



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

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
3 de abril de 2017

*El *Informe de Política Monetaria* de marzo del 2017 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Carlos Montes. 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 marzo del 2017. Cabe hacer notar que este IPoM incorpora por primera vez proyecciones económicas para el 2018, como se verá a lo largo de esta presentación.

Me acompañan en esta oportunidad todos los integrantes del Consejo y los gerentes responsables por los temas más pertinentes a este Informe. Quisiera reconocer especialmente la presencia de nuestra nueva Consejera, Rosanna Costa, recientemente ratificada por este Senado, y de Solange Bernstein, quien hoy ha asumido sus nuevas funciones como Gerente de la División de Política Financiera del Banco.

En los últimos meses, la inflación anual del IPC ha seguido bajando en línea con lo anticipado en el IPoM de diciembre. La inflación de bienes sigue muy determinada por la evolución del tipo de cambio, al tiempo que la de servicios ha continuado su descenso paulatino, marcada por la indexación habitual y en concordancia con la evolución del ciclo económico.

Por su parte, a fines del año pasado y lo que conocemos de este, el PIB Resto mostró una debilidad mayor que la anticipada. Además los datos recientes sugieren que su velocidad de recuperación será algo menor que la esperada. Lo anterior, en conjunto con los eventos recientes que han mermado considerablemente la actividad minera, reducirá el crecimiento anual del PIB en el 2017.

No obstante, como lo muestran las proyecciones que les presentaré en unos momentos más, varios elementos ayudarán a que la economía retome un mayor ritmo de expansión en el horizonte de proyección. Dentro de ellos, destacan el que no se observan desbalances macroeconómicos relevantes, la disminución del impacto negativo del ajuste de la inversión minera, la mejora en las perspectivas externas y una política monetaria que seguirá siendo claramente expansiva. Con todo, las holguras de capacidad previstas para los próximos dos años serán algo mayores que las proyectadas en diciembre, atenuando las presiones inflacionarias de mediano plazo.

En este contexto, el Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base durante los primeros meses del año, adelantando los recortes respecto de lo previsto en diciembre. Asimismo, consideramos que, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, es será necesario incrementar algo más el impulso monetario, lo que se refleja en una trayectoria de TPM similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM.

Escenario macroeconómico

En febrero la variación anual del IPC llegó a 2,7 por ciento, con una inflación subyacente — IPCSAE— que se ubicó en 2,2 por ciento. La baja en esta última sigue liderada por su componente de bienes, cuyo incremento anual disminuyó a 0,4 por ciento en febrero, coherente con el comportamiento del tipo de cambio nominal, cuyo nivel hoy es menor al de un año atrás. La parte de servicios del IPCSAE mostró una variación anual de 3,4 por ciento en febrero, una caída bastante menos pronunciada que la de los bienes, en línea con su mayor inercia (gráfico 1). En relación con esto último, cabe hacer notar que una característica de la canasta de servicios del IPC es que tres cuartas partes de ellos tienen precios que son fijados administrativamente o cuya variación está ligada a otro indicador o a la misma inflación pasada, es decir son indexados. Este hecho, en la práctica eleva su inercia y hace que el efecto de un cambio en la brecha de actividad tarde un tiempo mayor en manifestarse. Por supuesto, esto no es común a todos los precios de los servicios, pues aquellos no indexados o administrados tienden a mostrar un efecto más notorio de los cambios en la brecha. En uno de los recuadros del IPoM damos cuenta de estos elementos, mostrando cómo son las diferencias en la evolución reciente de la inflación de servicios cuando se separan estos dos grupos de precios que acabo de comentar.

En el escenario base de este IPoM, proyectamos que la inflación total continuará descendiendo por algunos meses, para luego volver a 3 por ciento a fines del 2017 y oscilar en torno a ese valor hasta el primer trimestre del 2019, el fin del horizonte de proyección en esta oportunidad. El IPCSAE continuará bajando hasta la segunda mitad del 2017 y tardará más en llegar a 3 por ciento (gráfico 2).

Esta trayectoria de la inflación descansa en dos supuestos. Primero, una relativa estabilidad del tipo de cambio real en torno a los niveles actuales, toda vez que se consideran acordes con sus fundamentales. Segundo, que si bien la brecha de actividad será mayor que la prevista en diciembre durante algún tiempo, se proyecta que, por las razones ya mencionadas, comenzará a cerrarse hacia fines de este año.

Respecto de la actividad, el 2016 finalizó con un crecimiento anual en línea con lo previsto en diciembre. Sin embargo, este estuvo caracterizado por una desaceleración algo más acentuada durante el año, la que se estima se prolongará hacia el comienzo del 2017. El 20 de marzo, el Banco publicó el primer cierre de las cuentas nacionales en base a la nueva compilación de referencia que utiliza como base el año 2013. Este cambio actualiza la forma en que medimos la evolución de la economía nacional, de modo de incorporar nuevas metodologías de cálculo, cambios en los estándares internacionales y nuevas fuentes de información. El Banco realiza estos cambios cada cinco años, en concordancia con los estándares internacionales en la materia que ha fijado el FMI y la OCDE. Los principales cambios están mencionados en un Recuadro de este IPoM y todos sus detalles en varios documentos publicados en nuestra página web.

Los nuevos datos, que incluyeron una revisión muy menor del crecimiento del 2014 y 2015, confirmaron el mayor debilitamiento de la economía en el último trimestre del año. Al mismo tiempo, modificaron la trayectoria de crecimiento de los trimestres ya publicados del 2016. En particular, la economía habría crecido durante la primera parte del año algo más que lo

estimado previamente. Por sectores, ratificó que la Minería mostró tasas de variación anual negativas a lo largo de todo el año, mientras que la actividad de los sectores distintos de recursos naturales (PIB Resto) se fue deteriorando paulatinamente, pasando de un crecimiento de 3 por ciento en el primer trimestre a uno de 1 por ciento en el cuarto (gráfico 3). En los sectores resto, la mayor debilidad del cuarto trimestre se notó en particular en rubros ligados a la inversión en construcción y los servicios relacionados, que tienden a ser más persistentes. También se apreció un menor crecimiento de los servicios personales, aunque se estima que parte de ello respondió al efecto del paro del sector público a fines del año pasado (gráfico 4).

Por el lado del gasto interno, el crecimiento anual de la demanda final —descontada la variación de existencias— también mostró una tendencia decreciente a lo largo del año. La mayor pérdida de dinamismo se apreció en la inversión en construcción y otras obras, cuya tasa de variación anual fue -4,9 por ciento en el cuarto trimestre (0,5 por ciento promedio entre el primer y tercer trimestre). El consumo privado, como ha sido la tónica de los últimos años, otorgó soporte a la economía, creciendo por sobre 2 por ciento anual a lo largo del 2016. En ello ha contribuido el crecimiento de los ingresos laborales, el descenso de la inflación y la mantención de una tasa de desempleo baja desde una perspectiva histórica. Destaca que mientras el crecimiento del consumo habitual ha permanecido estable, el del consumo durable se ha recuperado. Esto se ha dado en parte por la apreciación del peso en el último año y en parte por la necesaria reposición de stocks tras varios años de baja expansión e incluso caída de esta parte del consumo. Algo similar se observa en la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipos. Descontadas las compras de equipamiento de transporte no regular, esta parte de la inversión ha tendido a mostrar un mejor desempeño en los últimos meses (gráfico 5).

El mercado del trabajo ha continuado ajustándose. Destaca el deterioro del empleo asalariado, que cayó 2,1 por ciento anual en el trimestre móvil finalizado en febrero, y la moderación del crecimiento anual de los salarios. Se suma la reducción de las horas trabajadas, en un momento en que un número creciente de trabajadores indica tener jornadas laborales menores a las deseadas. De todos modos, el empleo por cuenta propia, aunque más precario, ha actuado como un significativo amortiguador de lo que sucede con el empleo asalariado (gráfico 6).

Un tema de constante preocupación en los últimos años ha sido la evolución del mercado laboral. En varios IPoM hemos publicado recuadros y notas de investigación que han abordado diversas temáticas al respecto, entre ellos el grado de flexibilidad laboral y cómo afectan los cambios en los estados laborales al desempleo. En esta ocasión, incluimos un Recuadro que explora los efectos del ciclo económico en los salarios de los trabajadores. Regularmente, el análisis de los salarios se realiza a partir de datos agregados que, por su propia naturaleza, esconden los movimientos de los salarios individuales. En la investigación que presentamos, usando datos por trabajador se muestra que la dinámica de los salarios individuales está bastante más correlacionada con el ciclo económico que lo que muestran los salarios agregados. En particular, porque aquellos trabajadores que se cambian de empleo, voluntaria o involuntariamente, ven afectados, para bien o para mal, sus salarios según si el ciclo económico es favorable o no. Esta es una línea de investigación en desarrollo que nos

permite entender de mejor la evolución del mercado laboral y sus implicancias para las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Por su parte, las condiciones financieras internas siguen favorables en términos de las tasas de interés. No obstante, los volúmenes de crédito se han desacelerado respecto de años previos, hecho que los entrevistados para el Informe de Percepciones de Negocios y los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario del Banco explican como resultado de una débil demanda (gráfico 7).

