y externo. En lo más reciente el peso ha vuelto a depreciarse de manera importante, lo que seguirá afectando la dinámica inflacionaria en los meses siguientes, retrasando la convergencia de la inflación a 3 por ciento.

En el escenario externo los riesgos han aumentado de forma significativa. Hemos visto en las últimas semanas cómo se han acrecentado las dudas con respecto a China y cómo ello ha impactado transversalmente a todas las economías. Las bolsas han sufrido fuertes vaivenes, los precios de las materias primas han caído, las monedas se han depreciado. Al ser China el principal demandante de materias primas a nivel mundial, su evolución es clave para estos precios y para el desempeño de las economías exportadoras de estos bienes, entre ellas Chile.

En lo interno, la actividad ha vuelto a sorprender a la baja y en el escenario base consideramos que el crecimiento de la economía durante este año será menor al que preveíamos en junio.

Las expectativas inflacionarias a dos años se han mantenido en 3 por ciento, lo que es clave para el accionar de un banco central como el nuestro que se rige por un esquema de metas de inflación. Sin embargo, la persistencia de la inflación por sobre la meta no nos deja tranquilos, puesto que podría afectar la trayectoria futura de esta variable. Además, como describiré dentro de poco, los escenarios de riesgo externo que vemos hoy apuntan en parte importante a que se podría generar nueva volatilidad en los mercados globales, lo que nos lleva a evaluar que los riesgos para la inflación están sesgados al alza en el corto plazo.

Ahora, permítanme detallarles el escenario macroeconómico que consideramos más probable para los próximos trimestres y los riesgos inherentes a él.

Escenario macroeconómico

Como ya señalé, en los últimos meses, la inflación ha sido superior a lo previsto. A julio, su variación anual llegó a 4,6 por ciento en su medida IPC y a 4,9 por ciento en su medida subyacente —el IPCSAE, que es la medida que excluye los precios de los alimentos y la energía—. La fuerte depreciación del peso —que alcanza a 16 por ciento nominal en lo que va del año— ha sido la principal causa de este fenómeno. De hecho, cuando se analiza la descomposición del IPCSAE, se aprecia que los precios de los bienes incluidos en él, típicamente más ligados a productos transables, han aumentado su tasa de variación anual de forma significativa en los últimos dos años (gráfico 1). Se debe destacar que si bien las expectativas privadas de inflación a plazos más cortos han aumentado, a dos años plazo las encuestas y los precios de los activos financieros se encuentran ancladas con la meta. Esto es muy importante porque un activo clave del Banco Central es la credibilidad que la política monetaria logrará la convergencia de la inflación a la meta (gráfico 2).

Por el lado de la actividad, las Cuentas Nacionales del segundo trimestre mostraron que se mantiene la debilidad de la actividad y la demanda interna (gráfico 3). Al mismo tiempo, las expectativas empresariales y de los consumidores volvieron a deteriorarse. Ello, unido a un escenario externo peor, una actividad minera deteriorada, y la falta de antecedentes sobre una mejoría del consumo y la inversión privada, hacen prever que el crecimiento del segundo semestre será menor que lo anticipado en junio.

El escenario externo relevante para las economías emergentes, y para la chilena en particular, se ha vuelto más complejo. En parte, esto es la respuesta al proceso de rebalanceo del crecimiento global a favor de las economías desarrolladas —en especial Estados Unidos— y el próximo inicio de la normalización monetaria por parte de la Reserva Federal, lo que ha llevado a un importante fortalecimiento del dólar (gráfico 4). A lo anterior se agregan las dudas sobre el desempeño de la economía china. A los datos de actividad menos auspiciosos, se suman los continuos y significativos ajustes en sus mercados financieros. En las últimas semanas hemos visto cómo se han producido correcciones relevantes en el valor de la bolsa china, que han arrastrado al resto de las bolsas mundiales. Las autoridades económicas en China han tomado diversas medidas para intentar estabilizar los mercados, bajando las tasas de interés y los encajes a los depósitos, depreciando su moneda y otras, pero todavía es temprano para evaluar su éxito (gráfico 5). Estos fenómenos han contribuido a la depreciación de las monedas emergentes, al empeoramiento de las condiciones financieras globales y a la caída del precio de las materias primas (gráfico 6).

En América Latina la situación es más compleja todavía. Por un lado, continuó el deterioro de la actividad y se volvieron a reducir las perspectivas de crecimiento. Además del panorama más débil de China y de los bajos precios de las materias primas, factores locales han incidido en estos ajustes. Ese es el caso de Brasil, por un buen margen la mayor economía de la región, que enfrenta un complejo escenario político, sumado a la recesión por la que está pasando y el empeoramiento de su mercado laboral. El contexto internacional actual de mayor riesgo, el incremento del costo de financiamiento externo y la salida de capitales desde la región, son factores que pueden complejizar aún más la situación de aquellas economías que mantienen elevados déficits de cuenta corriente. A ello

se suma que en varias economías el nivel de las reservas internacionales ha disminuido, dadas las intervenciones cambiarias realizadas para enfrentar la depreciación de sus monedas. Por su parte, los desequilibrios de las cuentas fiscales limitan el espacio para proveer impulso a sus economías, mientras el accionar de la política monetaria se dificulta por el aumento de la inflación.

Por todos estos antecedentes, en el escenario base, el crecimiento de los socios comerciales se ajusta dos y tres décimas a la baja para este año y el próximo, respectivamente. Así, prevemos que en 2015 el crecimiento de nuestros socios comerciales llegará a 3,1 por ciento, y en 2016 será de 3,4 por ciento. La revisión a la baja de estos números responde a un deterioro del crecimiento del mundo emergente y, en especial, de China. Este no es un punto menor, pues al ser el mayor demandante de materias primas a nivel global, su menor crecimiento impacta directamente estos precios y su trayectoria futura. De hecho, en las últimas semanas hemos observado cómo el precio del cobre ha descendido a sus menores niveles en varios años (gráfico 7).

En el escenario base, consideramos una importante corrección del precio del cobre. Así, ahora estimamos que este año promediará 255 centavos de dólar la libra, valor que se reduce a 245 centavos de dólar la libra en 2016. El precio promedio del barril de petróleo Brent y WTI también se corrige a la baja, promediando cerca de 52 dólares en 2015 y 2016. La volatilidad que vemos en el escenario externo queda reflejada también en este precio, pues luego de llegar a cerca de 40 dólares al cierre estadístico de este IPoM, ayer se cotizó en torno a 50 dólares. En los mercados emergentes, como ya mencioné, las bolsas se han resentido, los premios por riesgo han aumentado, han salido capitales y las monedas se han depreciado. No obstante el reciente empeoramiento, en el escenario base se prevé que las condiciones financieras externas seguirán favorables en perspectiva histórica (tabla 1).

En lo interno, el escenario base contempla que la actividad y el gasto evolucionarán por debajo de lo esperado en junio. El consumo y la inversión en maquinarias y equipos tuvieron un débil desempeño en el segundo trimestre, en parte compensado por el mayor dinamismo de la inversión en construcción y obras. Resaltó también la debilidad de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, con tasas de variación anual negativas. El escenario base de junio consideraba una mejora de las expectativas que no se dio, sino que, por el contrario, siguieron deteriorándose. Resalta que la pérdida de confianza es transversal a través de los sectores productivos y entre los factores que afectan las expectativas de los hogares (gráfico 8). Además, la mayoría de los entrevistados en el Informe de Percepciones de Negocios de agosto —documento que el Banco Central publica trimestralmente— percibió un estancamiento o una caída de su actividad, con un deterioro de sus perspectivas para el resto del año. Como se mencionó, a lo anterior se añade un menor impulso externo durante el horizonte de proyección y una menor actividad en la minería.

