



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

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
7 de septiembre de 2016

*El *Informe de Política Monetaria* de septiembre de 2016 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente del Senado, senador Ricardo Lagos Weber, 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.

Tras más de dos años en valores por sobre el rango de tolerancia, en julio la inflación anual del IPC descendió a 4 por ciento. El escenario base que les presentaré en unos momentos, al igual que las expectativas privadas, contemplan que seguirá acercándose a 3 por ciento en los próximos meses, para cerrar el año en 3,5 por ciento.

El largo tiempo que la inflación ha permanecido elevada ha sido consecuencia de una significativa depreciación del peso, determinada por el necesario reacomodo de una economía que se ha enfrentado al fin del súper ciclo de los precios de las materias primas, al término de un ciclo de inversión minera extraordinariamente pronunciado y a un menor dinamismo interno que ha ido de la mano de una baja en la capacidad de crecimiento de largo plazo del país.

El Banco Central ha contribuido en esta transición con una política monetaria más expansiva, que ha suavizado el ciclo y apoyado la depreciación del peso, en un contexto de un esquema de tipo de cambio flexible. Aunque dicha depreciación ha elevado transitoriamente la inflación, ha ayudado a la necesaria reasignación de recursos entre sectores. Todo esto, en un contexto en que las expectativas de inflación, y la credibilidad de la política monetaria, se han mantenido intactas.

Como les mencioné, el escenario base de este IPoM prevé que la inflación seguirá disminuyendo, para converger a 3 por ciento algo antes de lo previsto en junio. Esto considera que, en el corto plazo, el tipo de cambio se mantendrá en torno a los niveles observados al cierre estadístico de este IPoM. Sin embargo, es evidente que ello está sujeto a grados relevantes de incertidumbre, por lo que los riesgos persisten.

En el IPoM pasado una de las preocupaciones en el frente externo era el llamado Brexit. Sin embargo, y al contrario de lo esperado, su aprobación hizo aumentar la percepción de los mercados de que las políticas monetarias en el mundo desarrollado se mantendrían altamente expansivas por más tiempo, lo que ha llevado a que las condiciones financieras globales, y para el mundo emergente en particular, sean más favorables que lo previsto en la primera mitad del año. Aunque en las últimas semanas esto se ha revertido parcialmente, el ánimo de los mercados es mejor al previsto, incluso considerando que se espera que en los próximos meses la Reserva Federal vuelva a aumentar su tasa de política monetaria.

La inflación de servicios —típicamente asociada a los no transables— no muestra cambios mayores y se espera que continúe con su gradual proceso de desaceleración. Los datos de

actividad y demanda del segundo trimestre tampoco mostraron mayores novedades y las proyecciones para este año y el próximo, que les detallaré más adelante, solo cambian marginalmente.

En este contexto, hemos mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,5 por ciento durante los últimos meses. Al mismo tiempo, hemos cambiado el sesgo de nuestra política monetaria, indicando que, de darse el escenario base, durante el horizonte de proyección no será necesario concretar los aumentos que habíamos previsto hasta el IPoM anterior.

En cuanto al frente interno, como también lo fue en el IPoM de junio, la principal preocupación dice relación con el bajo crecimiento que sigue experimentando la economía chilena. Para este año, esperamos un crecimiento entre 1,5 y 2 por ciento y para el próximo entre 1,75 y 2,75 por ciento. De darse este escenario la economía completará cuatro años de crecimiento promedio anual en torno a 2 por ciento. Ciertamente, esto no es satisfactorio. Es algo de lo cual no solo debemos preocuparnos, sino que debemos asumir como prioridad.

Es importante destacar que aunque en el escenario base no esperamos deterioros adicionales del panorama externo, tampoco esperamos un repunte significativo de la actividad y la demanda. Ello, de alguna forma, hace cada vez más prioritario que como país profundicemos nuestro análisis sobre aquellos elementos internos que podrían estar frenando nuestro crecimiento.

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

Escenario macroeconómico

Como señalé en un comienzo, en julio la inflación anual volvió al rango de tolerancia. El comportamiento del tipo de cambio ha sido un factor clave en este proceso, pues ha permitido dejar atrás los efectos alcistas de la fuerte depreciación del peso entre 2013 y 2015. Considerando el promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el dólar se ubicaba algo por debajo de 670 pesos, equivalente a una apreciación nominal del peso del orden de 4 por ciento respecto del cierre del IPoM previo (gráfico 1).

La evolución del tipo de cambio ha tenido efectos notorios en el componente de bienes de la inflación subyacente —el IPCSAE o IPC sin alimentos y energía—. Su variación anual pasó desde tasas del orden de 5 por ciento a comienzos de año, a 3,7 por ciento en su última medición. La inflación del componente de servicios del IPCSAE ha tenido una corrección menos pronunciada, pasando, en igual lapso, desde 5 a 4,5 por ciento anual, en línea con su indexación a la inflación pasada y holguras de capacidad que no se han ampliado significativamente. Con ello, el IPCSAE total ha ido reduciendo su tasa de expansión anual, acorde con lo esperado. Los elementos más volátiles de la canasta mostraron movimientos dispares en los últimos tres meses: mientras la inflación anual de alimentos subió, la de energía cayó (gráfico 2).

El escenario base de este IPoM considera que la inflación anual del IPC seguirá acercándose a 3 por ciento en los próximos meses, cerrando 2016 en 3,5 por ciento. El

IPCSAE tendrá un descenso hacia 3 por ciento más rápido que el IPC total, y ya a comienzos de 2017 estará bajo este valor (gráfico 3). Este escenario contempla una convergencia de la inflación a la meta algo más pronta que la prevista en junio, que en parte depende de que el tipo de cambio, en el corto plazo, muestre una relativa estabilidad. Como se mencionó, ello está sujeto a grados relevantes de incertidumbre, como lo ilustran las fluctuaciones que ha tenido la paridad a lo largo de los últimos meses. Como supuesto de trabajo, las proyecciones consideran que el tipo de cambio real (TCR) fluctuará en torno a sus niveles actuales a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la evaluación de que hoy no se encuentra lejos de lo predicho por sus fundamentos de largo plazo (gráfico 4).

En el plano internacional, pese a la reversión de las últimas semanas, las condiciones financieras externas para las economías emergentes son mejores que las previstas en los escenarios base de los últimos IPoM (gráfico 5). Esta mejora ha ido de la mano de una percepción en los mercados de mayor persistencia de la expansividad de la política monetaria en el mundo desarrollado. En este ámbito, los cambios en las expectativas sobre la conducción de la política monetaria de la Fed han tenido especial importancia tanto por su influencia en los mercados financieros como por la incertidumbre que la rodea (gráfico 6). Los mercados asumen una normalización de la política monetaria más gradual que la indicada por la Fed. En todo caso, hay diferentes apreciaciones respecto de cómo ésta resolverá las tensiones entre la dinámica del sector real, la inflación y las condiciones cambiarias en esa economía. En Japón, el Reino Unido y Europa, las expectativas de mercado indican una continuación o incremento de la expansividad de sus políticas, considerando su débil crecimiento y perspectivas inflacionarias por debajo de los objetivos de sus bancos centrales.