En el escenario base, estimamos que este año la economía crecerá entre 1 y 2 por ciento, rango inferior al previsto en diciembre que era de 1,5 a 2,5 por ciento. Del orden de 0,2 puntos porcentuales de esta revisión se originan en los efectos de la paralización de Escondida. Dada la relevancia de esta faena en la producción nacional de cobre —entre 15 y 20 por ciento en el 2016—, dicha paralización tendrá un impacto relevante en el PIB del primer trimestre, del orden de 1 punto porcentual de menor crecimiento, con lo que dicha cifra estará en torno a cero.

Pese a su impacto económico, la paralización de Escondida, así como el efecto de los incendios forestales de enero y febrero, son eventos puntuales, que no solo no inciden sobre la trayectoria de largo plazo, sino que tampoco sobre la dinámica del ciclo económico. De este modo, no se espera que estos eventos tengan repercusiones significativas en la evolución del resto de los sectores económicos, ni de la inflación. En el caso de la producción minera si bien su impacto en el PIB del primer trimestre es significativo, por ser mayormente determinada por factores de oferta, es excluida del cálculo del PIB resto que el Banco utiliza en sus modelos para la medición de la brecha de actividad y la proyección de la inflación a mediano plazo.

De este modo, el cambio en el rango de proyección del 2017 —de 0,5 puntos porcentuales— responde a dos grandes factores. Por un lado, cerca de la mitad lo explica la paralización de Escondida y otros hechos fortuitos del primer trimestre. Por otro lado, la mayor debilidad que observamos en el transcurso del 2016 nos entrega un punto de partida más bajo para la economía este año. En particular, porque esta debilidad se ha observado en sectores que tienden a ser más persistentes en su dinámica, como la construcción y los rubros asociados a ella. No debe olvidarse que este sector recibió un significativo impulso el 2015, que se traspasó también a comienzos del 2016, producto del cobro del IVA al sector que incluyó la reforma tributaria. Parte importante del menor dinamismo que vemos hoy en el rubro, responde al fin de este impulso. Se suma el efecto que las condiciones de oferta de los créditos hipotecarios también se han vuelto más restrictivas, dado el mayor pie exigido por los bancos. Otro punto importante a destacar es lo que ha ocurrido con la variación de existencias en los últimos años. Al 2016 se completaron tres años de reducción en estas, lo que no es un fenómeno muy común. En general, los movimientos de las existencias reflejan cómo las empresas prevén que vendrá el futuro: si lo ven mejor, las aumentarán, lo contrario si lo ven peor. La continua revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento en los últimos años ha ido permeando en el nivel deseado de existencias y parte de lo que vemos en el crecimiento del 2017 también se relaciona con eso.

Para el 2018, el escenario base considera que la economía mostrará un desempeño mejor al de este año, creciendo entre 2,25 y 3,25 por ciento. Esto permitirá que la brecha de actividad disminuya gradualmente a lo largo del próximo año, teniendo en cuenta que el Consejo sigue estimando que el crecimiento potencial de la economía está entre 2,5 y 3 por ciento y que el tendencial es de 3,2 por ciento.

Estas proyecciones consideran que, tras tres años de caída, la formación bruta de capital fijo (FBCF) tendrá un crecimiento levemente positivo el 2017 y una expansión claramente mayor en el 2018. En este resultado será determinante el aumento de la inversión en sectores distintos a la minería y habitacional (principalmente en maquinarias y equipos). Ello, toda vez que se espera que la primera retome valores positivos durante el 2018 y que la segunda siga ajustándose por algunos trimestres más, tras el *boom* que significó la modificación a las normas de pago de IVA en este sector. Como porcentaje del PIB, en el 2017 la formación bruta de capital fijo alcanzará a 21,7 y 22,5 por ciento en términos reales y nominales, respectivamente.

Por el lado del consumo no se esperan mayores cambios en su tasa de expansión anual, anticipándose que seguirá dando soporte a la actividad y el gasto interno. En el escenario base, se estima que el consumo crecerá a tasas entre 2,5 y 3 por ciento este año y el próximo, similares a las del 2016. En el escenario base, el volumen de las exportaciones crecerá algo más de 1,5 por ciento este año, tasa que casi se duplicaría el 2018. Detrás de este incremento se encuentra un escenario externo mejor aspectado, tal como se los comentaré en algunos momentos. En este contexto, la cuenta corriente será menos deficitaria que lo previsto en diciembre y tendrá en el 2017 una mejora respecto del año pasado. Ello, por el menor crecimiento de la demanda interna y por la mejora de los términos de intercambio (tabla 1).

Como indiqué en un comienzo, el mayor crecimiento esperado para el 2018 se originará en una economía que no muestra desbalances relevantes, el fin de algunos de los factores que han impedido un mejor desempeño en años recientes —como por ejemplo, la importante caída de la inversión minera en los últimos 4 años—, una política monetaria expansiva y un escenario externo que aportará un impulso mayor al de años anteriores. En cuanto a la política fiscal, se asume que continuará la consolidación anunciada por el Gobierno.

La recuperación que se manifiesta en las cifras anuales proyectadas para el 2018 debería iniciarse en el transcurso del presente año, considerando el impacto negativo de la mayor debilidad en la actividad económica a fines del 2016 y comienzos del 2017. En efecto, el promedio de la variación anual del PIB del último trimestre del 2016 y el primero de este año es algo mayor que 0 por ciento. Ya para el segundo trimestre, en nuestro escenario base, se empujará por sobre 1,5 por ciento anual, lo que, en promedio, se sostendrá y aumentará en la segunda mitad del año. No obstante, como se verá más adelante, este escenario se apoya en parte en el fortalecimiento del sesgo expansivo de la política monetaria, necesario para cumplir con la meta de inflación.

En lo externo, en los últimos meses se ha ido configurando un panorama algo más favorable. Por un lado, los datos de actividad y expectativas en el mundo desarrollado han dado cuenta de un mejor ambiente económico. Destaca lo ocurrido en el sector manufacturero, que tras largos años de estancamiento muestra mejores resultados y perspectivas, lo que se ha sumado

al mayor dinamismo de los sectores de servicios que se ha observado desde hace ya varios trimestres (gráfico 8). En Estados Unidos, a la mantención de cifras positivas del consumo —apoyado por un mercado laboral robusto— se sumó el ansiado repunte de la inversión. En la Eurozona, destaca la recuperación más firme y sincronizada entre sus miembros. En Japón, la depreciación del yen ha otorgado un impulso al sector externo. Así, en comparación con diciembre la proyección de crecimiento para el 2017 de los socios comerciales del mundo desarrollado se eleva en 2 décimas, a 1,8 por ciento, mismo valor que se espera para el 2018.

El mejor panorama en el mundo desarrollado ha dado paso a expectativas que apuntan a una normalización de la inflación o que, al menos, han disipado el riesgo deflacionario presente hasta hace poco. Así, la Reserva Federal ha seguido normalizando su política monetaria y las autoridades de Europa y Japón han dejado de lado la posibilidad de nuevos estímulos cuantitativos. Los mercados han ido incorporando estos cambios en sus expectativas sin provocar mayores disrupciones (gráfico 9). En el pasado, los procesos de alza de tasas en Estados Unidos siempre han estado rodeados por eventos económicos y financieros complejos en algunas economías. En los ochenta, el caso más crítico, se originó la crisis de la deuda en América Latina. En los noventa, los efectos más relevantes se circunscribieron a algunos países. En los dos mil, el mundo emergente no se vio tan afectado de forma directa, pero la posterior crisis inmobiliaria en Estados Unidos y todo lo que eso implicó para el mundo tuvieron alimento en el alza de tasas de la Reserva Federal. En esta oportunidad, las condiciones en que Estados Unidos y el mundo emergente para enfrentar el episodio son distintas desde ambos lados. El crecimiento de China y el tamaño de Europa las convierten en un potencial riesgo para la Fed, por lo que no pueden dejar de lado el efecto de sus decisiones en estas economías. Al mismo tiempo, los esquemas de política económica han cambiado en las emergentes y tienen mayor capacidad de enfrentar *shocks* externos. De todos modos, no deja de ser un elemento de riesgo. En un Recuadro de este IPoM damos un mayor análisis sobre estos temas.

Más allá de la volatilidad de los meses recientes, el dólar continúa mostrando fortaleza respecto de la generalidad de las monedas desarrolladas y emergentes. El peso, que respecto de esa moneda se ha depreciado algo más de 30 por ciento respecto de su promedio del 2013, ha tenido un comportamiento similar al de la mayoría de los socios comerciales, de modo que su variación multilateral ha sido mucho más acotada. Así, el tipo de cambio real en su medida 1986=100 se ubica hoy en niveles del orden de 93, algo más de 3 por ciento superior a su promedio del 2013 (gráfico 10).

