



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

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
6 de septiembre de 2017

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

Introducción

Señor Presidente del Senado, senador Andrés Zaldívar Larraín, 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 que, de acuerdo a la Ley Orgánica del Banco Central, debe entregar su Consejo al Senado. De este modo, el Informe que resumiré en un momento incluye 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. También incluye los resultados financieros del Banco Central de la primera mitad del año, los resultados de la gestión de las reservas internacionales y un resumen de las principales decisiones adoptadas por el Consejo en lo que va del 2017.

En esta presentación destacaremos dos complementos al informe tradicional. Estos son un análisis de los determinantes del producto tendencial en Chile —anexado como separata al IPoM— y algunos perfeccionamientos que el Consejo ha resuelto aplicar al proceso de política monetaria —resumidos en un recuadro incluido en el Informe.

Con la entrega de este conjunto de antecedentes reafirmamos la voluntad del Consejo del Banco Central no solo de dar rigurosamente cuenta sobre su gestión institucional, sino también de aplicar su autonomía para mejorar la calidad y transparencia de sus procesos más allá de lo estrictamente requerido en la Ley.

Informe de Política Monetaria

En los últimos meses, la inflación y el crecimiento se ubicaron por debajo de lo anticipado en el IPoM de junio. No obstante, las principales diferencias se relacionaron con factores que en su mayoría consideramos transitorios, en particular factores de oferta que afectaron el desempeño de la actividad y el nivel de ciertos precios. Por ello, ni las perspectivas para la economía para los próximos dos años ni la orientación general de la política monetaria, difieren mayormente de lo previsto en esa ocasión.

En el escenario base que detallaré en unos momentos, la inflación subyacente —IPCSAE— retornará gradualmente a 3 por ciento a partir de mediados del 2018, después de varios meses en torno al 2 por ciento, mientras que la inflación total subirá algo más rápido, en la medida que los precios de los componentes más volátiles sean más acordes con sus patrones históricos y se confirmen las expectativas de mercado para los precios internacionales de los combustibles y alimentos.

Para el PIB, proyectamos mayores tasas de crecimiento a partir de la segunda mitad de este año. Con esto, la brecha de actividad se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a cerrarse gradualmente hacia la segunda mitad del 2018.

En este escenario, el Consejo del Banco ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,5 por ciento y en el escenario base proyecta mantener un importante impulso monetario a lo largo de los próximos dos años, con una TPM que, de darse el escenario

base, se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a aumentar hacia su nivel neutral solo una vez que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad.

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

A julio, la inflación anual del IPC descendió a 1,7 por ciento, acumulando una baja mayor que la prevista en junio. Su componente subyacente ha evolucionado en línea con lo anticipado, ubicándose en torno a 2 por ciento anual, y sigue dando cuenta de una inflación de bienes con tasas de variación anual levemente negativas y de servicios por sobre 3 por ciento (gráfico 1). La evolución de los precios más volátiles, en particular de las frutas y verduras frescas, ha sido determinante para que la inflación se ubique bajo lo esperado. Esto se asocia, principalmente, a la estacionalidad distinta de lo habitual que mostraron algunos productos. En adelante, se espera que estos precios tengan un dinamismo no muy distinto de sus patrones históricos, lo que contribuirá a llevar la inflación a la meta. En todo caso, por su naturaleza, estos productos siempre pueden ser una fuente de sorpresas en la inflación.

En el segundo trimestre el PIB aumentó 0,9 por ciento anual, con unos sectores resto que crecieron 1,1 por ciento, cifra por debajo de lo previsto en junio. La economía estuvo afectada por diferencias significativas en el número de días trabajados, incluyendo un feriado irrenunciable en abril, cuyo impacto fue superior al estimado. De hecho, el crecimiento anual de la serie desestacionalizada del PIB total y resto, fue mayor que el de la serie original: 1,3 y 1,5 por ciento, respectivamente (gráfico 2). En el desempeño de la actividad en el segundo trimestre, también incidieron algunos *shocks* puntuales que afectaron al sector industrial. Aun así, sigue destacando el mayor impulso de las actividades más ligadas al consumo, como el comercio y los servicios, mientras que continúa observándose una debilidad mayor en los sectores relacionados con la inversión, como la construcción y algunos servicios empresariales.

La demanda interna total creció 3,9 por ciento anual en el segundo trimestre, con una significativa acumulación de existencias. Parte de ella responde a una reposición tras un período prolongado de reducción. No obstante, existen algunos indicios de que habría sido superior a lo coherente con el estado del ciclo. Esto podría derivar en menores importaciones en los meses venideros.