En este contexto, la proporción de activos de renta fija, incluso de largo plazo, con tasas negativas ha aumentado considerablemente en el mundo. Este es un hecho destacable, pues hasta unos pocos años atrás era un escenario inimaginable. Así, el mayor apetito por riesgo y la búsqueda de retorno ha empujado al alza el precio de los activos riesgosos, reduciendo los premios soberanos y apreciando las monedas respecto del dólar (gráfico 7). En todo caso, la intensidad con que este cambio en las condiciones financieras impactará la actividad o el precio de las materias primas no es del todo evidente. En el escenario base, las proyecciones de actividad mundial no cambian significativamente. Para el bienio 2016-2017 se prevé que la economía mundial crecerá 3,2 por ciento en promedio y los socios comerciales de Chile lo harán en 3,0 por ciento, ambas cifras muy parecidas a las de junio. Los términos de intercambio tendrán un menor deterioro a lo largo del horizonte de proyección, aunque las trayectorias previstas para el precio del cobre y del petróleo son similares a las de junio, situándolos a 2018, en 2,3 dólares el cobre y en torno a 55 dólares el petróleo (tabla 1).

Internamente, los datos de actividad y demanda del segundo trimestre confirmaron un acotado crecimiento de la economía. El PIB tuvo un aumento anual menor que el del primer trimestre, pero con una configuración en que los sectores de recursos naturales —en particular la minería— tuvieron un desempeño menos favorable y el PIB resto no mostró mayores cambios. En la demanda, el consumo total siguió creciendo a tasas anuales del orden de 2,5 por ciento, mientras que la inversión mostró una expansión positiva, ayudada

por factores puntuales asociados a la internación de maquinaria y equipos. Al contrario, durante el segundo trimestre la inversión en construcción y otras obras tuvo un deterioro más marcado que lo previsto, al tiempo que el sector inmobiliario continuó mostrando debilidad (gráfico 8).

En este contexto, el escenario base de este IPoM contempla que el PIB aumentará entre 1,5 y 2,0 por ciento este año. Esto, considerando que la información revisada del primer semestre no muestra mayores novedades respecto de lo que proyectamos en junio. Para 2017, se considera un rango para el PIB de entre 1,75 y 2,75 por ciento, menor que lo esperado en junio. La demanda interna, descontadas las existencias, mantendrá una recuperación modesta en 2017: 2,1 por ciento anual, luego de crecer 1,5 por ciento en 2016. En todo caso, el aumento previsto para este año es mayor al considerado en junio, pues se estima una menor caída de la formación bruta de capital fijo, en particular por el comportamiento que tuvo el ítem de maquinaria y equipos en el segundo trimestre. De todos modos, ello se compensa parcialmente por la caída anual esperada en construcción y otras obras, donde resalta la debilidad del sector inmobiliario.

Para 2017, la proyección del crecimiento de la formación bruta de capital fijo se mantendrá en cerca de 1 por ciento anual, y seguirá afectada por la baja de la inversión minera y compensada por el crecimiento de la inversión en el resto de los sectores. Como porcentaje del PIB, la formación bruta de capital fijo real y nominal continuarán siendo inferiores a sus valores de 2015. La real promediará 22,7 por ciento del PIB en el bienio 2016-2017, y la nominal promediará 21,9 por ciento en igual período. En cuanto al consumo, los cambios son menores, y sigue considerándose que crecerá en torno a 2,5 por ciento anual en 2016 y 2017, similar a su expansión en 2015 (tabla 2).

Como supuesto de trabajo, las proyecciones consideran que la trayectoria del gasto público será coherente con la regla fiscal y con los anuncios del Gobierno de seguir una senda de consolidación presupuestaria. También toman en cuenta que los determinantes del gasto interno no han tenido grandes cambios en los últimos meses. Las importaciones de bienes, descontado algunos factores puntuales, muestran un crecimiento acotado y la confianza de consumidores y empresas se ha sostenido en niveles bajos desde una perspectiva histórica. El mercado laboral exhibe un ajuste gradual, lo que se espera continúe en el escenario base (gráfico 9).

Es importante notar que estas proyecciones consideran que las bajas cifras de inversión efectiva y esperada han reducido el crecimiento tendencial y potencial de la economía. Se debe recordar que por crecimiento tendencial entendemos el crecimiento posible de alcanzar en el mediano plazo. El crecimiento potencial, por otra parte, difiere del tendencial en cuanto puede ser afectado por *shocks* transitorios a la productividad y limitaciones temporales al uso de factores que alteran la capacidad productiva de corto plazo, pero no la de largo plazo. Por ello es que nuestras estimaciones de crecimiento del PIB tendencial son algo mayores que las del crecimiento del PIB potencial.

Los resultados de nuestras últimas estimaciones muestran que, por un lado, el crecimiento tendencial se ubica en 3,2 por ciento, tres décimas menos que lo estimado hace un año. Por otro, para los años 2016 y 2017 estimamos que el crecimiento potencial se ubicará entre 2,5

y 3 por ciento, lo que se compara con valores entre 3 y 3,5 por ciento estimados hace un año para el mismo período. Además, los datos sugieren que la convergencia del crecimiento potencial hacia el tendencial tardará más que lo previsto. De todos modos, la evaluación sobre el nivel actual de la brecha de actividad no es muy distinta que la anticipada hace un año. Esto, porque, si bien desde entonces la proyección de crecimiento del PIB para 2016 se ha corregido a la baja en algo más de un punto porcentual, al mismo tiempo se redujo la estimación de crecimiento potencial y, además, el crecimiento de 2015 se corrigió al alza (gráfico 10).

En los últimos meses, las condiciones financieras desde el punto de vista del costo de crédito se han mantenido favorables. Las tasas cobradas en las colocaciones comerciales, de consumo e hipotecarias están en torno a los mínimos históricos. Al mismo tiempo, el crecimiento del stock de colocaciones de consumo y comerciales se ha recuperado respecto de los niveles que mostraban hace un año. Lo contrario ocurre con las colocaciones hipotecarias, que muestran un crecimiento menor al de comienzos de año. Este ambiente de bajo costo del crédito se da en un contexto en que las tasas de largo plazo también son bajas. Esto último, es la respuesta tanto a la expansividad de la política monetaria en Chile y el mundo como a condiciones más estructurales (gráfico 11). En todo caso, información cualitativa, como la Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre y el Informe de Percepciones de Negocios de agosto, muestra que se percibe una demanda por crédito más débil. Según quienes reportan en estas fuentes, ello se debe a la falta de proyectos de inversión y los temores a la estabilidad laboral.