En las economías emergentes, destaca la mejora de las proyecciones de China. En el cuarto trimestre del 2016, el PIB de esa economía creció 6,8 por ciento, con lo que en el año como un todo se expandió 6,7 por ciento. Las cifras coyunturales y sus indicadores financieros han mostrado mayor calma, como lo denotan los datos de producción industrial o de comercio exterior. Su moneda ha continuado depreciándose gradualmente y no se han vuelto a observar las fuertes salidas de capitales y pérdidas de reservas del 2016. Por su parte, las autoridades han anunciado un objetivo de crecimiento de 6,5 por ciento. Así, en el escenario base, las proyecciones de crecimiento de esta economía en el 2017-2018 suben en 2 décimas.

En América Latina, las principales economías de la región siguen atravesando un proceso de ajuste. Así, se observa una debilidad del consumo y la inversión en Brasil, y de la producción

industrial en Colombia. Argentina también pasa por un proceso difícil y, si bien más rezagado que en otros países de la región, ha mostrado señales de menor deterioro de la actividad, en especial de la producción industrial. En México, la economía sostuvo un buen crecimiento y favorable desempeño del mercado laboral hasta que los mercados comenzaron a recoger los potenciales efectos de la elección en los Estados Unidos sobre el comercio y la migración. Ello ha incidido en una inversión que persiste con un débil desempeño. En este contexto, sus autoridades han tomado medidas tendientes a fortalecer sus fundamentos macroeconómicos, mediante políticas orientadas a la consolidación de las finanzas públicas, el retiro del estímulo monetario para hacer frente a las presiones inflacionarias y medidas cambiarias para contrarrestar la fuerte depreciación del peso mexicano, que la afectó hacia fines del 2016. En general, el panorama de inflación ha seguido mejorando en la región, abriendo espacio para un mayor estímulo monetario. Además, los desequilibrios externos se han moderado y siguen los avances en la consolidación fiscal. Sin embargo, el soporte para una expansión más robusta en la región es aún frágil.

En este contexto, se ha producido un aumento generalizado del apetito por riesgo, haciendo subir las bolsas, disminuir los premios soberanos y mejorar los flujos de capital hacia el mundo emergente (gráfico 11). Los términos de intercambio también presentan una mejora relevante, en gran medida por una combinación de mayores precios del cobre y menores del petróleo, respecto de lo previsto en diciembre. Se suman precios más elevados de otros productos de exportación. El del cobre se ha sostenido en sus mayores valores de los últimos dos años. Parte de ello responde al mencionado mejor desempeño de los sectores manufactureros y al afianzamiento de las perspectivas de crecimiento mundial. Otra parte se explica por interrupciones de oferta en algunos productores relevantes y la ausencia de nuevas inversiones. Así, las proyecciones de su precio se elevan a 2,55 y 2,50 dólares la libra el 2017 y 2018, respectivamente. El petróleo, luego de algún alza tras el acuerdo para restringir la producción de la OPEP y de otros productores, ha reducido su precio en las últimas semanas. El escenario base supone valores cercanos a 50 dólares el barril en el horizonte de proyección. Con ello, en el 2017 y el 2018 los términos de intercambio no solo serán mayores a los del 2016, si no también superiores a lo anticipado en diciembre (tabla 2).

En el escenario base, la política monetaria aportará un impulso algo superior al previsto en diciembre. Como supuesto de trabajo, se considera que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que indican los precios de los activos financieros en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM. Con esto, se asegura que la política monetaria habrá respondido con prontitud a los cambios en el escenario económico y continuará siendo expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección (gráfico 12). 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.

En lo externo, algunas fuentes de incertidumbre tienen efectos relevantes, pero, dada su naturaleza, muy difíciles de cuantificar. Ejemplos son la incertidumbre político-económica en torno a la serie de procesos electorales en Europa, la concreción del Brexit y el eventual giro hacia políticas más proteccionistas en varias economías desarrolladas. La intensidad de otros riesgos que han acompañado al escenario externo por largo tiempo ha variado. La economía de Estados Unidos ha evolucionado favorablemente, disminuyendo el riesgo de una nueva recesión. El esperado impulso fiscal podría contribuir a sostener un crecimiento

algo mayor en los años que vienen. Sin embargo, es también una fuente de riesgo, tanto por los problemas que pueda tener su materialización, como por sus posibles efectos inflacionarios, los que podrían gatillar un retiro más rápido del impulso monetario y generar disrupciones en los mercados financieros. China continúa siendo un caso de preocupación, especialmente en lo que respecta a su grado de apalancamiento, aunque las autoridades han logrado manejar la desaceleración gradual de la economía sin generar sobresaltos, lo que ha sido bien recibido por los mercados.

Tampoco es descartable que se acentúen las tendencias recientes del escenario global y el impulso externo resulte mayor al esperado, ya sea por una recuperación más acentuada de la actividad mundial y/o mejores precios de las materias primas. Algo de esto parece haber permeado a los mercados financieros, donde el precio de los activos de mayor riesgo ha aumentado. Si bien todavía es temprano para validar dicho optimismo, es evidente que el ánimo de los mercados ha mejorado durante este año, incluyendo los mercados locales, que han tenido un comportamiento incluso mejor que el de varios de sus pares.

Internamente, tras varios años de bajo dinamismo, no es descartable que algún fenómeno más persistente esté afectando la capacidad de crecimiento de la economía chilena, en cuyo caso sería necesaria una revisión de los planes de gasto público y privado. Un área que requiere especial atención es el mercado laboral. Si bien se ha adaptado gradualmente y sin generar un aumento significativo del desempleo durante los últimos años, tampoco es descartable que, tras varios años de crecimiento bajo, las empresas requieran hacer ajustes mayores en sus planillas, especialmente si las perspectivas de recuperación del crecimiento hacia fines de año no se materializan. En contraposición, en un contexto donde no se observan desbalances macroeconómicos que limiten el crecimiento, un escenario en que se consolide un mejor panorama externo, unido al fin del ciclo de ajustes en la inversión minera y un repunte de la confianza, podría dar paso a una recuperación más dinámica que la prevista.

En este contexto, el Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

En suma, la inflación ha evolucionado en línea con lo previsto en diciembre. Sin embargo, la economía se ha mostrado más débil, ampliando la brecha de actividad más allá de lo esperado y reduciendo las presiones inflacionarias. Por ello, el Consejo consideró apropiado ampliar el estímulo monetario entre enero y marzo. Hacia adelante, consideramos que será necesario incrementar algo más este impulso monetario, utilizando como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria similar a la que consideran los precios de los activos financieros en los diez días previos al cierre estadístico. Como siempre, reafirmamos nuestro compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de política.

Permítanme unas reflexiones finales.

Reflexiones finales

La evolución de la economía en los últimos años ha planteado desafíos de gran envergadura para la política monetaria en muchos países del mundo. La acción de los bancos centrales fue

fundamental para sacar al mundo de la crisis financiera del 2008-2009 y para prevenir una recaída del ciclo en los años siguientes, especialmente en aquellos países que vieron más limitado el manejo fiscal. Durante este extenso período muchas veces se puso en cuestión la efectividad de la política monetaria para influir sobre el comportamiento de la inflación y la actividad económica. Aunque sin el mismo dramatismo de otros países, en Chile también se revive cada cierto tiempo esta discusión.

Para responder a la cuestión de la efectividad de la política monetaria es importante precisar dos cosas: qué objetivo persigue y cómo ésta actúa, de modo de determinar si los medios contribuyen a los fines.

La institucionalidad chilena asigna al Banco Central dos funciones: la estabilidad de precios y la estabilidad del sistema de pagos, la que se ha asimilado a la estabilidad financiera. El primero de estos objetivos ha sido especificado, bajo el esquema de Metas de Inflación Flexible que nos rige desde hace más de 15 años, como una meta en que la variación anual del IPC debe ser de 3 por ciento en un horizonte de dos años. Forma parte de este esquema un tipo de cambio flotante, en el cual el Banco se reserva la posibilidad de intervenir el mercado, posibilidad que hemos utilizado escasas cuatro veces desde que establecimos esta política en 1999.

Lo anterior debería dejar claro qué queda fuera de los objetivos de la Política Monetaria: por un lado, de manera coherente con la política cambiaria que acabo de señalar, no tenemos un objetivo para el tipo de cambio. Permitimos que se acomode libremente en el mercado de acuerdo con las tasas de interés locales y sus otros determinantes macroeconómicos. Esto es relevante, porque, como lo muestra la evidencia empírica, en economías pequeñas y abiertas el tipo de cambio es un importante mecanismo de absorción de *shocks*.