En todo caso, el mercado del trabajo continúa mostrando cifras positivas. En particular, el crecimiento anual del empleo sigue dinámico: cerca de 2 por ciento a julio. A su vez, la tasa de desempleo sigue baja, sin mayores cambios respecto de su nivel de un año atrás. Destaca el descenso del crecimiento anual de los salarios nominales hasta valores entre 6,3 y 6,7 por

ciento, dependiendo de su medida, luego de ubicarse por varios meses en algo por sobre 7,0 por ciento.

En esta ocasión, hemos revisado nuestras estimaciones para el crecimiento de mediano plazo de la economía chilena. Antes de referirme al detalle quisiera hacer un par de precisiones. Resulta del todo evidente que el nivel de crecimiento que pueda alcanzar una economía es una pregunta clave en la especificación de las políticas macroeconómicas. Por un lado, está el concepto de crecimiento del PIB tendencial, entendido como el crecimiento de mediano plazo de la economía. Este es el que el Ministerio de Hacienda considera para el cálculo de los ingresos estructurales del Fisco y que el Banco Central utiliza como referencia para las proyecciones de crecimiento consideradas en el escenario base del IPoM.

La revisión de nuestra estimación del crecimiento del PIB tendencial lo ubica ahora en torno a 3,5 por ciento. Este valor es inferior al considerado hace un año, principalmente por una perspectiva de menor dinamismo para la inversión y una reevaluación de la dinámica esperada para el trabajo efectivo. Esta cifra es similar al 3,7 por ciento que estimó el comité de expertos recientemente convocado por el Ministerio de Hacienda para el período 2016-2020.

Más allá de esto, la evaluación del escenario inflacionario, del estado de las holguras de capacidad, y de la brecha de actividad en particular, depende del nivel de actividad coherente en el corto plazo con una inflación estable. Este es el de PIB potencial de corto plazo o PIB potencial a secas. La distinción entre ambos conceptos, el PIB tendencial, que es relevante para las perspectivas de crecimiento de mediano plazo, y el PIB potencial, que es el relevante para medir presiones inflacionarias de corto plazo, es un tema ampliamente documentado en la literatura internacional y, además, una práctica habitual en los bancos centrales alrededor del mundo y organismos multilaterales como el FMI y la OCDE.

Por lo anterior, estimamos importante hacer explícita la distinción entre el concepto de PIB tendencial y el de PIB potencial. Como señalé, por su naturaleza, el PIB potencial es el relevante para el cálculo de la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias. La diferencia entre ambos radica en que este último, en contraste con el de mediano plazo o tendencial, puede ser afectado por fluctuaciones temporales de la productividad y limitaciones transitorias a la disponibilidad de factores. La reasignación de factores necesaria para enfrentar el fin de boom minero es un ejemplo de esas fluctuaciones. De este análisis se deriva que, al segundo trimestre de 2015, la brecha de actividad relevante para la inflación es negativa, pero menor que la que se obtendría de considerar como referencia el PIB tendencial. En el IPoM que les presentamos hoy se publican tres Recuadros que tratan específicamente sobre estos temas.

Permítanme volver a las proyecciones contenidas en nuestro escenario base.

En lo más reciente la brecha de actividad se ha ampliado, aunque menos que lo observado en otros ciclos de bajo crecimiento. Esto es coherente con otras medidas de holguras de capacidad, como las encuestas sobre el uso de capacidad instalada y el consumo de energía eléctrica (gráfico 9). En el escenario base, se prevé que la brecha de actividad continuará

ampliándose al menos hasta la primera parte de 2016, contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta. Por cierto la brecha de actividad es una variable no observable, por lo que existe incertidumbre en su medición. Por lo mismo, al momento de evaluar las holguras de capacidad en la economía la complementamos con otros indicadores como lo explicitamos en el IPoM.

Respecto de las proyecciones, para este año estimamos que el crecimiento del PIB se ubicará entre 2,0 y 2,5 por ciento, rango inferior al contemplado en junio. En 2016, la economía crecerá entre 2,5 y 3,5 por ciento. Estas proyecciones siguen considerando una paulatina mejora de las expectativas privadas y que la política monetaria se mantendrá en una fase expansiva relevante. Por el lado fiscal, se contempla que en 2016 el aumento del gasto será significativamente menor que el de este año en concordancia con una reducción moderada del déficit estructural, calculado tanto para 2015 como para 2016 con los parámetros estructurales recientemente entregados por los comités de expertos. Debido a los riesgos, particularmente los que impone el nuevo escenario externo, estimamos que el balance de riesgos para la actividad, tanto para este como para el próximo año, está sesgado a la baja (tabla 2).

Como ya lo he dicho, la nueva y significativa depreciación del peso en los últimos meses es el factor fundamental detrás del reciente aumento de la inflación efectiva y también proyectada. La paridad peso/dólar aumentó 14 por ciento respecto de junio y en torno a 50 por ciento desde su menor nivel de 2013. El aumento del tipo de cambio real es la respuesta natural y deseable de la economía a los cambios en el escenario macroeconómico interno y externo. La apreciación global del dólar, la evolución del precio de las materias primas y la mayor debilidad del mundo emergente en general, y América Latina en particular, han afectado significativamente el valor de la paridad en los últimos meses. Por lo demás, la depreciación no es un fenómeno exclusivo de Chile. Se observa en la mayoría de los socios comerciales, incluso con mayor intensidad en varios de ellos (gráfico 10). Multilateralmente, la depreciación del peso ha sido menor: 10 por ciento respecto del cierre del IPoM previo; 29 por ciento respecto de su menor nivel de 2013. Lo anterior explica, en parte, por qué el aumento del tipo de cambio real es menor que el del nominal. A agosto, el tipo de cambio real se habría ubicado algo por sobre 100 en su medida habitual, equivalente a un incremento de 8 por ciento respecto de mayo pasado y de 17 por ciento respecto de su menor valor en 2013 (gráfico 11). Al cierre de este IPoM, el tipo de cambio real se encontraba en valores por sobre lo que se considera sus niveles de equilibrio de largo plazo, pero coherentes con la evolución actual de sus fundamentos. Así, como supuesto de trabajo, contemplamos que, en el horizonte de proyección, el tipo de cambio real tendrá una leve apreciación respecto del nivel promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM.

Con todo, una depreciación adicional del peso es uno de los eventos que podrían provocar cambios significativos en la trayectoria y persistencia de la inflación en el corto plazo. Al igual que en los últimos trimestres, es posible que un escenario de este tipo vuelva a responder a movimientos en las condiciones globales. Como ya indiqué, el extenso período con la inflación anual sobre 4 por ciento podría aumentar la persistencia de la inflación, impactando las expectativas inflacionarias con implicancias para la política monetaria. Esto plantea desafíos evidentes en el esquema de metas de inflación, que busca que esta se

ubique en 3 por ciento a fines del horizonte de política. En el escenario base, estimamos que a fines de año la inflación se ubicará por sobre 4 por ciento y que seguirá superando ese valor al menos durante toda la primera mitad de 2016. Luego, la inflación anual del IPC y del IPCSAE retornará a 3 por ciento en el curso de 2017, fluctuando en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el tercer trimestre de 2017 (gráfico 12).