Respecto de la política monetaria, de consolidarse el escenario macroeconómico que se ha conformado en los últimos meses, con condiciones financieras externas que, aunque volátiles, son más favorables que lo previsto en junio, donde las holguras de capacidad son acotadas y con un retorno algo más pronto de la inflación a la meta, no se advierte la necesidad de nuevos incrementos de la TPM en el horizonte de política. En concordancia con ello, se considera como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante el horizonte de proyección. Como siempre, la implementación de la política monetaria y eventuales ajustes en la TPM serán contingentes a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación.

Aquí, sin embargo, quisiera hacer una reflexión sobre la conducción de la política monetaria. Hemos tenido en los últimos dos años y medio inflaciones por sobre el rango de tolerancia del instituto emisor. La razón básica, como lo hemos dicho en innumerables ocasiones, ha sido el aumento del tipo de cambio, aumento que era necesario dadas las nuevas condiciones que enfrenta la economía chilena. Como se trataba de un *shock* por una sola vez y, y por ende con efectos transitorios sobre la inflación, no era óptimo hacer una política más contractiva.

En lo más reciente, el tipo de cambio ha roto la tendencia al alza que mostró por varios trimestres. De hecho ha bajado si se le compara con sus niveles de comienzos de año. En forma simétrica a lo que hicimos previamente, si por este factor la inflación cayera transitoriamente bajo nuestra meta, no correspondería una política monetaria más expansiva. Esto, a menos que luego de un tiempo se perciban efectos de segunda vuelta que pusieran en peligro el retorno de la inflación a 3 por ciento en un plazo de dos años.

Quiero recalcar que cambios en la instancia de política, en una u otra dirección, solo se justifican si hay cambios en las proyecciones de inflación a mediano plazo que la alejen de la meta de 3 por ciento. Esto, por cierto, está determinado a su vez por cambios en factores fundamentales que determinan esta variable.

Permítanme ahora dar cuenta de los principales riesgos que vemos respecto del escenario base de proyección que acabo de presentar.

En el plano externo, uno de los principales riesgos es la reversión de las mejores condiciones financieras internacionales. Como ya indiqué, la trayectoria que tome la Fed para ajustar su tasa de interés es crítica. La probabilidad de un alza de la tasa de fondos federales en lo que queda de este año es alta, pero las expectativas de mercado muestran que los ajustes posteriores serán muy graduales. Un comportamiento más agresivo de la Fed podría provocar un aumento significativo de la volatilidad a nivel global, afectando el precio de los activos, los flujos de capitales y el valor de las monedas. La votación sobre el Brexit concretó uno de los riesgos planteados en junio, pero, hasta ahora, sus efectos parecen acotados. No obstante, es un tema en desarrollo por lo que mayores repercusiones de mediano plazo en el crecimiento del Reino Unido y de Europa no son descartables. Se suma a esto las dudas sobre la salud de parte de la banca europea, en particular en Italia y Portugal. También están pendientes varios procesos electorales en el mundo, cuyos resultados podrían provocar un viraje hacia políticas más proteccionistas.

En el mundo emergente, el panorama general de riesgos ha tendido a moderarse en los últimos meses. En línea con ello, la preocupación por China ha disminuido, a lo que se ha sumado que las políticas de impulso han estabilizado su tasa de crecimiento. Sin embargo, siguen existiendo riesgos relevantes, entre otros factores, porque aún hay dudas sobre la sostenibilidad en el tiempo de estas medidas, así como respecto de su sistema financiero y su sector inmobiliario. Además, un escenario en que la política monetaria de la Fed sea más agresiva, puede tener implicancias negativas importantes para China. En América Latina, más allá de mejores perspectivas en lo más reciente, siguen siendo necesarios ajustes en el gasto público y privado.

Internamente, los riesgos para la inflación en el corto plazo siguen ligados a la evolución del tipo de cambio y, por lo tanto, a los riesgos del plano externo. De todos modos, las expectativas de inflación a dos años plazo han seguido en torno a 3 por ciento. Por el lado de la actividad, las mejores condiciones financieras externas podrían tener un impacto en el crecimiento mayor que el previsto. A su vez, las expectativas empresariales y de consumidores siguen en niveles pesimistas, lo que podría retrasar la recuperación del consumo y la inversión, provocando un mayor deterioro del mercado laboral.

Evalrados estos riesgos, estimamos que el balance de riesgos para la inflación y la actividad está equilibrado.

En suma, la inflación ha descendido en línea con lo previsto, y nuestras proyecciones muestran que su convergencia a 3 por ciento será algo más rápida que la anticipada en junio. El panorama para la actividad y la demanda no muestra mayores cambios. El

escenario externo sigue presentando riesgos, más allá de que su evolución reciente ha sido más favorable que lo esperado.

Permítanme unas reflexiones finales.

Reflexiones finales

Quisiera terminar esta intervención con algunas reflexiones sobre la capacidad de las políticas monetaria y fiscal para lidiar con el ciclo económico. Creo que es pertinente hacerlo, pues, tras años de bajo crecimiento y en un contexto de crecientes demandas sociales, las presiones sobre ambas se han incrementado y la forma en que las enfrentemos será clave para el devenir de la economía y del país.

Creo que hay tres consideraciones importantes de tener en cuenta.

Una primera consideración es que es evidente que ni la política monetaria ni la fiscal pueden eliminar el ciclo económico, ni menos afectar el crecimiento tendencial de la economía. Sin embargo, sí están capacitadas para suavizar el ciclo y ayudar a un ajuste sano de la economía tanto a *shocks* internos como externos.

De todos modos, la capacidad para suavizar el ciclo es proporcional a la sostenibilidad de mediano plazo de estas políticas. La razón es muy simple: las decisiones económicas — pensemos por ejemplo en la inversión— dependen tanto de los efectos que dichas políticas tengan hoy como de los efectos que los diferentes agentes económicos esperan que tendrán en el futuro.

Así, aunque en un principio se estime que los efectos de cierta acción de política pueden ser muy potentes, si los agentes juzgan que dicha política no es coherente en el tiempo con los equilibrios macroeconómicos, su impacto será bajo y hasta podría llegar a ser contraproducente.

En el caso de la política fiscal, este problema ha sido encarado adecuadamente en nuestro país al instaurarse una regla que establece que el gasto debe ser coherente con la capacidad de la economía para generar ingresos en el mediano plazo. Esta es una regla de política que ha sido observada con atención e incluso imitada por otros países. Abandonarla no solo puede provocar problemas en el futuro, sino que puede reducir hoy el efecto macroeconómico del gasto fiscal.