En segundo lugar, la inflación de corto plazo no es nuestro objetivo. Nuestro objetivo es la inflación a plazos más largos. Así, en la medida que las fluctuaciones de la inflación sean percibidas como transitorias, no deberían tener mucho impacto en nuestras decisiones de política. Un ejemplo claro de esto es el proceso de fuerte alza de la inflación entre el 2014 y el 2016. Dicho proceso se originó, en buena parte, por un *shock* sobre el tipo de cambio que tuvo efectos transitorios sobre la inflación. Por cierto que la duración del período de inflación alta fue elevado, pero respondió a una sucesión de distintos *shocks* y no al efecto persistente de uno solo.

Por el contrario, cuando identificamos presiones de mediano plazo sobre la inflación, ya sean al alza o a la baja, debemos responder con energía. El mismo episodio al que me acabo de referir es ilustrativo al respecto. Mientras en el corto plazo la inflación aumentaba producto de un *shock* sobre el tipo de cambio, con efectos transitorios, las presiones de mediano plazo disminuían producto de una economía que se deterioraba. Si nuestro objetivo hubiera sido la inflación de corto plazo, deberíamos haber subido la TPM. Como no es así, y a lo que apuntamos es al mediano plazo, nuestra decisión fue reducir la TPM para evitar que la inflación a dos años plazo fuera menor que la meta de 3 por ciento.

Esta respuesta de la política monetaria es muy distinta de la que observamos en el pasado no tan lejano. En los noventa, cuando nuestra economía aún no estaba lo suficientemente

preparada para manejar un *shock* cambiario de magnitud, el Banco debió elegir entre un objetivo inflacionario y uno cambiario. El resultado del ejercicio fue complejo para la economía chilena. Ni hablar de lo que ocurrió a principios de los ochenta, cuando la defensa de un tipo de cambio de fijo y el cambio en las condiciones financieras externas nos llevó a una recesión en que se perdió 15 por ciento del PIB y el desempleo escaló significativamente. Aplicando este esquema, la política monetaria, conjuntamente con una política fiscal basada en un balance estructural, ha logrado sus objetivos en materia de inflación amortiguando con más fuerza los *shocks* externos e internos. Las turbulencias que en el pasado generaron recesiones en Chile hoy se manifiestan solo como cambios en el ritmo del crecimiento.

Para esto, la política monetaria actúa a través de varios canales. Primariamente, regula la liquidez del mercado y fija, a través de operaciones de mercado abierto, una tasa para la provisión de liquidez al sistema financiero en plazos muy cortos. A través de ambos mecanismos se influye sobre las tasas de interés de mercado, que son las que influyen sobre los precios de los activos y las decisiones de los agentes económicos.

La efectividad de la política monetaria depende, por tanto de la operación de estos mecanismos en distintos niveles. Primero, es vital la capacidad del Banco de asegurar la provisión de liquidez de forma efectiva, pues ello mantiene las tasas de interés de mercado alineadas con la TPM. Regularmente esto se realiza a través de operaciones de mercado abierto y el mismo Banco opera sistemas que permiten realizar estas operaciones con los estándares adecuados. Puede darse los casos en que se produzca un alza repentina de la tasas de mercado, porque los actores del sistema se ven enfrentados a restricciones potenciales o efectivas de liquidez. Una situación de ese tipo ocurrió en el 2008, cuando los eventos asociados a la caída de Lehmann Brothers impactaban la economía mundial. En esa ocasión, el Banco anunció al mercado la provisión de mecanismos excepcionales de liquidez en pesos y en dólares, lo que permitió que las tasas locales no se alteraran, aun cuando los riesgos externos eran significativos.

Si bien el instrumento de política monetaria del Banco es la tasa de interés a corto plazo, sus movimientos afectan la curva de rendimiento por completo. La efectividad que los cambios en la TPM tengan en este ámbito depende de la credibilidad de los agentes en las decisiones del Banco. Aquí hay varios ámbitos, dentro de los cuales resulta clave la comunicación y transparencia de las decisiones. En la medida que las personas y empresas entiendan y validen las decisiones del Banco, sus decisiones de consumo e inversión serán coherentes con los escenarios planteados, lo mismo que los precios de los activos y las tasas de mercado. Por estas razones, el Banco realiza un especial esfuerzo en comunicar y transparentar sus decisiones y escenarios de la mejor forma posible. Publicamos un amplio conjunto de información y todos los miembros del Consejo estamos constantemente realizando presentaciones para dar a conocer la visión del Banco, entre muchos otros esfuerzos.

Otro conjunto de factores que impactan la efectividad de la política monetaria son los cambios en el escenario externo. Por ser una economía pequeña y abierta, Chile está sujeto a los vaivenes del escenario externo. Como lo hemos repetido muchas veces, podemos amortiguar sus efectos, pero no podemos aislarnos de ellos. En ese sentido, vaivenes relevantes en el escenario externo que, por ejemplo, produzcan cambios inesperados o de relevancia en los flujos de capitales y en las condiciones financieras externas, podrían afectar

las tasas del mercado local. Nuevamente, la capacidad del Banco de proveer liquidez que compense posibles cambios en las condiciones externas es vital. El ejemplo del 2008 que acabo de mencionar vuelve a ser relevante.

No pasará inadvertido que varios de estos mecanismos también inciden sobre la actividad económica. Por ejemplo, en la medida que una reducción de la TPM es correctamente traspasada al costo de financiamiento interbancario, las instituciones financieras podrán ofrecer mejores condiciones de crédito a sus clientes o, en función de un mejor *spread*, integrar a su cartera de clientes a personas y empresas que antes estaban fuera, por ejemplo, por una evaluación de riesgos más alta. Al mismo tiempo, en la medida que personas y empresas vean una oferta de crédito más atractiva en montos o costos, concretarán sus decisiones de gasto y con ello impulsarán la actividad.

Muchas veces se caricaturiza a los bancos centrales como obsesionados con la inflación e indiferentes con la evolución de la actividad. Nada más alejado de la realidad. Las desviaciones del crecimiento son muy relevantes para la evolución de la inflación en el mediano plazo, lo que hace que tengan un rol fundamental en nuestro actuar. Mientras más cerca esté la actividad de su potencial, más cerca estará la inflación de su meta de mediano plazo. Más aún, en la gran mayoría de los casos, la política monetaria influye a la actividad económica y la inflación en la misma dirección, lo que no es de extrañar, puesto que ambos suelen correlacionarse en el ciclo económico. Esto es especialmente importante cuando la economía está en una fase débil del ciclo y un impulso monetario permite elevar la inflación e incentivar la demanda interna. En todo caso, siempre se debe tener presente si una baja persistente en la actividad es fruto de un problema cíclico en la economía o responde a un fenómeno más permanente, como un menor crecimiento potencial. En este último caso, no es evidente que la brecha de actividad sea mucho mayor ante una baja del crecimiento y, por lo tanto, tampoco es evidente que las presiones inflacionarias de mediano plazo sean inferiores.

Nuevamente, el manejo de la política monetaria en los últimos años es un buen ejemplo de cómo esta implícitamente asegura estabilidad en la actividad económica, pues mantuvo una orientación expansiva aún con tasas de inflación superiores al 4 por ciento anual, entendiendo que respondían a un episodio excepcional de depreciación cambiaria.

El prolongado período de bajo crecimiento que ha experimentado Chile en los últimos años ha generado presiones a la baja en la inflación de mediano plazo. Por ello, dentro de este marco que les he descrito, la política monetaria ha sido y seguirá siendo expansiva. Medir el grado de expansividad de la política monetaria no es una tarea fácil. Típicamente, se usa como referencia la llamada tasa neutral. Nuestras estimaciones más recientes, que dimos a conocer en un Recuadro de nuestro IPoM de septiembre pasado, la ubican en niveles entre 1 y 1,5 por ciento en términos reales. Con una TPM real que hoy está en cero y con la perspectiva de una nueva reducción en el corto plazo, como lo indica el supuesto de trabajo del escenario base que les presenté hace unos minutos, es indudable que estamos proveyendo un impulso considerable a la economía. Aún más relevante, las tasas reales a más largo plazo se ubican también bajo o en torno a estos niveles, señalando que el mercado considera que la expansividad no es solo una situación del momento, sino que se espera persista por un tiempo mayor, en línea con la comunicación que le mismo Banco ha hecho.

Las menores tasas de interés no solo se reflejan en el nivel históricamente bajo de las tasas libres de riesgo, sino que también en un costo de endeudamiento que hoy es muy bajo desde una perspectiva histórica. Esto es válido tanto para los créditos hipotecarios como para los comerciales y de consumo. El tipo de cambio también ha reaccionado. En términos nominales, el peso está hoy cerca de 35 por ciento por debajo de los niveles observados a mediados del 2013. Ahora bien, comparado con otros países, el comportamiento de nuestra moneda ha sido similar, de modo que la depreciación multilateral y real ha sido menor. Por último, desde la perspectiva de otros países que han tenido ciclos similares al nuestro, las tasas de política monetaria en Chile están dentro de las más bajas en términos reales.