Como siempre, el escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria.

Como se mencionó, en lo externo persiste la posibilidad de nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros que podrían tener efectos en el panorama de inflación y de crecimiento de corto plazo. Por un lado, los desarrollos en China han profundizado las dudas respecto de su economía. Pero también puede ser que el conjunto de medidas adoptadas por sus autoridades se traduzcan en un rebalanceo ordenado que evite sobresaltos posteriores. Por otro, permanece la incertidumbre sobre el impacto que tendrá la normalización de la tasa de política monetaria en Estados Unidos en el precio de los activos. De todos modos, los acuerdos alcanzados en Europa han reducido, en parte, las preocupaciones en torno a Grecia. Los escenarios de riesgo negativos podrían complicar aún más el ya difícil panorama para las economías emergentes, en especial de América Latina, en donde varios países siguen con altos déficits fiscales y de cuenta corriente, lo que dificulta y encarece los ajustes necesarios. Aunque Chile no está ajeno a estos riesgos, la economía no presenta desbalances externos mientras que la regla fiscal asegura cuentas fiscales ordenadas, lo que ciertamente son fortalezas de nuestra economía. Aun así, como Chile es una economía pequeña y abierta, no debemos minimizar estos riesgos ni su eventual impacto.

En lo interno, el escenario base sigue considerando que mejorarán paulatinamente las expectativas de los consumidores y empresas en los próximos trimestres. De no darse aquello, afectará el ritmo de recuperación de la actividad y el gasto interno. Por el contrario, un efecto de mayor intensidad de los menores precios de los combustibles sobre el ingreso nacional, podría dar un mayor impulso a la economía.

En cuanto la inflación, en el corto plazo los riesgos inflacionarios son al alza. La inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que en sí es un riesgo para las expectativas. Además, los escenarios de riesgo externos pueden provocar una depreciación adicional del peso. Con todo, la reducción del crecimiento de los salarios nominales aminora un riesgo previamente detectado. Por otra parte, no es descartable un escenario donde las holguras de capacidad se amplíen más que lo previsto, reduciendo las presiones inflacionarias.

Evaluados estos eventos, estimamos que el balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo y equilibrado en el horizonte de proyección. En tanto, el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja.

El Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3 por ciento desde octubre de 2014. Esto luego de haber completado un proceso de reducción de 200 puntos base respecto del nivel que mostraba en octubre de 2013. Con ello, la política monetaria ha entregado un grado importante de expansividad, el mayor posible en las actuales circunstancias. De hecho, el nivel de las tasas de interés de mercado está en o cerca de sus niveles mínimos históricos (gráfico 13).

En el escenario base, consideramos como supuesto de trabajo una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros al cierre estadístico de este IPoM (gráfico 14). Esto implica, como supuesto de trabajo, que la TPM comenzará una senda de incrementos entre fines de este año y comienzos del próximo. Esto implica una reducción moderada de la expansividad monetaria para que la inflación converja a 3 por ciento a fines del horizonte de proyección.

Como siempre, es necesario aclarar que este no es un compromiso. Es un supuesto de trabajo coherente con las condiciones macroeconómicas internas y externas presentes y esperadas. Si el escenario cambia, lógicamente, esto se modificará. El Banco Central ha dado suficientes muestras de flexibilidad, pero también tenemos claro nuestro mandato en cuanto a que la estabilidad de los precios es central y actuaremos en concordancia con él. En este sentido estamos en una situación que se asemeja en mucho a la de los principales bancos centrales del mundo, que han destacado que los próximos pasos en política monetaria serán dependientes de los datos que se vayan conociendo y de sus implicancias sobre las proyecciones de inflación.

Permítanme unas reflexiones finales.

Reflexiones finales

Cuando hace más de 25 años se discutió la autonomía del Banco Central, hubo un intenso debate respecto de cuáles debían ser los objetivos de la política monetaria. La decisión fue que debía concentrarse en la estabilidad de precios, entendida como lograr inflaciones bajas y estables, y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. La idea de concentrar los esfuerzos de la política monetaria en el control de la inflación se basaba en que con un mandato claro y sin ambigüedades era más fácil construir credibilidad, lo que a su vez permitiría a la autoridad monetaria controlar la inflación con un bajo costo en términos de actividad y contribuir con mayor decisión a la estabilización del ciclo económico.

El tiempo mostró que la decisión fue la correcta. Mientras a comienzos de los noventa la inflación era alrededor de 30 por ciento, a fines de esa década había disminuido a valores en torno a 3 por ciento, al tiempo que la economía creció 6 por ciento durante esos años. De ahí en adelante, con vaivenes que en ocasiones han sido importantes, la inflación ha sido en promedio 3,3 por ciento, al tiempo que una política monetaria decididamente contra cíclica ha contribuido a la suavización del ciclo de actividad, a pesar de los significativos episodios de volatilidad vividos desde el dos mil en adelante.

En un escenario donde, contra nuestros pronósticos, la inflación se ha mantenido por sobre 4 por ciento por dieciséis meses, y en el que prevemos que seguirá siendo así por todavía varios meses más, creo importante reiterar nuestra absoluta convicción respecto de que el control de la inflación es el mejor aporte que el Banco Central de Chile hace al bienestar de la sociedad. Al mismo tiempo, creo también necesario explicar a este Senado y, a través de él a la ciudadanía, la lógica detrás de las decisiones que hemos tomado en el último tiempo.

En años recientes la economía chilena ha enfrentado importantes cambios en el escenario económico interno y externo. Estos cambios han requerido un ajuste interno relevante, incluyendo algunos de gran magnitud en los precios relativos y una importante reasignación de recursos entre sectores. En este contexto, y con el objeto de facilitar el proceso de ajuste antes mencionado, es apropiado dejar que el tipo de cambio fluctúe y rebajar el costo del crédito, de manera de incentivar el aumento de la demanda interna y promover la reasignación de recursos productivos. El Banco Central ha actuado acorde, rebajando la tasa de interés en 200 puntos base desde 5 a 3 por ciento y, si se compara con experiencias anteriores, ha contribuido a un ajuste más suave de la economía a las nuevas circunstancias, tal como lo muestran los indicadores del mercado laboral. La otra cara de la moneda ha sido, por cierto, la presión al alza que la depreciación del peso ha tenido sobre la inflación. Aunque este era un fenómeno esperado, no es menos cierto que su intensidad y persistencia ha sido mayor a lo que proyectábamos hace un año.

¿Qué debe hacer en estas circunstancias un banco central con un mandato tan claro como el nuestro? Por ser esta una inflación de origen cambiario y que, como expliqué, es consecuencia del necesario ajuste por el que debe transitar la economía, es correcto que la autoridad monetaria actúe con menor intensidad, comparado con episodios donde la mayor inflación se origina en presiones de demanda por sobre la capacidad productiva de la economía. Pero esto no significa, bajo ninguna circunstancia, que el Banco Central pueda permanecer indiferente frente a una inflación alta y que se ha ubicado por ya varios trimestres por sobre su valor objetivo. De hecho, hacia fines del año pasado y comienzos de este las expectativas de mercado veían factible incluso un mayor impulso monetario, lo que no consideramos apropiado implementar justamente por el aumento de la inflación más allá de lo esperado.