Quiero dejar claro que no estoy abogando por la inflexibilidad total, ni por el apego mecánico a una regla, ya que en mi opinión hay ocasiones en que se debe ser flexible. De hecho, así ha sido el caso.

Mi preocupación apunta más bien a si ya hemos agotado esos grados de flexibilidad. Recordemos que hace poco más de un año se modificó el objetivo inicial de un balance estructural (o déficit cero). Adicionalmente, para adecuarse a las revisiones en el precio de largo plazo del cobre y en el PIB tendencial —ambos cambios que reducen la capacidad de

gasto— el Ministerio de Hacienda ha decidido recalcular la regla cada año con los parámetros nuevos, y desde ahí disminuir en 0,25 puntos porcentuales del PIB el déficit estructural.

Sin duda que esta es una manera de ajustarse gradualmente a los nuevos límites que la regla pone al gasto fiscal, pero evidentemente implica que, en un ciclo donde los parámetros claves se revisan a la baja, estaremos mayor tiempo gastando por sobre los ingresos de mediano plazo. La baja deuda neta del fisco, herencia de una política fiscal responsable, ha permitido hacer este ajuste gradual sin mayores sobresaltos. Sin embargo, los espacios son limitados y la deuda ha ido aumentando. En este contexto, me preocupa especialmente que la acumulación de compromisos termine tensionando las finanzas públicas.

En el caso de la política monetaria, el límite está en la credibilidad. Existe una meta explícita —la meta de inflación— y un mercado que está día a día emitiendo su juicio respecto de sí el manejo de la política monetaria es coherente o no con el logro de esa meta.

En la medida que el mercado siga confiando en la capacidad y, sobre todo, en el compromiso del Banco de llevar la inflación a 3 por ciento en el horizonte de dos años, una política monetaria más expansiva tendrá éxito. El día que eso no ocurra, pasará lo contrario.

Es por eso que somos majaderos en repetir nuestra preocupación por las expectativas de inflación, enfatizando que haremos lo que sea necesario para que esté en 3 por ciento en el horizonte de proyección. La buena noticia es que hemos sido exitosos: a pesar de la alta volatilidad de la inflación, producto principalmente de las grandes variaciones del tipo de cambio, las expectativas a dos años han permanecido en 3 por ciento. Esto nos anima a mantener la guardia en alto y a no descuidar lo logrado tratando de exigirle a la política monetaria más de lo que puede dar.

Una segunda consideración es que la experiencia sugiere que la primera línea de acción para enfrentar el ciclo es la política monetaria. Ello está detrás de la expansividad que ha tenido nuestra política en los últimos años, incluso a pesar de una inflación sobre la meta. Recordemos que la regla fiscal determina en lo grueso un gasto público acíclico, es decir, independiente del ciclo económico. Una razón para esto, es que la política fiscal habitualmente es más lenta en reaccionar y los cambios en las decisiones de gasto son mucho más difíciles de deshacer.

Por ello, la política monetaria es clave frente a fluctuaciones cíclicas de la economía. Y por eso hemos actuado como lo hemos hecho. Desde fines de 2013 hemos llevado adelante una política monetaria claramente expansiva, de hecho, de las más expansivas entre las economías emergentes. Las tasas reales de corto plazo han estado en terreno negativo o levemente sobre cero durante este tiempo, contribuyendo a que las tasas de mediano y largo plazo se ubiquen dentro de los niveles más bajos de la historia.

Esta política no solo ha ayudado a un ajuste más suave de la economía apoyando la demanda agregada, también, al dejar que el tipo de cambio se mueva libremente, ha colaborado al ajuste de los precios relativos —elemento clave para enfrentar estas coyunturas—. El contraste con otros episodios es evidente. Basta recordar los costos

asociados a la defensa del tipo de cambio a inicio de los ochenta y, en menor medida, durante la crisis asiática y sus réplicas a fines de los noventa.

Más allá de que este episodio ha llevado a una inflación por sobre el rango de tolerancia, lo clave desde el punto de vista de la política monetaria es que las expectativas de inflación siempre han estado ancladas a la meta. Y si en algún momento pareció que se podrían desviar, actuamos prontamente para que eso no sucediera. En esto, no tengo ninguna duda, ha sido clave la historia de decididas acciones del Banco Central de Chile que dan cuenta de su disposición de cumplir con su mandato constitucional de mantener inflaciones bajas y estables. Esa historia ha contribuido a construir una reputación sólida.

Una tercera consideración, especialmente importante, es que nunca debemos perder de vista que los beneficios de aumentar el crecimiento de mediano y largo plazo son muchísimo mayores que los de suavizar el ciclo.

Por eso es clave que como país pongamos especial énfasis en el crecimiento de mediano plazo. Debemos pensar con especial cuidado cómo lo afectan las distintas políticas que se adopten, y privilegiar aquellas que lo fortalecen. Sin crecimiento, simplemente, no hay recursos para profundizar las políticas sociales.

Como mencioné con motivo de la presentación del IPoM de junio, somos uno de los pocos países de la región que ha logrado llegar al borde del desarrollo. En el pasado, otros desperdiciaron dicha oportunidad. Aprovecharla solo depende de nosotros. Los ciclos de las materias primas y los vaivenes internacionales van y vienen. En el largo plazo los países son dueños de su propio destino y detrás de aquellos que se desarrollaron y le dieron un mejor nivel de vida a su población están las buenas políticas públicas que hicieron.

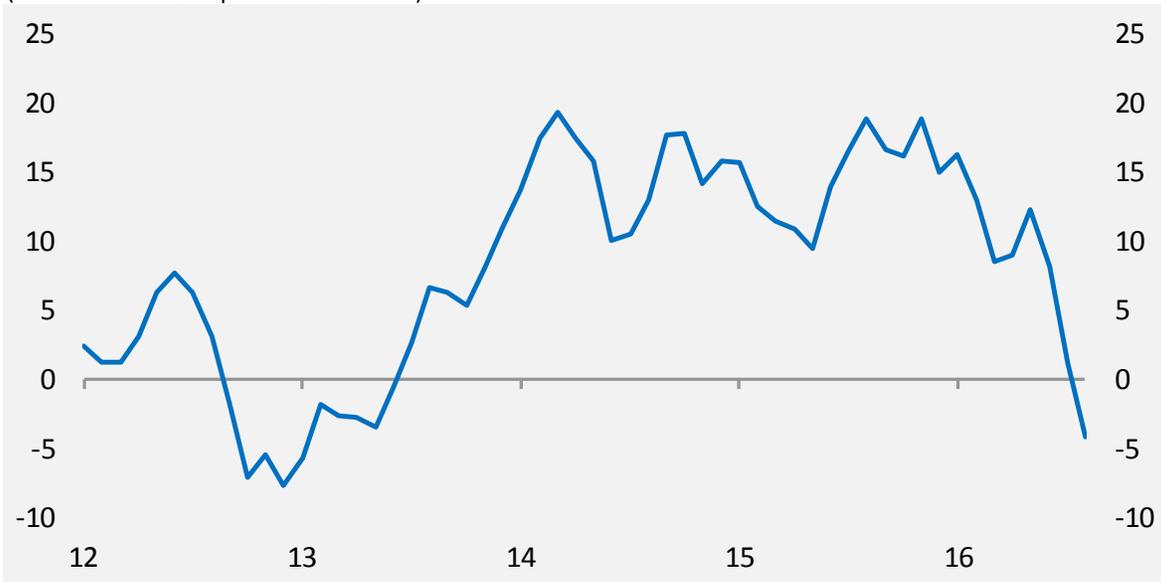
Senadoras y senadores: Estoy a pocos meses de concluir el período de cinco años que la Ley Orgánica Constitucional establece para los presidentes del Banco Central. Creo que, a pesar de que los últimos han sido años complejos, el trabajo conjunto del staff del Banco y de los miembros del Consejo ha contribuido a que hayamos cumplido con éxito nuestra misión. Les agradezco el apoyo que nos han brindado durante este período.