No obstante lo anterior, es importante reconocer que, incluso en situaciones normales, la efectividad de la política monetaria no está garantizada, sino que depende de una correcta aplicación de la misma. Esto implica respetar ciertos principios básicos. La política monetaria, en primer lugar, debe ser *coherente* con su marco de política y la situación del país. Esto implica no querer privilegiar objetivos de corto plazo, sino que por el contrario calibrar el impulso monetario de tal manera que la proyección de inflación se sitúe en 3 por ciento a dos años. La coherencia es especialmente importante para evitar vaivenes innecesarios en la economía que confundan a los mercados.

Su aplicación también debe ser *oportuna*, lo que requiere recabar suficiente información para tener una mejor comprensión del entorno económico, pero también actuar con prontitud cuando se estima que este ha cambiado. Esto, evidentemente, supone tomar algunos riesgos, ya que nunca se contará con certezas. Un buen ejemplo de esto puede encontrarse en la evolución reciente de la política monetaria en Chile. Cuando presentamos ante esta Comisión en diciembre pasado, señalamos que nuestro escenario base tenía como supuesto de trabajo una ampliación del estímulo monetario de 50 puntos base, la que implementaríamos en el curso de los meses siguientes. Los datos que fuimos recibiendo nos indicaron que era necesario adelantar ese impulso y así lo hicimos en nuestras Reuniones de Política Monetaria de enero y marzo. Es más, en el IPoM que les presentamos hoy, utilizamos como supuesto de trabajo una trayectoria de TPM que va algo más allá. Además, como siempre, en la medida que las circunstancias cambien y las perspectivas de inflación de mediano plazo sean distintas, la política monetaria también lo será.

En tercer lugar, la política monetaria y el diagnóstico que la sustenta debe ser lo suficientemente *persistente* como para incidir sobre las decisiones económicas de ahorro, inversión y la determinación de precios. Estos mecanismos operan con un rezago significativo. En Chile, las estimaciones indican que se necesitan entre dos y ocho trimestres para que un movimiento de la TPM se traspase por completo a la economía. Ahora, esto puede variar en la medida que las condiciones económicas sean complejas o que se estime que el tamaño del impulso aún no es lo suficientemente grande. Un ejemplo es lo ocurrido en el mundo desarrollado en los últimos años. Tras la crisis del 2008-2009 la Reserva Federal aumentó el impulso monetario más allá de los límites habituales que fija el nivel de la tasa de interés. No solo la llevó a cero por ciento, sino que además agregó un impulso cuantitativo a través de la compra de bonos. En un ambiente normal, probablemente no habría sido necesario llegar a esos extremos de impulso y, probablemente, la economía se habría tomado menos tiempo en reaccionar. Sin embargo, el daño posterior a la crisis fue muy grande y solo

la persistencia del impulso ha logrado que tras nueve años, la economía estadounidense esté repuntando. Algo similar se aprecia en Europa, con la diferencia que tardaron más en aplicar los estímulos, pasaron por una crisis bancaria en el 2011 y además, los propios mecanismos de acuerdo de la Comunidad hacen más difícil la toma de decisiones extremas.

Por último, como ya mencioné, la política monetaria debe ser *creíble*, de modo que la respuesta de los agentes económicos a sus impulsos sea acorde con lo esperado. En la medida que las expectativas de inflación estén alineadas con la meta de 3 por ciento a dos años plazo, las decisiones de los agentes, las tasas de interés de mercado, los precios de los activos financieros serán acordes con una inflación baja y estable.

La necesidad de persistencia y credibilidad advierte respecto de la ineficacia de bajas de tasas de interés que el mercado anticipe como transitorias. Esto es muy importante, porque en la práctica es posible que un escenario en el cual los agentes consideran que una baja de tasas será muy pasajera, esta probablemente no tendrá ningún efecto relevante sobre la curva de rendimiento y tampoco sobre las decisiones de las personas y empresas. Es más, es posible incluso que los costos sean mayores que los eventuales beneficios. Si los agentes no solo consideran que la baja es poco efectiva, sino que además compromete el logro de la meta de inflación, puede terminar siendo necesaria una política monetaria mucho menos expansiva para realinear las expectativas de inflación.

De este modo, la efectividad de la política monetaria depende de la capacidad de diagnosticar *oportunamente* el estado de la economía y sus implicancias sobre la inflación, responder de manera coherente en la fijación de la tasa de política, dándole la *persistencia* suficiente para actuar y generar la *credibilidad* necesaria para que los mercados respondan de acuerdo con los resultados previstos para estas intervenciones. Como Banco Central estamos comprometidos para asegurar estas condiciones. Con ello, la política monetaria seguirá aportando al bienestar del país manteniendo una inflación baja y estable, amortiguando la volatilidad en el ciclo económico.

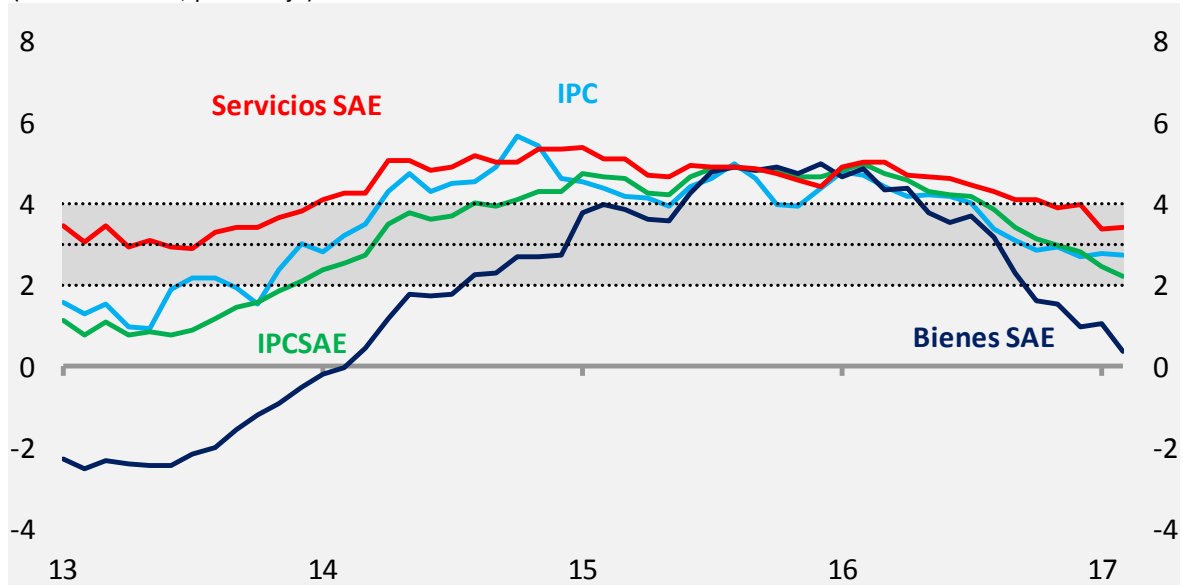
Del mismo modo, aunque el Banco Central no cuenta con los instrumentos para incidir directamente sobre el potencial de crecimiento del país, sí puede aportar indirectamente evitando la pérdida de bienestar que se deriva de la volatilidad económica; reduciendo la incertidumbre para facilitar las decisiones de inversión, producción, empleo y consumo, y contribuyendo a que el sector financiero sea más seguro y eficiente en beneficio de todo el país.

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.