Así, hemos sido claros en señalar que la política monetaria se encuentra hoy en el máximo grado de expansividad posible dadas las circunstancias actuales y que, en el escenario más probable, el proceso de normalización debería comenzar hacia fines de este año o principios del próximo, lo que no significa una postura monetaria restrictiva, sino que un retiro gradual del estímulo actual. Esto, sin perjuicio de que si se identifican cambios en el entorno que hagan variar el diagnóstico dentro del horizonte usual de dos años, será necesario introducir modificaciones a la trayectoria de la política monetaria.

Mirando hacia adelante, es evidente que el escenario macroeconómico al que nos enfrentamos hoy se ha vuelto particularmente complejo. Por un lado, los riesgos del escenario internacional, especialmente para una economía exportadora de materias primas como la nuestra, han aumentado de forma significativa. China, la segunda economía del mundo y nuestro principal comprador, está atravesando por una situación difícil. La inestabilidad de sus mercados financieros y las dudas sobre su real capacidad de

crecimiento han tenido efectos importantes en el resto del mundo. Por otro lado, el normal y deseable proceso de rebalanceo del crecimiento mundial, con un Estados Unidos más fortalecido, también ha provocado efectos, especialmente sobre las monedas del mundo emergente. Por último, la situación económica de América Latina se ha tornado más frágil, lo que agrega riesgos.

En este ambiente, el impulso externo relevante para nuestra economía es menor que hace un tiempo y también menor que lo que preveíamos. El crecimiento mundial, y el de nuestros socios comerciales es más bajo; nuestros términos de intercambio, en particular el precio del cobre, se han deteriorado y las condiciones financieras, aunque ventajosas desde un punto de vista histórico, no lo son tanto como hace un tiempo.

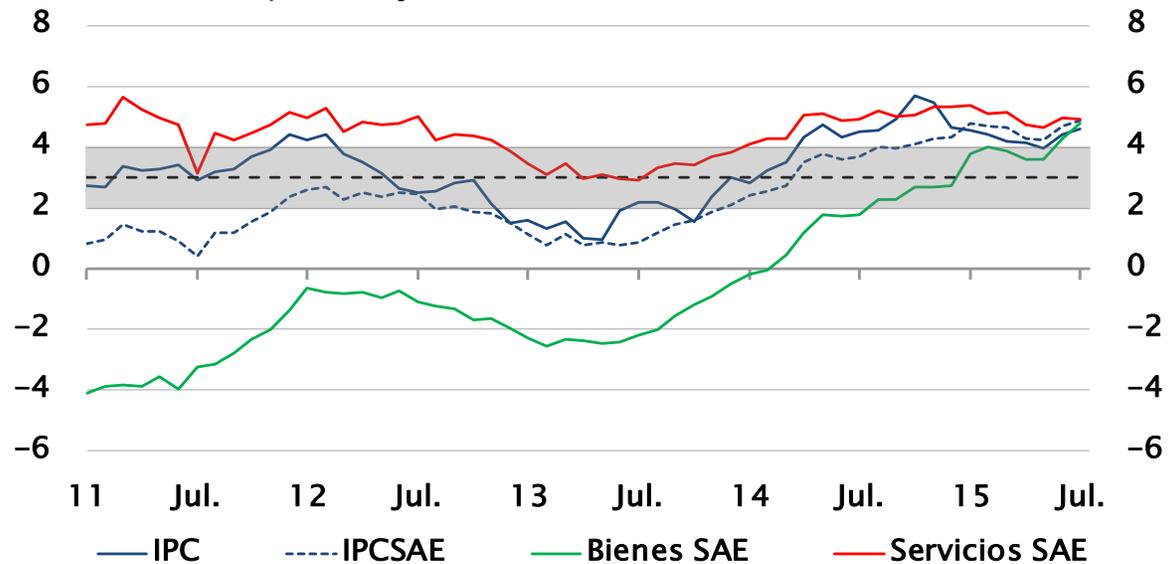
En lo interno, el repunte que esperábamos tendría la actividad y la demanda se ha vuelto a retrasar. Las tasas de crecimiento que prevemos para la economía en 2015 y 2016 son menores que el promedio del último quinquenio. Ello es la respuesta a un escenario global menos favorable, pero también a los ajustes internos que debemos realizar luego de varios años en que nos beneficiamos del *boom* de inversión en el sector minero. La corrección que se presentó hoy en el crecimiento del PIB tendencial de mediano plazo, y también en el PIB potencial, es coherente con este ajuste de proyecciones.

En términos macroeconómicos, Chile es hoy una economía sana: no tiene desequilibrios internos, tampoco externos y el cumplimiento de la regla fiscal garantiza cuentas fiscales ordenadas. Su sistema financiero es sólido y bien regulado, el Banco Central goza de una alta credibilidad y el marco de metas de inflación más un tipo de cambio flexible han ayudado a transitar de buena manera por estas difíciles coyunturas. Basta mirar la situación de otras economías de la región para darse cuenta de que, desde un punto de vista macroeconómico, nos encontramos en buen pie para enfrentar los desafíos que vienen, aunque evidentemente no somos inmunes y sí nos afecta lo que sucede en el resto del mundo.

En este contexto, es nuestra convicción de que el mejor aporte que podemos hacer a nuestros compatriotas es simplemente cumplir con nuestro mandato, manteniendo inflaciones bajas y estables. No le quepa duda a este Senado que haremos todo lo necesario para que así sea.

Muchas gracias.

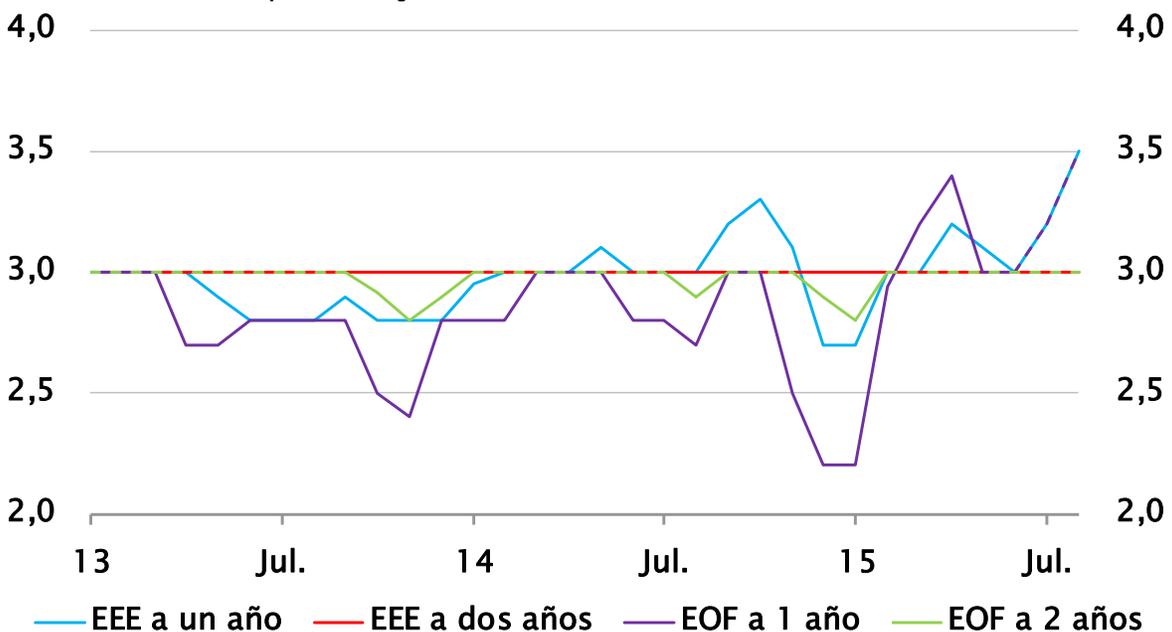
Gráfico 1
Indicadores de inflación (*)
 (variación anual, porcentaje)



(*) 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.