Muchas gracias.

Gráfico 1

Tipo de cambio nominal

(variación anual del promedio mensual)

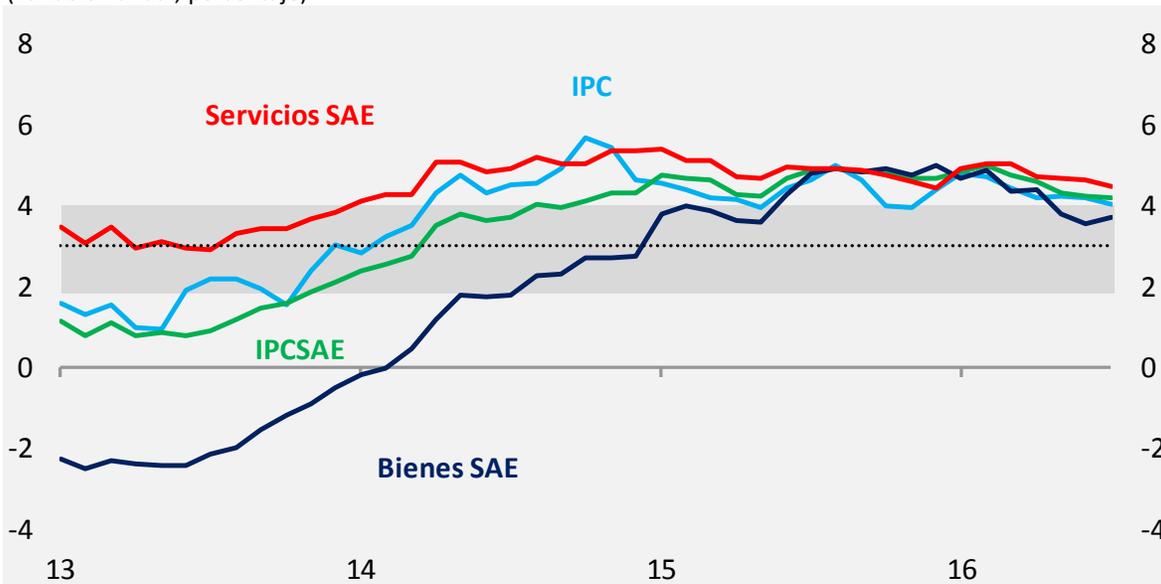


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2

Indicadores de inflación (*)

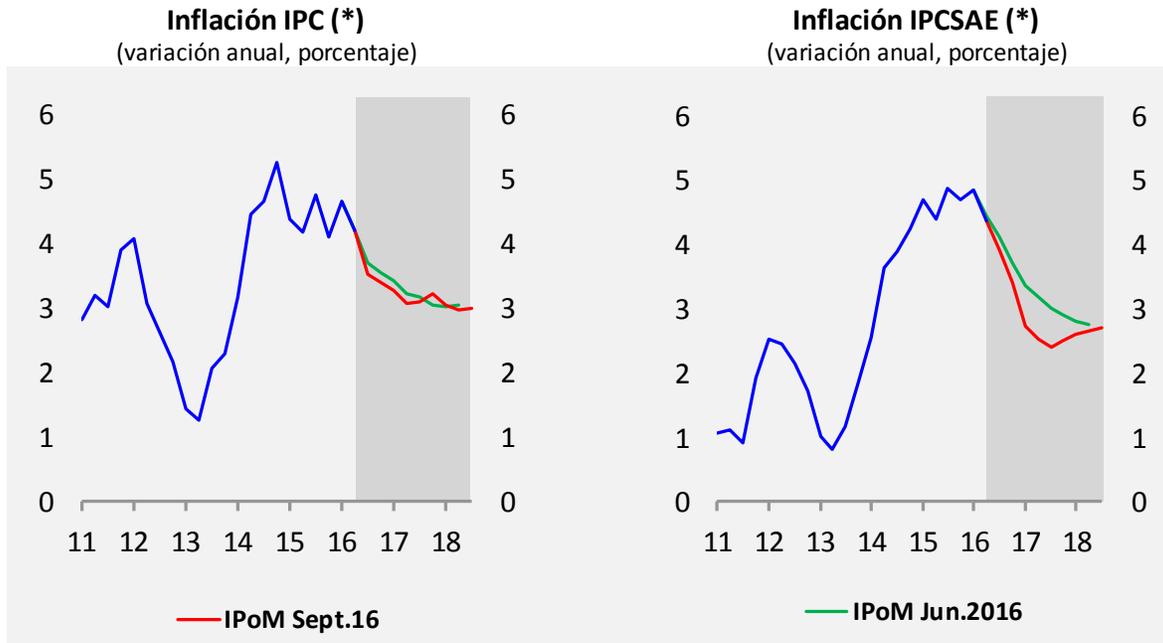
(variación anual, porcentaje)