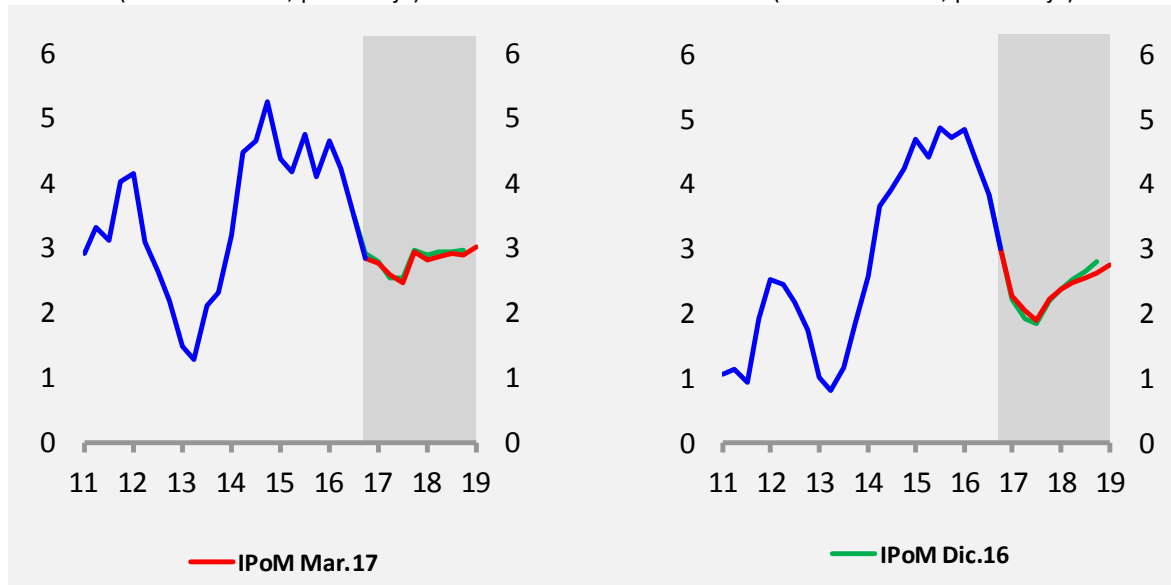
Gráfico 2

Inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

Inflación IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



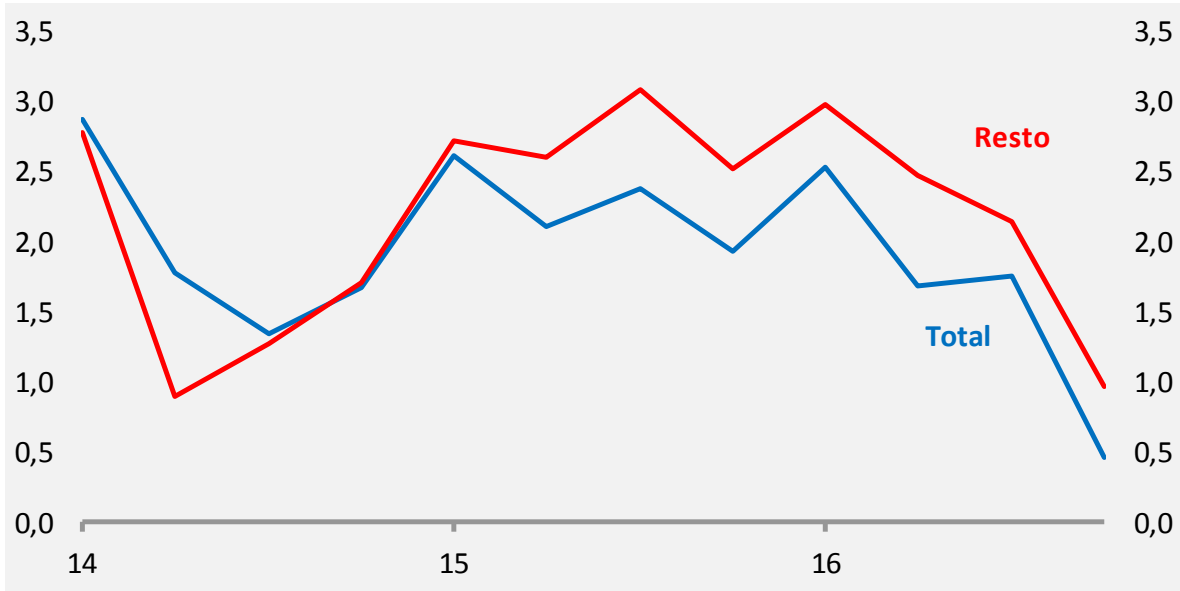
(*) El área gris corresponde a la proyección a partir del primer trimestre del 2017.

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

Gráfico 3

Evolución del PIB

(variación real anual, porcentaje)

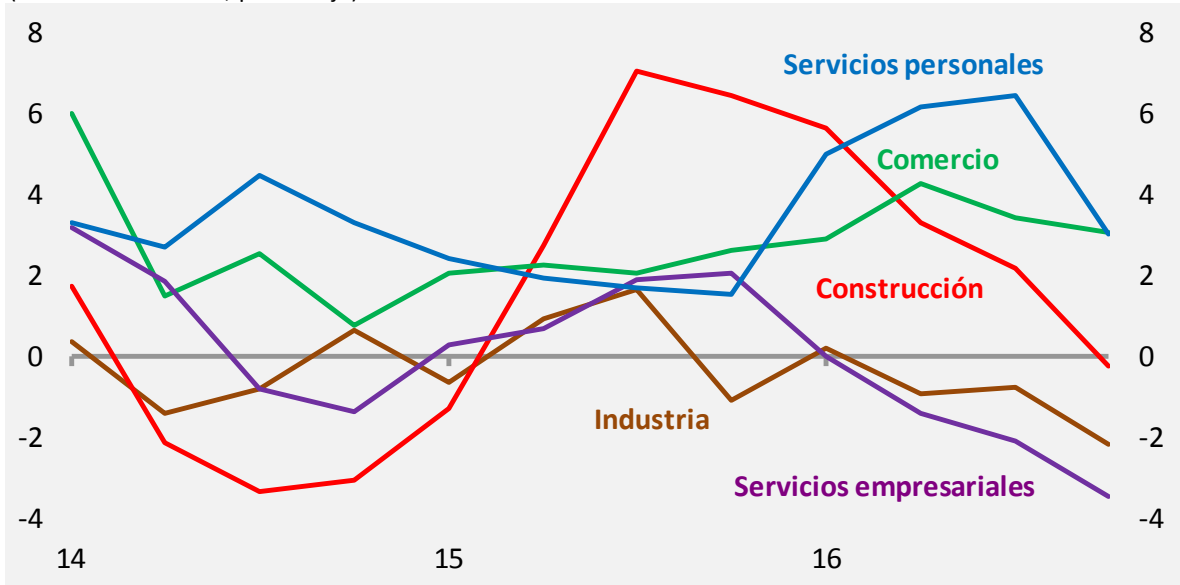


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

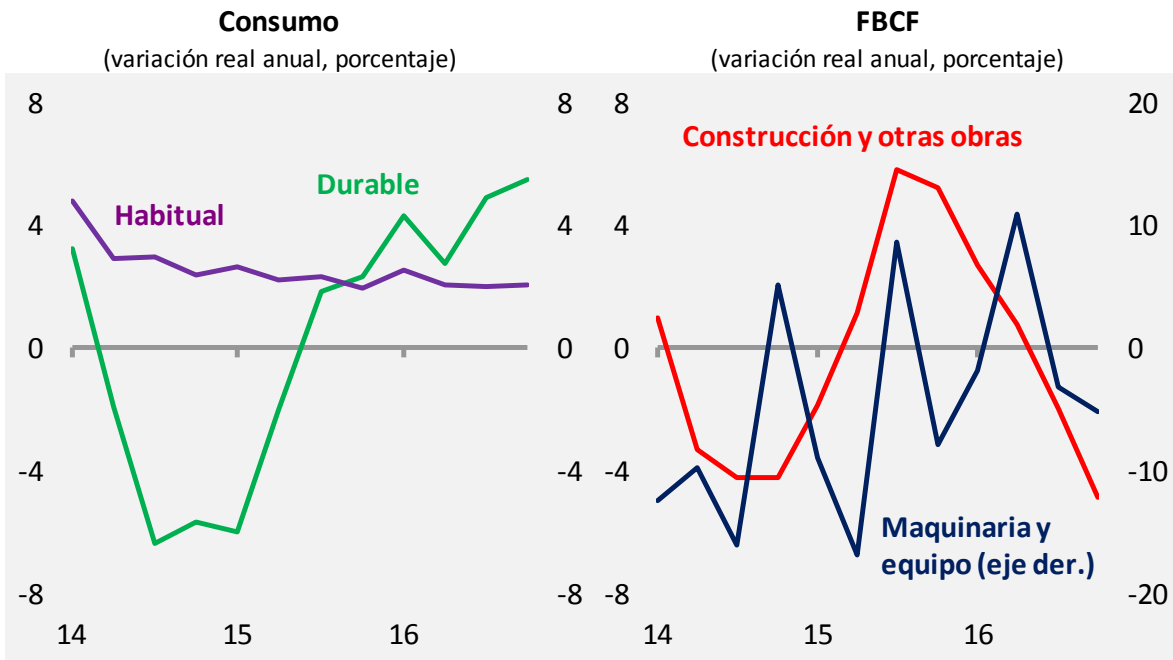
Sectores Resto

(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

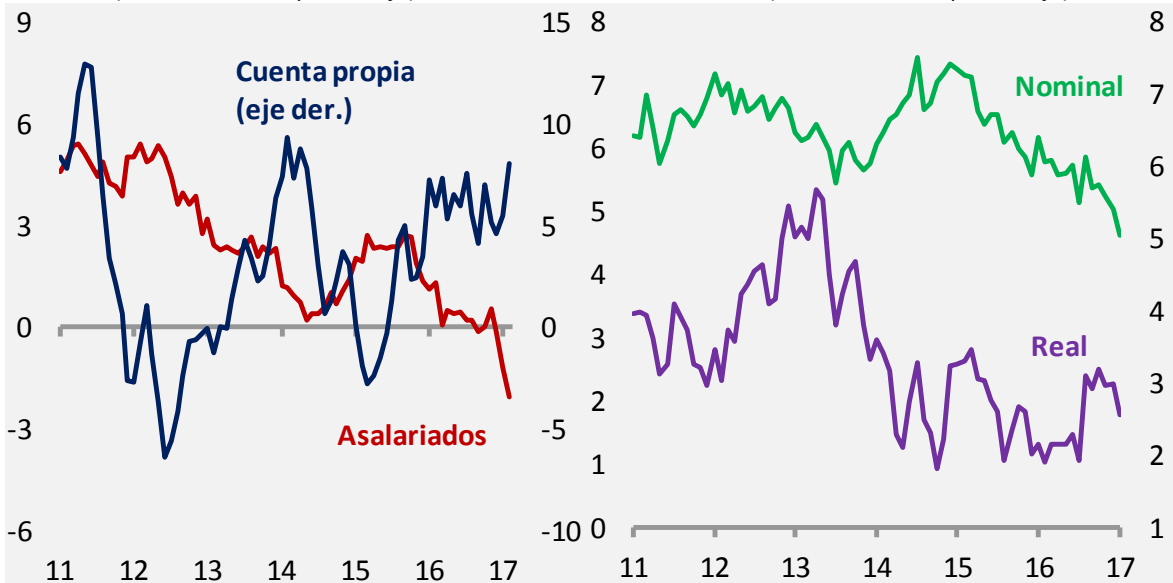
Gráfico 5



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

Empleo según categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)