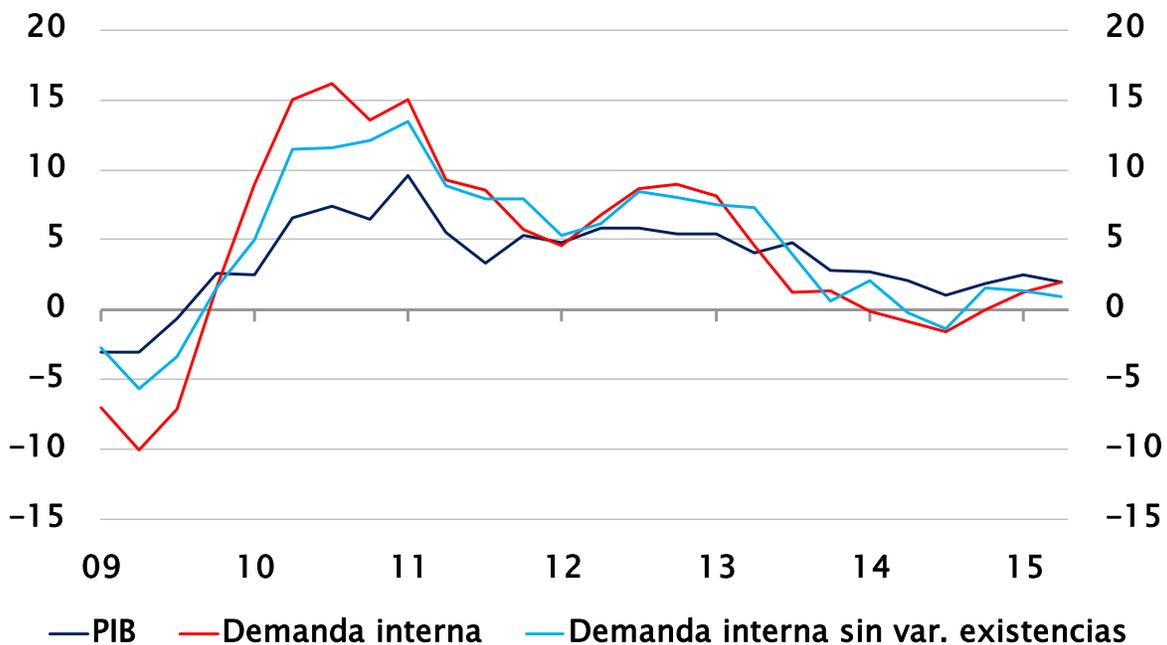
Gráfico 2
Expectativas de inflación (*)
 (variación anual, porcentaje)



(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, a excepción de agosto del 2015 que se considera la segunda.

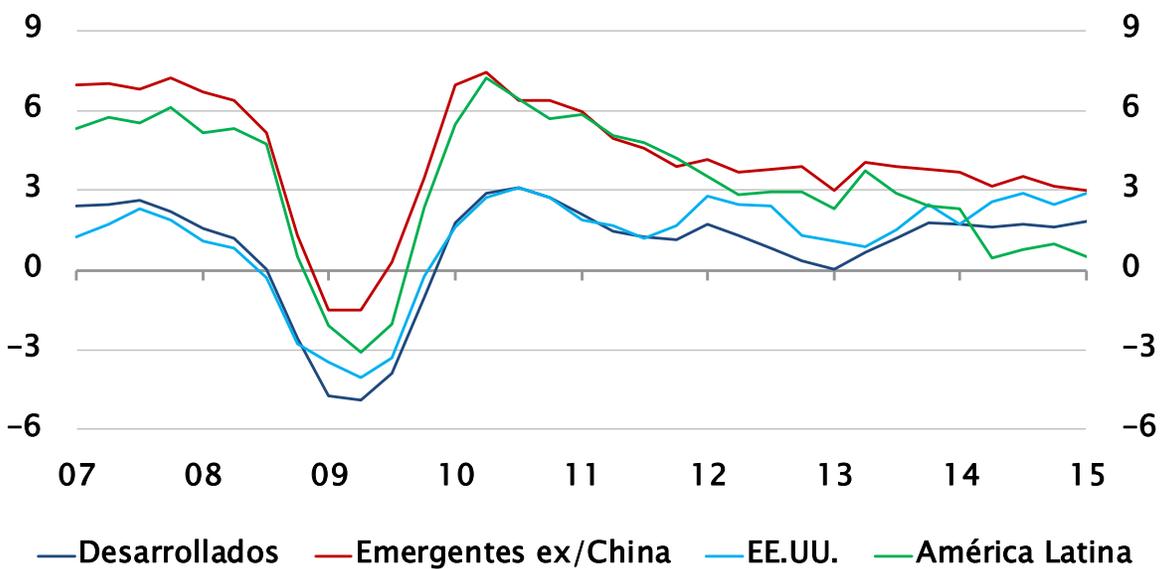
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3
PIB y demanda interna
 (variación anual, porcentaje)



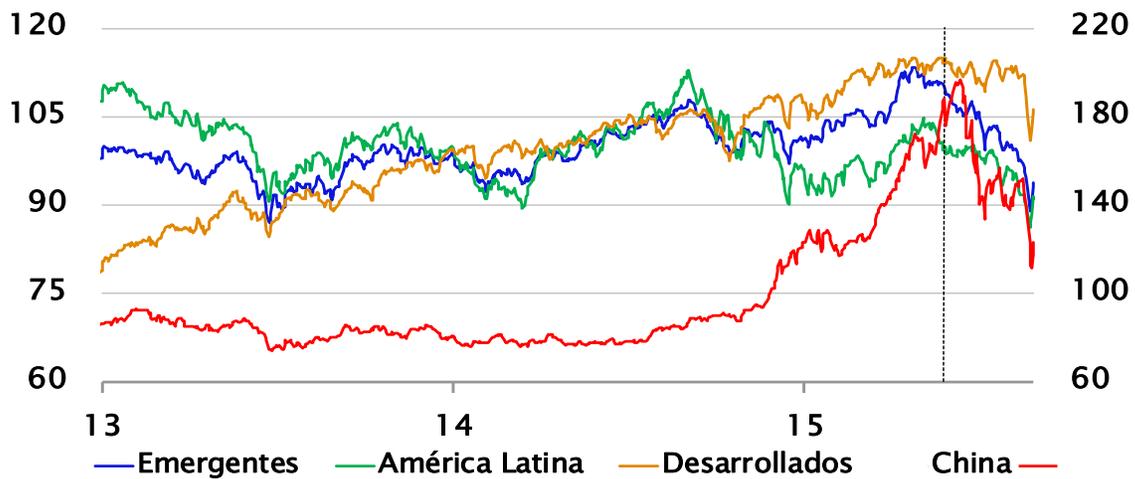
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4
Crecimiento del PIB mundial
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI.