A su vez, la demanda interna final —descontadas las existencias— fue algo menor que lo anticipado, y siguió dando cuenta del dispar comportamiento del consumo y la inversión (gráfico 3). Por el lado del consumo se aprecia un crecimiento algo mayor, resaltando una mejora en varios de sus principales determinantes. Uno de los desarrollos preocupantes de la economía a comienzos de año era el deterioro del mercado laboral, en particular la caída anual que mostraba el empleo asalariado. Este fue uno de los factores de riesgo que nos llevó a acelerar la reducción de la TPM a comienzos de año. Este riesgo se ha atenuado en los últimos meses. En efecto, durante los últimos meses el empleo asalariado ha recuperado tasas de variación anuales positivas y algunos de sus indicadores de calidad dejaron de deteriorarse. Entre ellos, resalta un aumento del empleo privado con contrato y una disminución de los ocupados que trabajan a tiempo parcial involuntario. El empleo por

cuenta propia, aunque crece a una tasa mayor que el asalariado, redujo su ritmo de expansión y la tasa de desempleo se ubica en niveles similares a los de hace un año, algo mayores a los de fines del primer trimestre (gráfico 4).

Por su parte, los salarios nominales detuvieron la tendencia a la baja de su tasa de crecimiento anual. A junio se expandieron entre 4,4 y 5,0 por ciento, lo que se compara con tasas de 5,5 y 6,0 por ciento en igual mes del 2016. Los salarios reales aumentaron su variación anual, principalmente por los bajos registros de inflación. Todo lo anterior contribuyó a que los ingresos reales, medidos por la masa salarial real, siguieran aumentando levemente su tasa de crecimiento anual, a 3 por ciento. Se suma que las expectativas de consumidores han mejorado sistemáticamente en los últimos cinco meses, más allá de que aún permanecen en terreno pesimista. Por lo demás, el costo del crédito está en niveles históricamente bajos, acordes con la expansividad monetaria (gráfico 5).

A diferencia del consumo, la inversión sigue débil, en particular el componente de construcción y obras, que ha profundizado la caída anual que muestra desde mediados del 2016, de la mano de una caída de la inversión habitacional y una menor inversión pública. La inversión en maquinaria y equipos, aunque redujo su expansión anual respecto del trimestre previo, sigue con mejores resultados que en los últimos años, en especial cuando se descuenta el ítem de transporte no regular, acumulando nueve meses de expansión (gráfico 6).

En lo externo, se ha ido fortaleciendo un panorama más favorable para el mundo emergente y la economía chilena. Los términos de intercambio han mejorado, con un precio del cobre que superó los 3 dólares la libra en las últimas semanas. Ello, en un contexto en que el precio del petróleo, con vaivenes y considerando el promedio del Brent y el WTI, está en niveles levemente inferiores a los del cierre del IPoM previo. El mayor precio del cobre ha coincidido con un mercado que ha estado bien abastecido a pesar de los problemas de oferta, en un contexto de debilidad del dólar. Las bajas tasas de interés y el mejor desempeño de China dan soporte a mayores precios en el corto plazo. En todo caso, si bien no se prevé que su precio se sostenga en los niveles actuales, se proyecta que tendrá promedios mayores a los estimados en junio. En nuestro escenario base, la libra de cobre promediará precios de 2 dólares y 75 centavos el 2017 y 2018, y de 2 dólares y 70 centavos el 2019.

También se ha consolidado un mayor crecimiento económico en el mundo desarrollado. Estados Unidos, como hace varios trimestres, muestra un buen desempeño del consumo y un mercado laboral dinámico. Europa ha mostrado una sólida recuperación de sus tasas de expansión, que ha sido transversal a las distintas economías del grupo, más allá de las diferencias que persisten en variables como el nivel de la brecha y la tasa de desempleo. El crecimiento en Japón sorprendió positivamente, y las expectativas se han revisado al alza.

Por su parte, la inflación ha tendido a ceder y las autoridades monetarias del mundo desarrollado no han modificado mayormente sus estrategias de política monetaria. No obstante, el mercado ha ido incorporando cierta moderación en su visión de la política monetaria de Estados Unidos y algo más de intensidad en la de la Eurozona, lo que explica parte de la depreciación global del dólar.

Las monedas emergentes se han favorecido de la debilidad de este último, del mejor precio de las materias primas y del mayor apetito por riesgo. Comparando los cierres estadísticos de este IPoM y el anterior, el peso se ha apreciado en torno a 4,5 por ciento, lo que, en términos reales, se tradujo en una baja del orden de 3,5 por ciento del tipo de cambio real. Así, al cierre actual este fluctuaba en torno a 90 en su medición 1986=100, inferior a sus promedios de los últimos 15 o 20 años. Incluso, en los días posteriores al cierre estadístico, el peso ha seguido apreciándose tanto en términos nominales como reales. Como supuesto de trabajo, el escenario base de este IPoM supone una leve depreciación real en el horizonte de proyección (gráfico 7).

Respecto del desempeño de las economías del mundo emergente, en el primer semestre China creció 6,9 por ciento anual, por sobre lo esperado. Estas cifras elevan la estimación del escenario base, aunque se asume una moderación de su actividad en el segundo semestre, en línea con lo que muestran los datos más recientes de producción industrial, ventas minoristas e inversión (gráfico 8). En América Latina, la recuperación de la actividad ha sido más lenta, con un bajo desempeño de la inversión y los sectores distintos de recursos naturales. Esto, pese al favorable escenario externo y a que la menor inflación ha permitido aumentar el impulso monetario, lo que se asocia en parte a factores idiosincráticos.