(*) 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 3

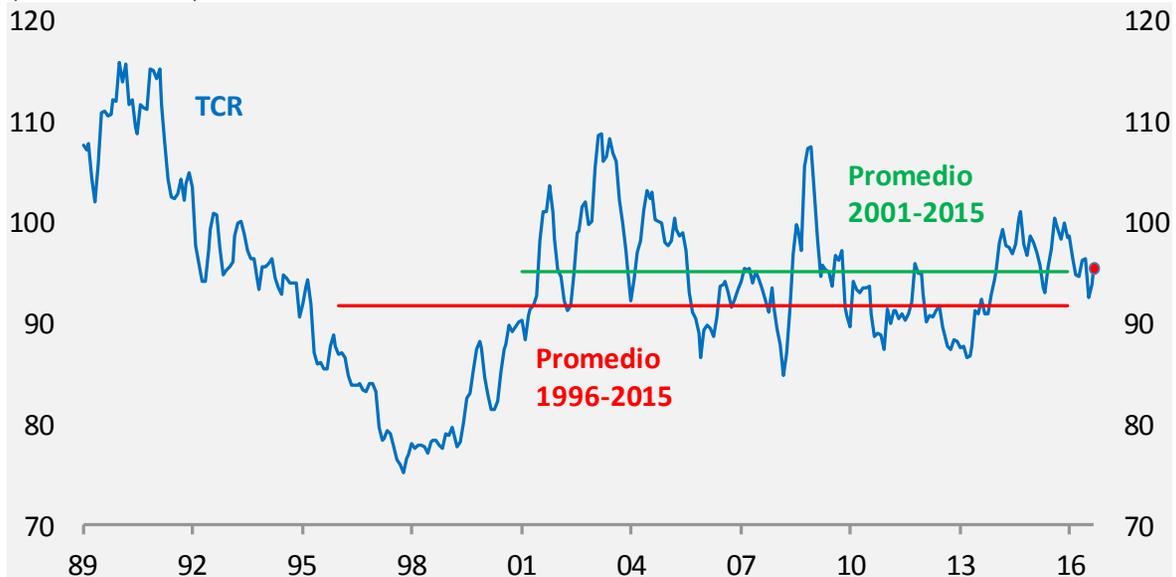


(*) El área gris corresponde a la proyección a partir del tercer trimestre del 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 4

Tipo de cambio real (*)

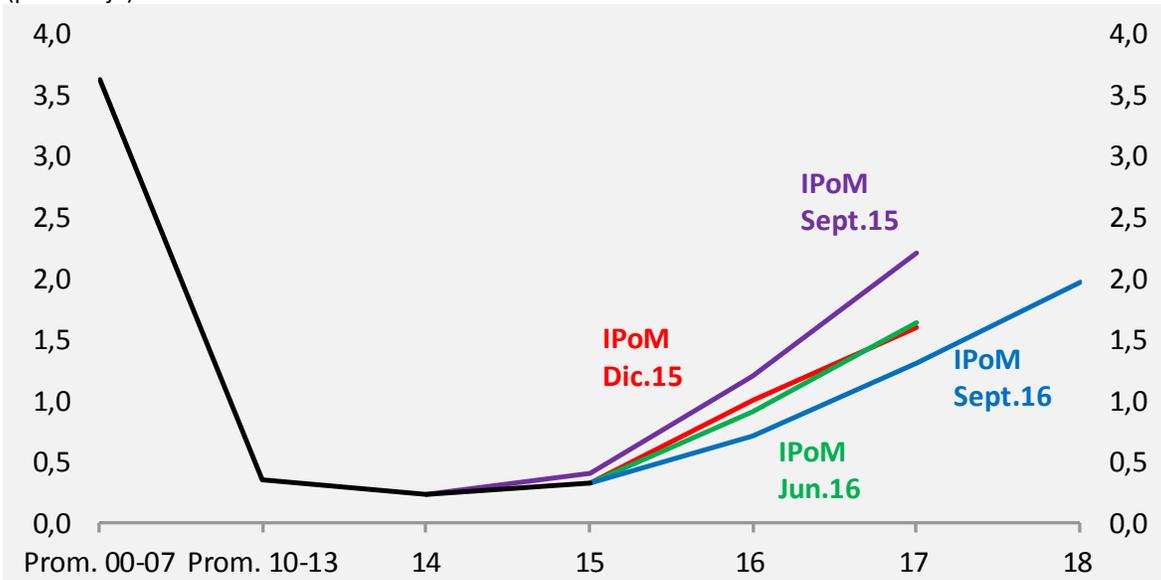
(índice 1986=100)



(*) Dato de agosto 2016 es estimación preliminar. Punto rojo corresponde al valor *spot* del día 05 de septiembre.

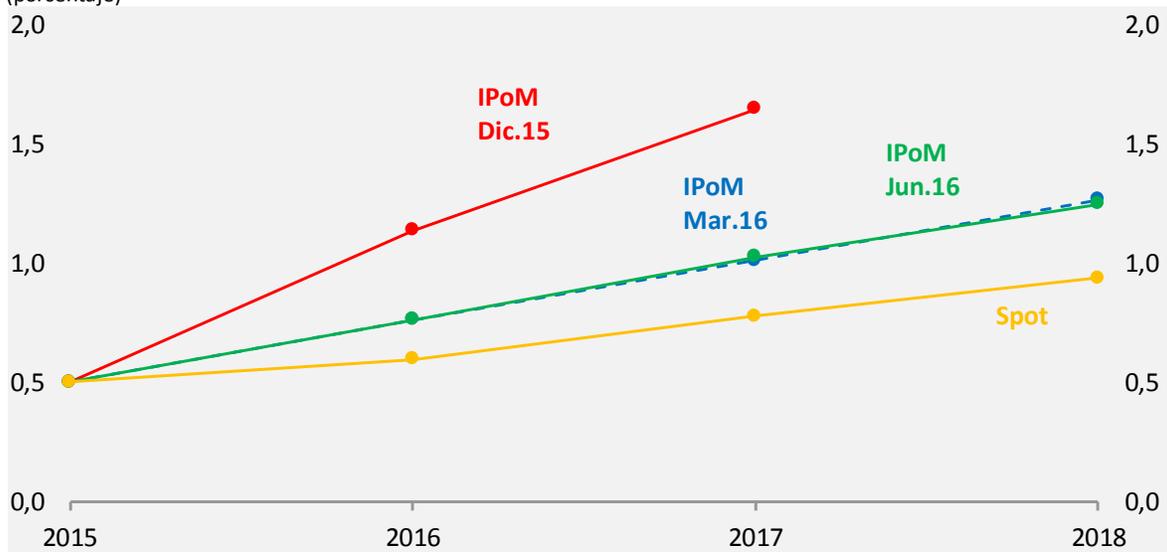
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5
Libor US\$ nominal a 90 días
 (porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 6
Expectativas de la tasa Fed Funds (*)
 (porcentaje)