Gráfico 5
Mercados bursátiles (1) (2)
 (índice 2013-2015 = 100)



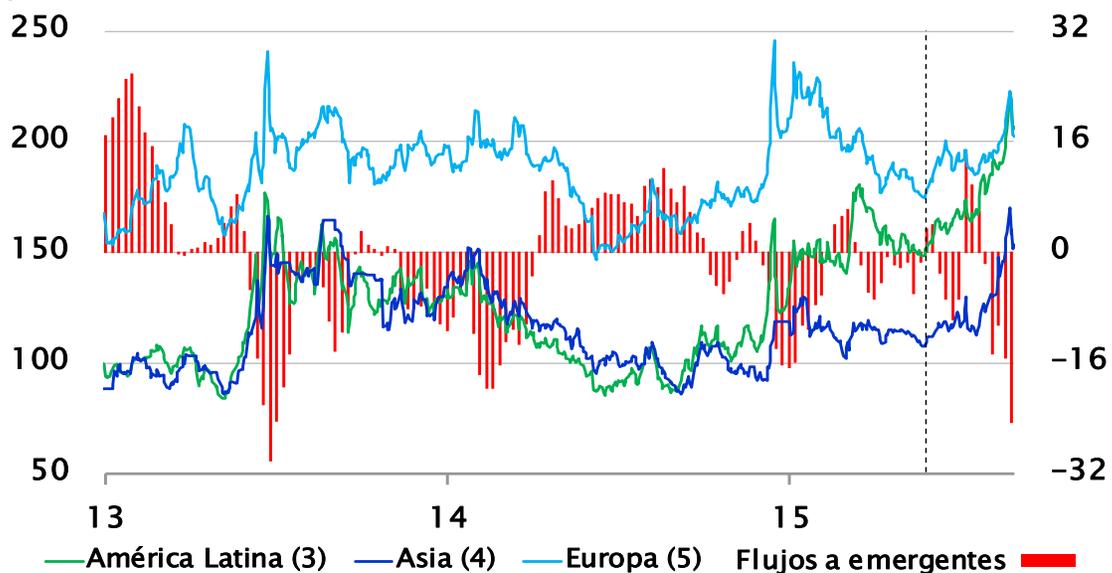
(1) Datos medidos en moneda local. Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015.

(2) China corresponde al índice accionario compuesto de Shanghai, y para regiones, a los índices accionarios de Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6

Países emergentes: Premios por riesgo y flujos de capitales (1) (2)
 (puntos base; miles de millones de dólares, mes móvil)



(1) Premios por riesgo medidos por los CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (3) Incluye Brasil, Perú, México, Panamá y Colombia. (4) Incluye China, Filipinas, Indonesia, Tailandia y Malasia. (5) Incluye Rep. Checa, Hungría, Croacia, Bulgaria, Rumania, Rusia y Turquía.

Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

Gráfico 7
Precio del cobre
(US\$/libra)



Fuente: Bloomberg.

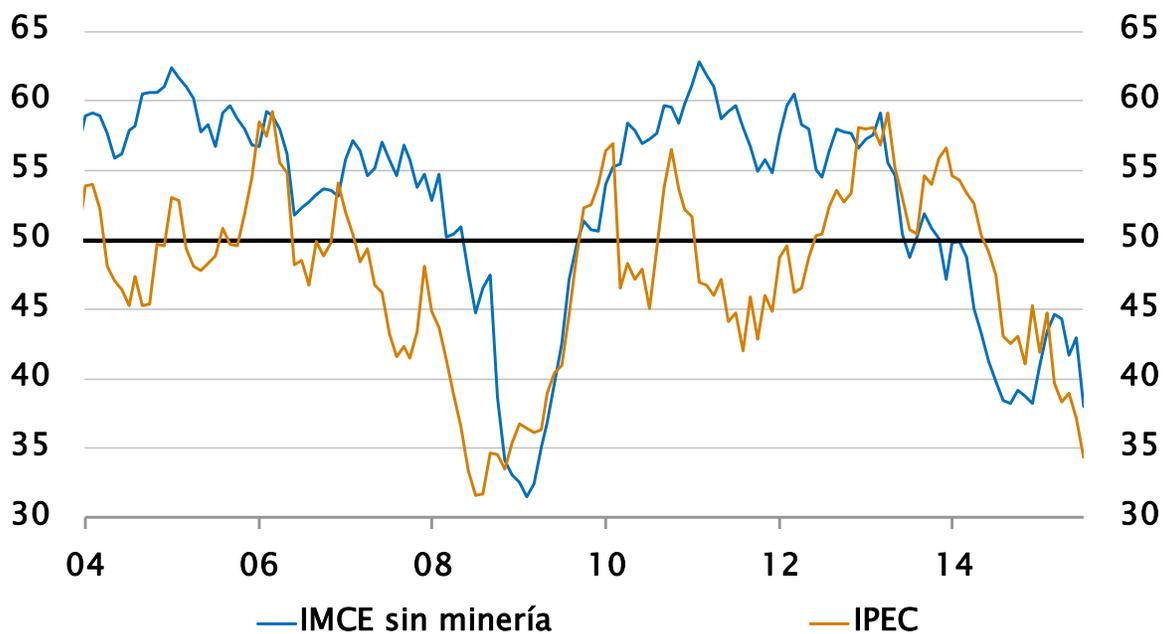
Tabla 1
Escenario base internacional

	2014	2015 (f)			2016 (f)			2017 (f)
		IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Sep.15
		(variación anual, porcentaje)						
Mundo a PPC	3,4	3,5	3,4	3,2	3,8	3,7	3,5	3,5
Socios comerciales	3,4	3,4	3,3	3,1	3,8	3,7	3,4	3,4
Términos de intercambio	-1,4	1,4	1,3	-3,0	-0,2	-0,2	-1,0	-0,4
Estados Unidos	2,4	3,0	2,5	2,4	3,0	2,9	2,8	2,8
Eurozona	0,9	1,5	1,5	1,5	1,9	2,0	1,9	1,9
Japón	-0,1	1,1	1,0	1,0	1,5	1,4	1,4	0,5
China	7,4	7,0	6,9	6,7	6,7	6,5	6,4	6,1
Resto de Asia	3,9	4,2	4,2	3,7	4,6	4,5	4,0	4,2
América Latina (excl. Chile)	1,0	0,8	0,2	-0,1	2,1	1,8	1,0	1,4
		(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	311	275	280	255	285	290	245	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	93	51	57	49	58	63	50	55
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	99	58	63	54	65	70	55	60
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,2	0,6	0,5	0,4	1,9	1,3	1,2	2,2

(f) Proyección.