(*) Tanto el nominal como el real corresponden al promedio de la variación anual del IREM y CMO.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Tabla 1

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2015	2016		2017 (f)		2018 (f)
		IPoM Dic.16	IPoM Mar.17	IPoM Dic.16	IPoM Mar.17	IPoM Mar.17
PIB	2,3	1,5	1,6	1,5-2,5	1,0-2,0	2,25-3,25
Demanda interna	2,0	1,1	1,1	2,6	2,3	4,1
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	2,8
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-0,6	-0,8	0,7	0,2	3,0
Consumo total	2,4	2,8	2,8	2,4	2,5	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	-1,8	0,1	-0,1	2,0	1,6	2,7
Importaciones de bienes y servicios	-2,7	-1,4	-1,6	4,1	4,3	7,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,0	-1,7	-1,4	-1,9	-0,9	-2,1
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	21,4	19,3	20,2	19,2	20,3	20,5
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,6	22,2	23,2	21,7	22,5	22,6

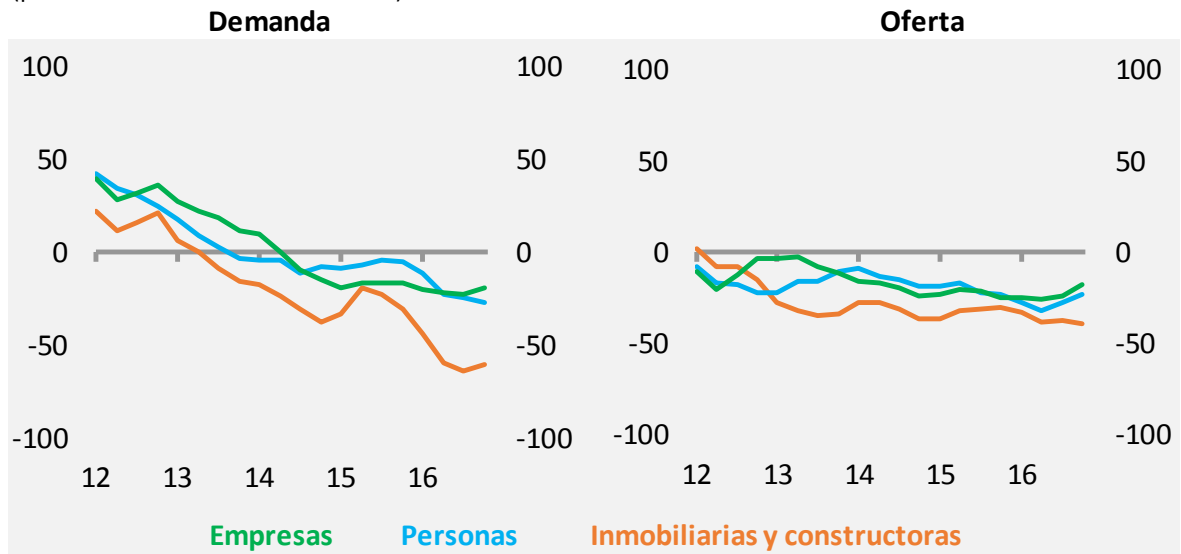
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7

Encuesta de crédito bancario (*)

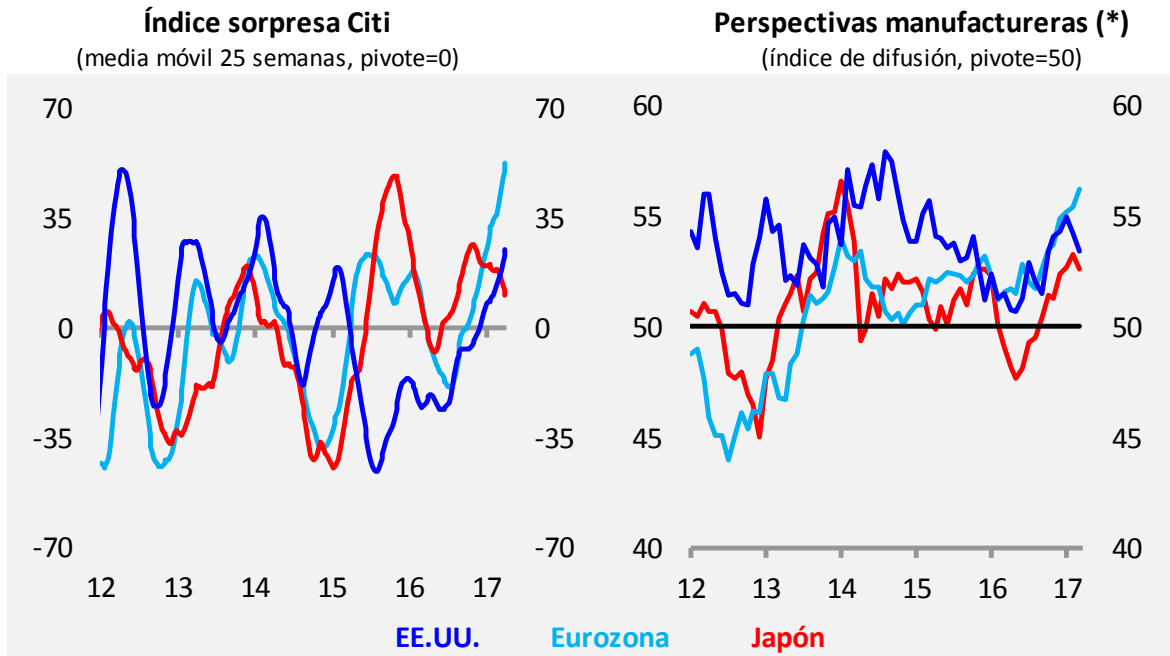
(promedio cuatro trimestres móviles)



(*) Diferencia entre el porcentaje de encuestados que opinaron que los estándares de aprobación de créditos eran menos restrictivos en algún grado y el porcentaje de quienes consideraron que dichos estándares eran más restrictivos en algún grado.

Fuente: Banco Central de Chile.

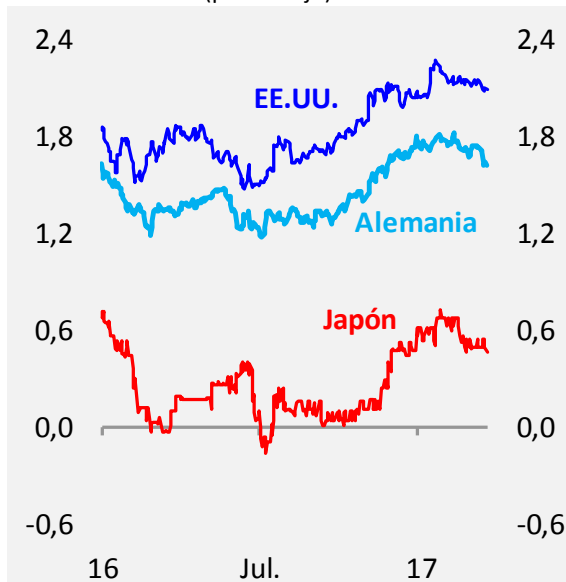
Gráfico 8



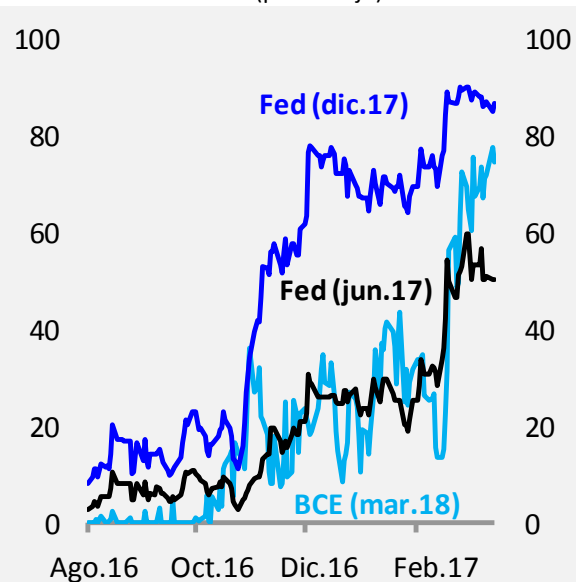
(*) Medidos por el índice de gerentes de compra (PMI).
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9