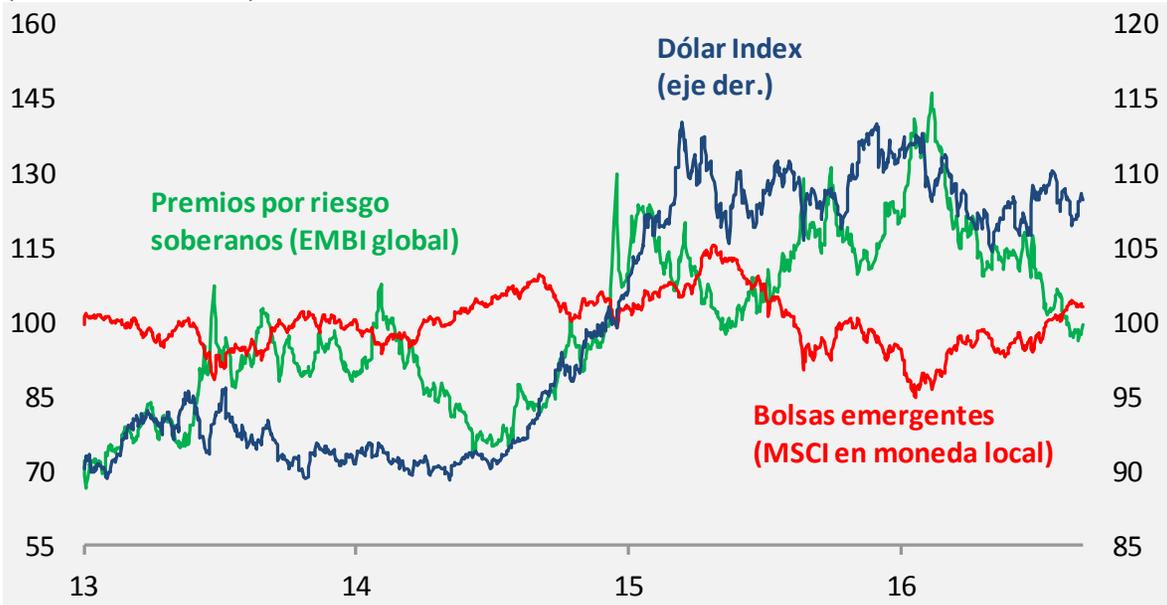
(*) Corresponde a las expectativas medidas por futuros de tasas de interés, al cierre estadístico de cada IPoM. Para el Spot es al seis de septiembre.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7

Mercados financieros emergentes y dólar index

(índice 2013-2015=100)



Fuente: Bloomberg.

Tabla 1

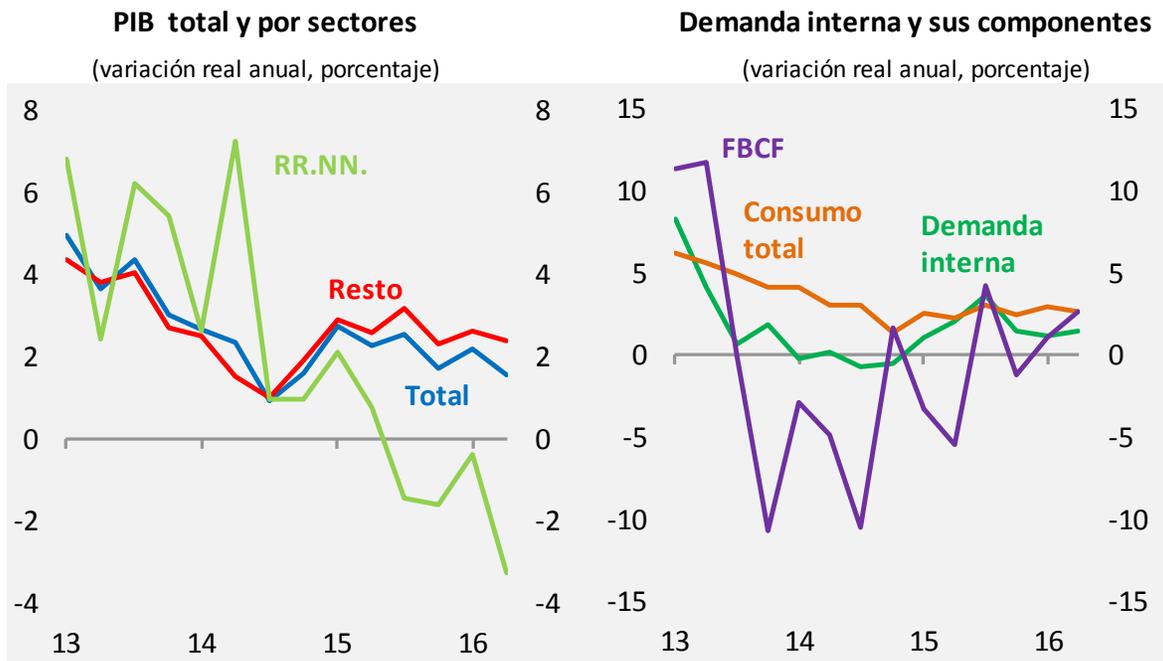
Escenario internacional

	2015	2016 (f)		2017 (f)		2018 (f)
		IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Sept.16
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	-4,5	-3,9	-1,7	0,1	-0,3	0,3
PIB socios comerciales	3,1	2,8	2,8	3,2	3,2	3,4
PIB mundial PPC	3,1	3,0	3,0	3,4	3,3	3,5
PIB mundial a TC de mercado	2,5	2,3	2,2	2,7	2,6	2,8
Estados Unidos	2,6	1,9	1,5	2,3	2,2	2,3
China	6,9	6,5	6,5	6,2	6,2	6,0
Eurozona	1,7	1,5	1,5	1,6	1,4	1,6
América Latina (excl. Chile)	-0,5	-1,0	-0,9	1,5	1,7	2,0
Precios externos (en US\$)	-9,8	-3,8	-2,2	0,6	1,6	1,7
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	249	215	215	225	225	230
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	49	45	43	51	52	54
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	52	45	45	52	53	55
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	467	401	395	420	448	464
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,9	0,7	1,6	1,3	2,0

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2

Escenario interno

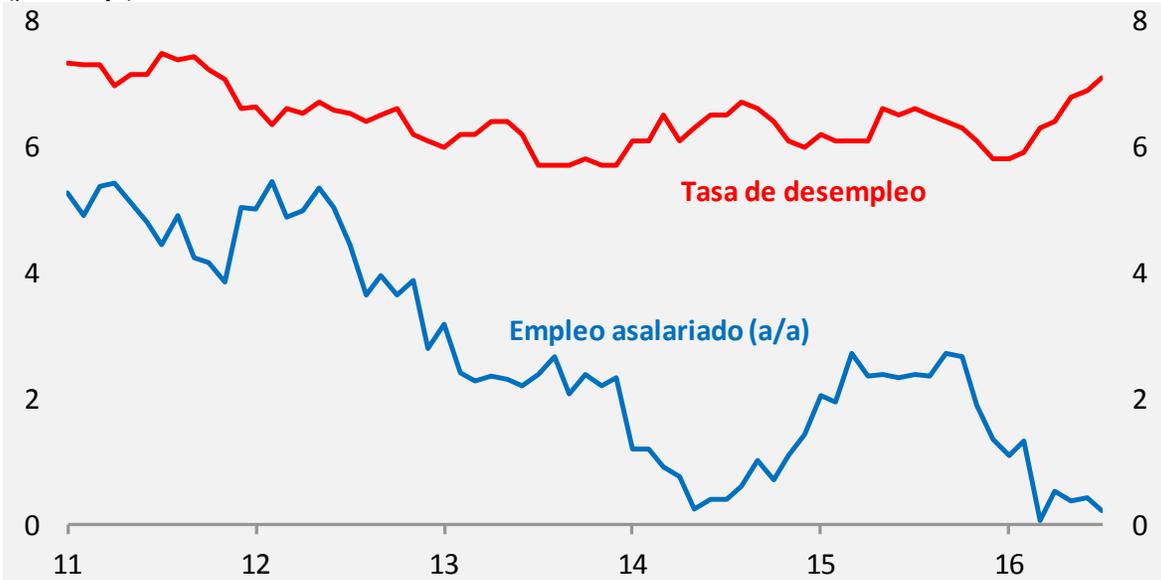
(variación anual, porcentaje)