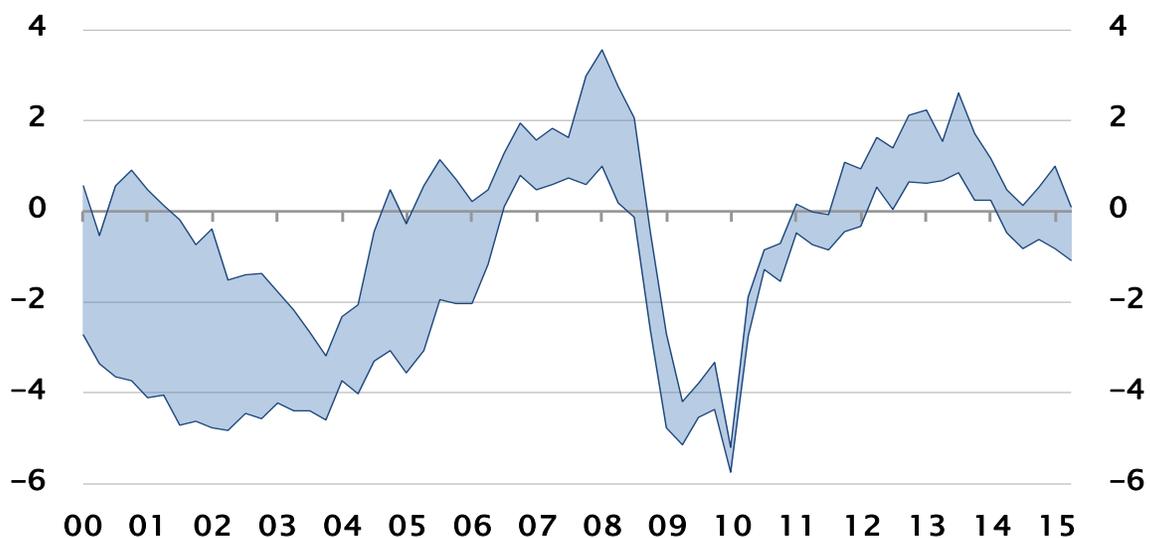
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8
Expectativas de las empresas y consumidores (*)
 (índice, pivote=50)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
 Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 9
Brecha de actividad inferida por distintos métodos (*)
 (PIB efectivo menos PIB potencial para los sectores resto, porcentaje)



(*) El área representa la brecha de actividad máxima y mínima obtenidas de los métodos de estimación que se presentan en el Recuadro V.2, IPoM septiembre 2015.
 Fuente: Albagli et al. 2015. Producto Potencial Relevante para la Inflación. Mimeo Banco Central de Chile.

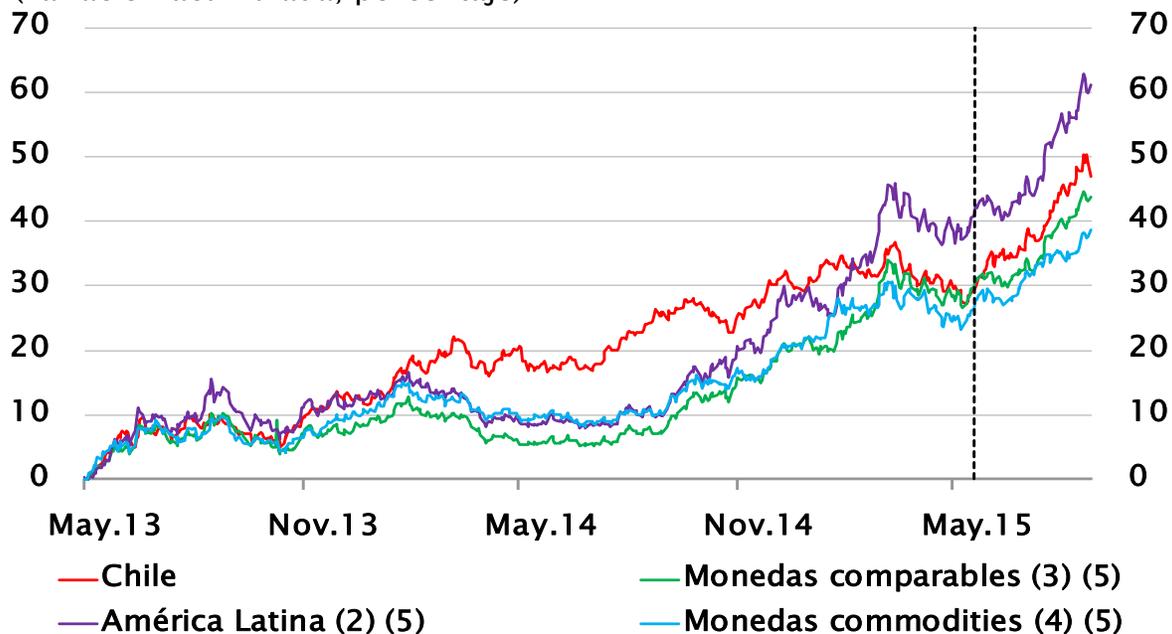
Tabla 2
Escenario interno
 (variación anual, porcentaje)

	2013	2014	2015 (f)			2016 (f)
			IPoM Mar.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Sep.15
PIB	4,2	1,9	2,5-3,5	2,25-3,25	2,0-2,5	2,5-3,5
Demanda interna	3,7	-0,6	2,5	2,6	2,0	3,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,5	2,2	2,2	1,4	3,0
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,1	1,2	0,7	-1,2	1,9
Consumo total	5,5	2,5	2,5	2,7	2,1	3,3
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	0,7	3,4	1,3	-1,7	1,2
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-7,0	2,4	1,1	-2,3	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	-0,3	-0,4	-0,7	-1,5
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	21,5	21,0	20,8	20,0

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

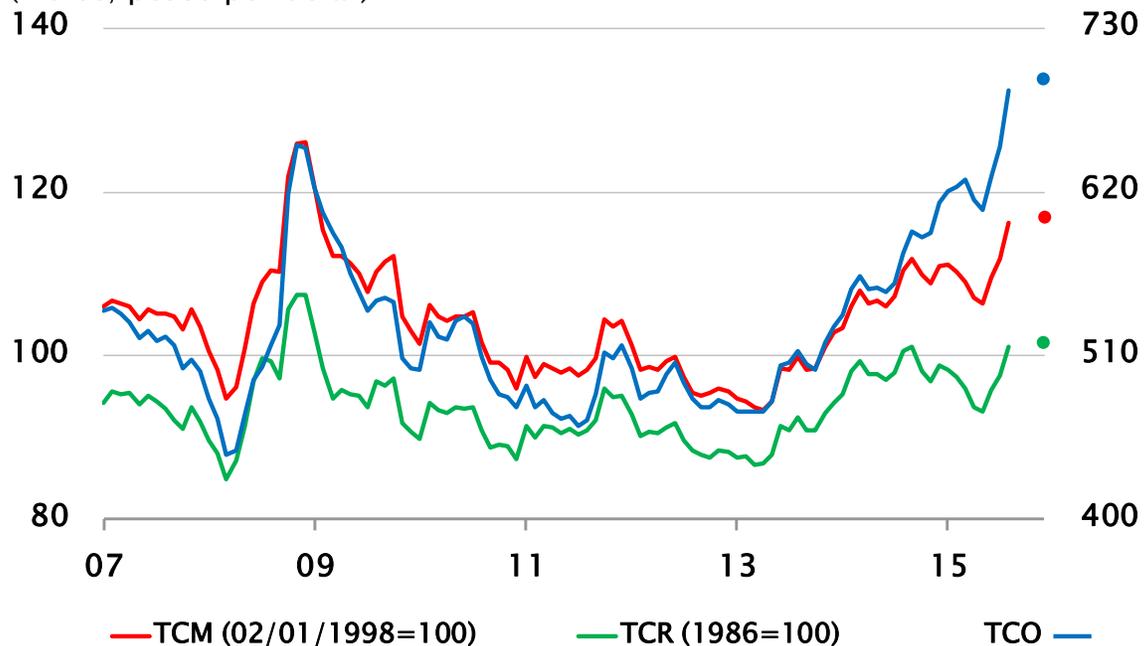
Gráfico 10
Tipo de cambio nominal (1)
 (variación acumulada, porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2015. (2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (4) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (5) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2015.