Compensación inflacionaria 5 en 5 años
(porcentaje)



Probabilidad de alzas de la TPM implícita en activos de mercado (*)
(porcentaje)

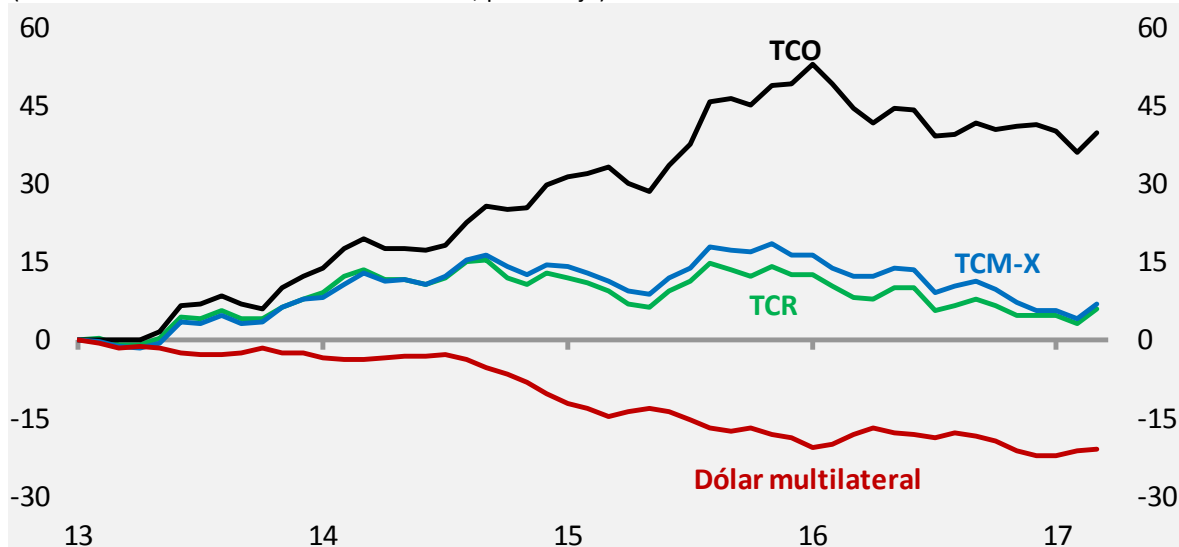


(*) Se consideran los contratos futuros de Fed Funds, mientras para el BCE corresponden a OIS. Entre paréntesis indica el mes para el cual se espera el alza de la tasa.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10

Tipo de cambio (1) (2)

(variación acumulada desde enero del 2013, porcentaje)



(1) Aumento (baja) indica depreciación (apreciación).

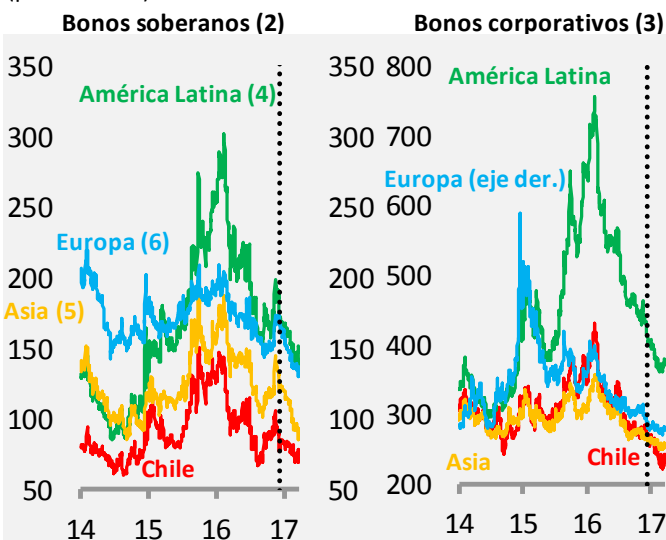
(2) Datos de marzo 2017 contienen información hasta el día del cierre estadístico.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 11

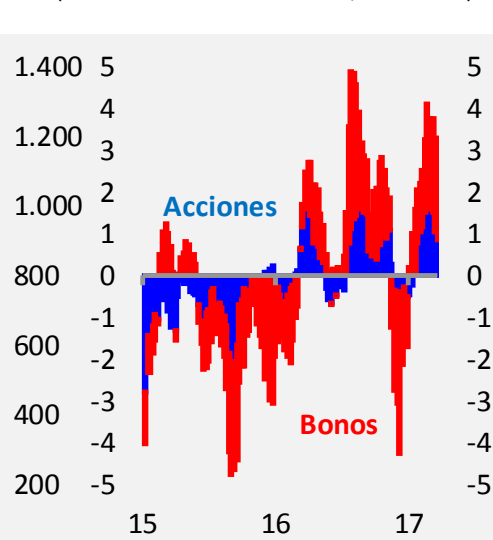
Premios por riesgo en economías emergentes (1)

(puntos base)



Flujos netos de capitales a América Latina

(miles de millones de dólares, mes móvil)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2016.

(2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región.

(3) Medido por el CEMBI. (4) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (5) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. (6) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía.

Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

Tabla 2

Escenario internacional

	2015	2016 (e)		2017 (f)		2018 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Dic.16	Mar.17	Dic.16	Mar.17	Dic.16	Mar.17
(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	-4,2	0,4	1,9	1,1	4,6	-0,5	-0,5
PIB socios comerciales	3,2	2,9	2,8	3,2	3,3	3,4	3,5
PIB mundial PPC	3,2	3,1	3,0	3,3	3,4	3,5	3,5
PIB mundial a TC de mercado	2,6	2,3	2,3	2,6	2,8	2,8	2,9
Estados Unidos	2,6	1,6	1,6	2,3	2,3	2,3	2,3
China	6,9	6,7	6,7	6,2	6,4	6,0	6,2
Eurozona	2,0	1,6	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7
América Latina (excl. Chile)	-0,4	-1,2	-1,8	1,4	1,3	2,3	2,5
Precios externos (en US\$)	-9,8	-2,5	-2,7	1,1	2,1	1,7	1,3
(niveles)							
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	249	220	221	235	255	240	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	49	43	43	54	50	55	50
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	52	44	44	56	52	57	52
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	467	389	389	461	457	464	444
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,8	0,7	1,5	1,5	2,4	2,4

(e) Estimación.

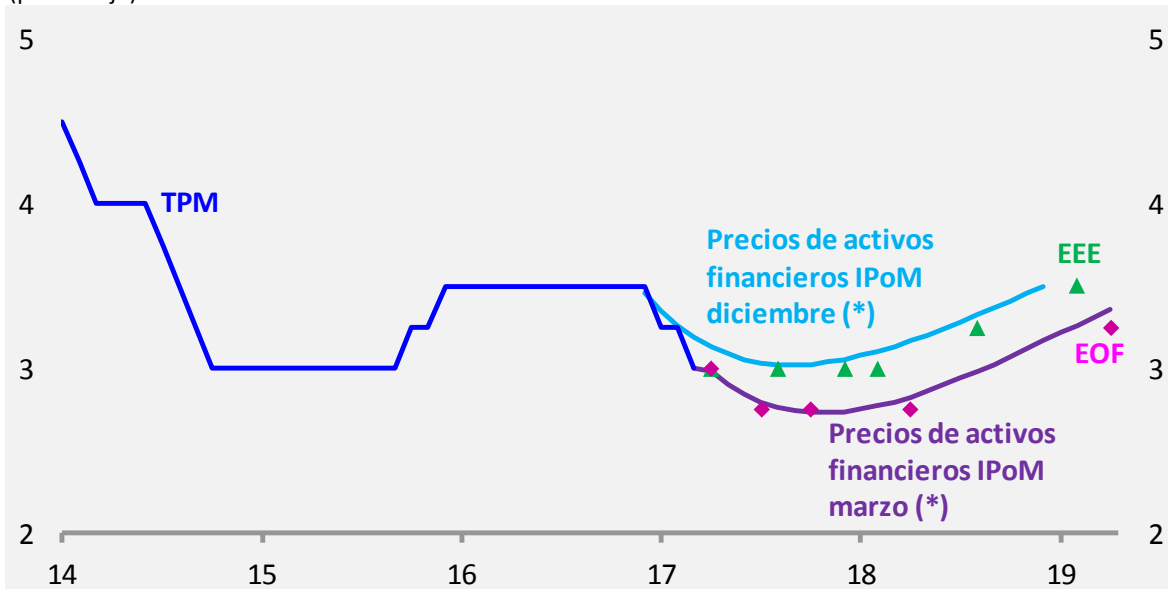
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12

TPM y expectativas

(porcentaje)



(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.