	2015		2016 (f)		2017 (f)	
	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16	IPoM Jun.16	IPoM Sept.16
PIB	2,1	2,3	1,25-2,0	1,5-2,0	2,0-3,0	1,75-2,75
Demanda interna	1,8	2,0	1,0	1,0	2,4	2,4
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,3	1,6	1,1	1,5	2,1	2,1
Formación bruta de capital fijo	-1,5	-1,5	-2,4	-1,5	0,9	0,7
Consumo total	2,2	2,5	2,1	2,4	2,4	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,9	-1,9	1,3	1,2	2,1	2,2
Importaciones de bienes y servicios	-2,8	-2,8	-1,6	-1,6	2,2	2,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,1	-2,1	-2,2	-1,6	-2,1	-1,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,4	20,3	19,5	19,7	19,5	19,6
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	22,7	22,7	22,0	22,1	21,6	21,8

(f) Proyección.

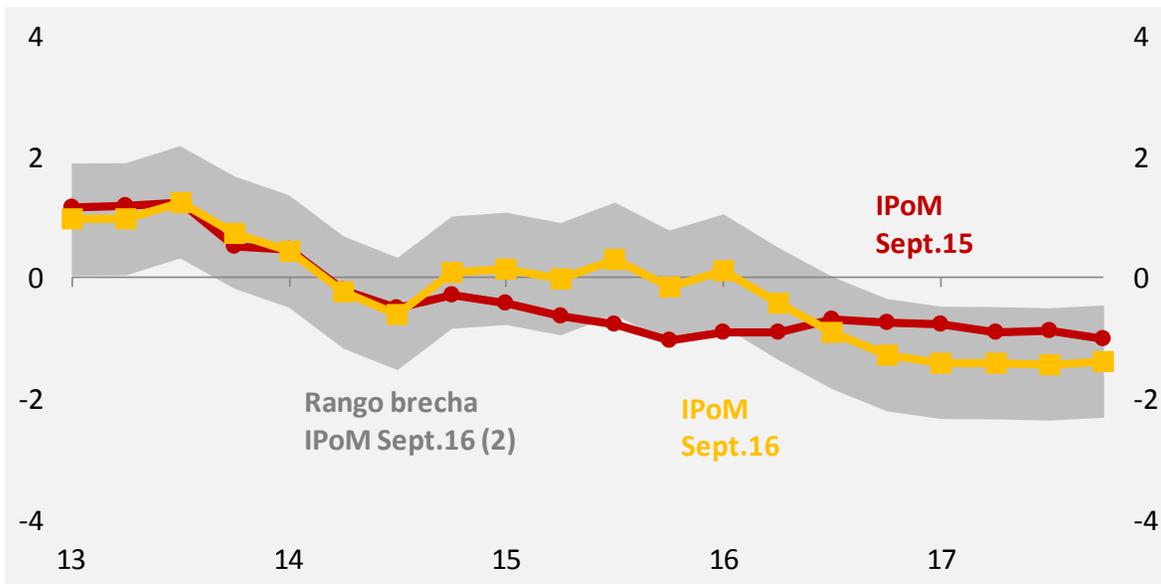
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9
Mercado laboral
 (porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 10
Brecha de actividad (1)
 (puntos porcentuales)

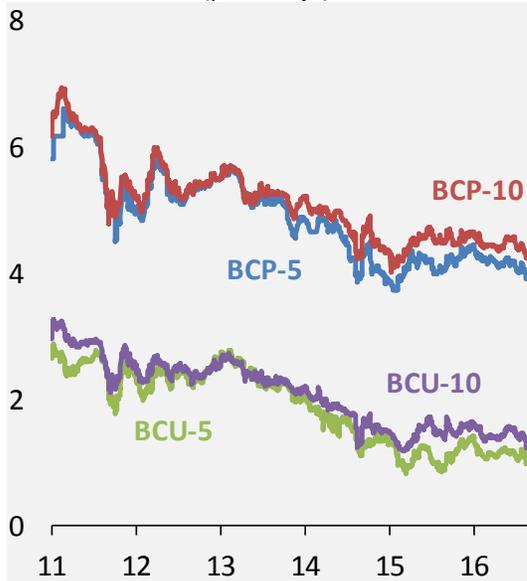


(1) Promedio de los resultados estimados por los modelos de proyección, con datos efectivos hasta el segundo trimestre del 2015 y 2016, respectivamente. (2) Rango considera una incertidumbre cercana a $\pm 1\%$ (Recuadro V.1, IPoM Marzo 2016).

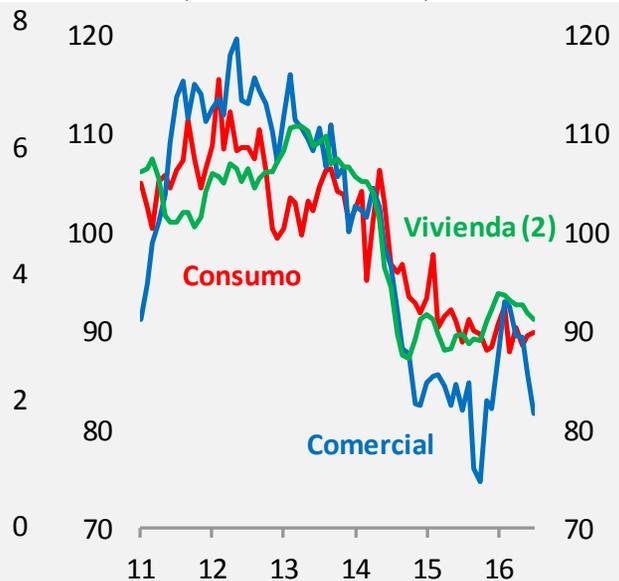
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11

Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (porcentaje)



Tasas de interés por tipo de colocación (1) (índice 2011-2016=100)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

(2) Corresponden a colocaciones en UF.

Fuentes: Banco Central de Chile y SBIF.