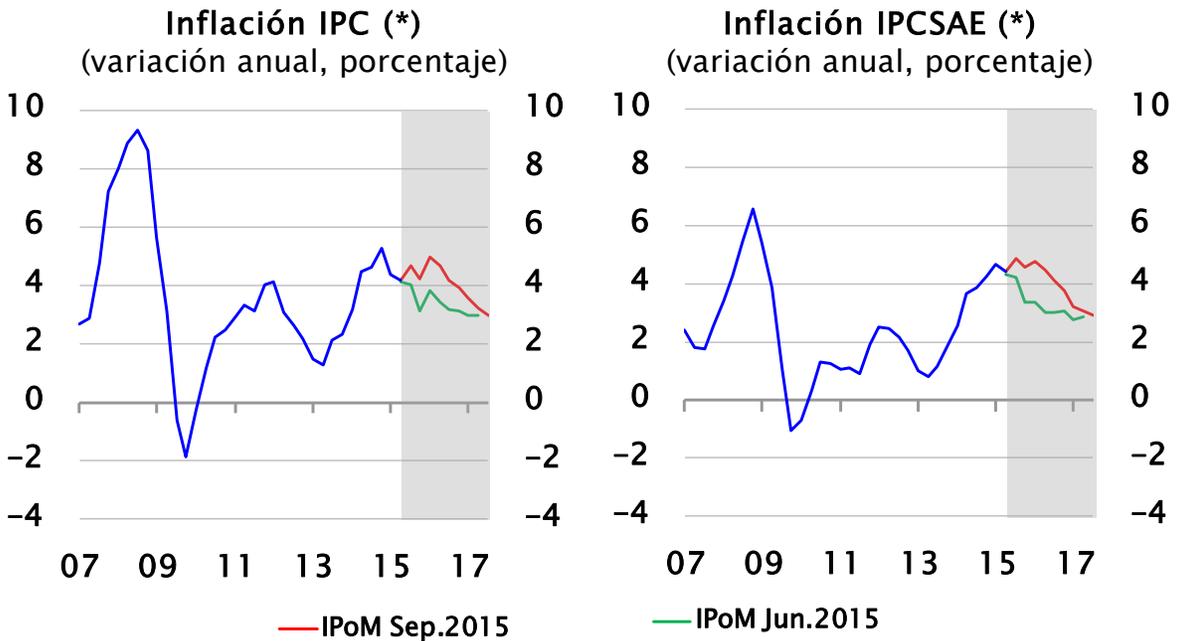
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 11
Tipo de cambio (*)
 (índice; pesos por dólar)
 140



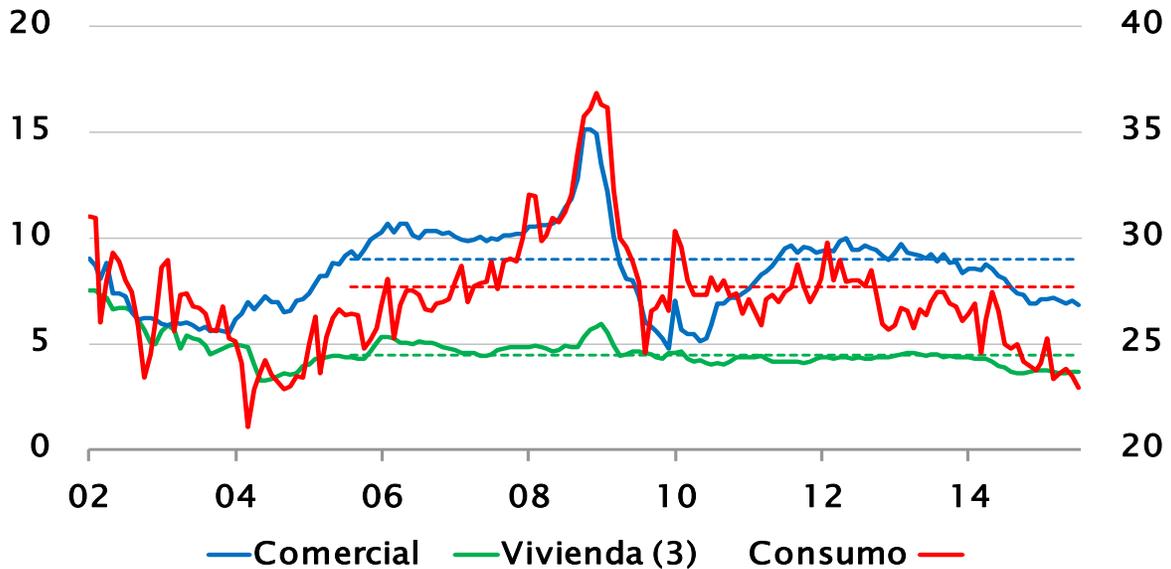
(*) Los puntos representan los valores spot al 01 de septiembre.
 Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12



(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2015, corresponde a la proyección.
 Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

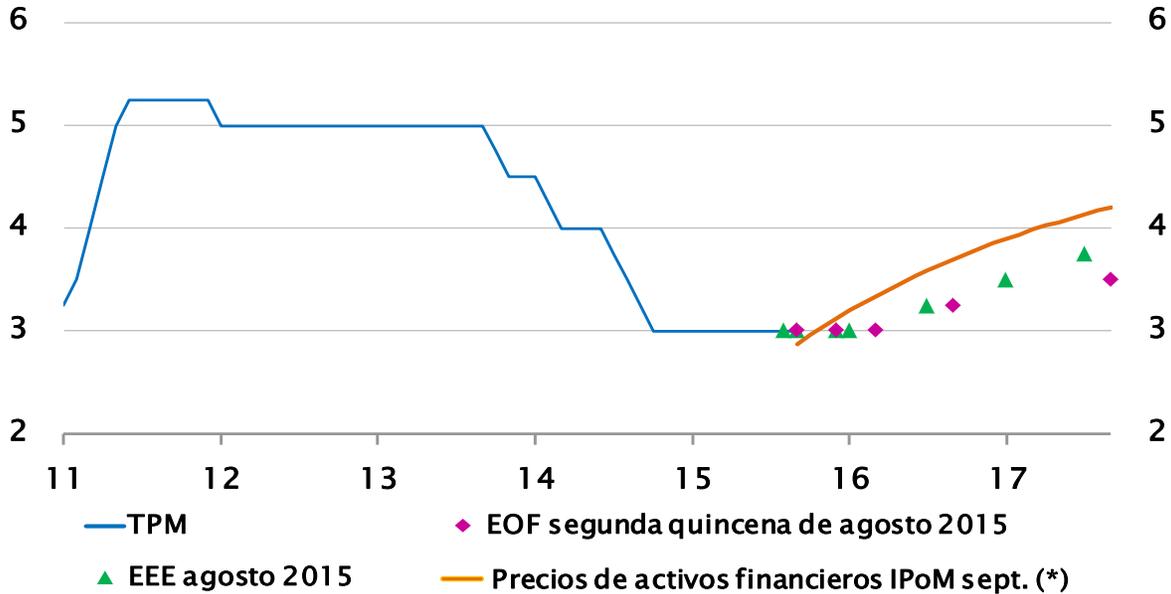
Gráfico 13
Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)
(porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.
(2) Las líneas punteadas corresponden al promedio de los últimos diez años de cada serie.
(3) Las tasas de interés de las colocaciones para la vivienda están en UF.

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

Gráfico 14
TPM y expectativas
(porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años. Considera valores al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.