Aunque algo menores, entre ellos siguen destacando los problemas de consolidación fiscal en Brasil y Argentina, las definiciones políticas durante este y el próximo año, las dudas sobre el futuro del NAFTA y sus efectos sobre México, entre otros. En Colombia, la disminución del consumo tras el aumento del IVA y la fragilidad del mercado laboral, ha llevado a un crecimiento menor que lo anticipado por el mercado. La actividad en México se ha mostrado más resiliente que lo previsto por el mercado, más allá del menor desempeño en el margen por factores estacionales. En Perú, el crecimiento del PIB ha tendido a estabilizarse y dar algunos signos de repunte. Ello, tras el debilitamiento en la segunda mitad del año pasado, en parte por el fenómeno de El Niño y la paralización de proyectos de infraestructura. Destaca cierta mejora en los datos de actividad en Brasil, aunque desde cifras muy negativas y con tasas de crecimiento aún bastante reducidas.

Así, en el escenario base de proyección la actividad de los socios comerciales será levemente mejor que lo anticipado en junio y los términos de intercambio superiores, todo en un contexto de condiciones financieras favorables. Con ello, la economía chilena recibirá un mayor impulso externo en el horizonte de proyección (tabla 1).

Como es habitual en el IPoM que publicamos en septiembre de cada año, el escenario base incorpora la revisión anual de las estimaciones de PIB tendencial y potencial para la economía chilena. Estas se resumen en el recuadro V.1 del Informe. Además, en esta ocasión, junto con el IPoM, hemos publicado un documento que describe un conjunto de antecedentes sobre los determinantes y perspectivas para el crecimiento tendencial de la economía chilena en los próximos 30 años. Volveré sobre el contenido de este documento en unos minutos más.

Nuestras estimaciones sugieren que el crecimiento tendencial de la economía chilena durante los próximos diez años se ubica en un rango entre 3 y 3,5 por ciento, rango comparable con lo que estimábamos hace un año. Este rango supone, entre otras cosas, que la inversión retoma tasas de crecimiento similares a las del PIB; que la productividad de los sectores distintos de recursos naturales aumenta en torno a su crecimiento promedio de los últimos veinte años; y que la inmigración y el aumento de la participación laboral femenina compensan parcialmente el efecto del envejecimiento de la población sobre la fuerza de trabajo.

Respecto del crecimiento potencial, en plazos más cortos, la inversión y la productividad muestran tasas de crecimiento bajo sus niveles de tendencia, con lo que el crecimiento potencial es menor al tendencial. Así, se considera que el crecimiento del PIB potencial se ubica hoy en torno a 2,5 por ciento, que se compara con el valor entre 2,5 y 3,0 por ciento que estimamos en septiembre del 2016. Con esto, el nivel actual de la brecha de actividad es algo menor a lo estimado previamente, incluso considerando que la evolución del PIB ha sido también algo menor (gráfico 9). Para efectos de la política monetaria, la evolución de la brecha de actividad sigue siendo coherente con una economía que necesita de un impulso monetario relevante a lo largo de todo el horizonte de proyección. Además el Consejo sigue considerando que la tasa de interés neutral se ubica entre 1 y 1,5 por ciento en términos reales.

En el escenario base, seguimos proyectando que el PIB gradualmente retomará mayores tasas de expansión, apoyado en un escenario externo favorable, el fin del ajuste de la inversión minera, la ausencia de desbalances macroeconómicos relevantes y una política monetaria claramente expansiva. Asimismo, se supone que la política fiscal continuará su senda de consolidación, expresada en lo inmediato en un próximo presupuesto coherente con los compromisos del gobierno. Todo lo anterior, en un contexto en que el crecimiento potencial retoma gradualmente niveles coherentes con el crecimiento tendencial.

Así, nuestras proyecciones no muestran mayores cambios respecto de lo que estimamos en junio. Para este año, proyectamos que la economía crecerá entre 1,25 y 1,75 por ciento (1% a 1,75% en junio). Para el 2018, seguimos estimando un crecimiento mayor, en un rango entre 2,5 y 3,5 por ciento, idéntico al proyectado en el IPoM de junio. Por el lado del gasto, nuestra proyección de crecimiento para el consumo privado se ajusta levemente al alza en el 2017, considerando el repunte de la masa salarial real observada hasta el momento, la recuperación de los indicadores de confianza, la necesaria reposición de stocks de bienes durables y la apreciación del tipo de cambio real. En la inversión, el ajuste a la baja de las proyecciones para el 2017 se origina principalmente en el componente de construcción. Ello, tanto en su parte minera, de infraestructura y habitacional. Esto último ante la mantención de elevados stocks de viviendas nuevas para la venta que aún persiste. De este modo, para el 2017 se prevé una contracción de este componente de la formación bruta de capital fijo, mientras que el componente de maquinarias y equipos se ajusta levemente al alza dando cuenta de los datos efectivos a la fecha y también del continuo crecimiento de las importaciones de bienes de capital, descontando las de transporte no regulares.

En el sector externo, se prevé una contracción de las exportaciones este año, como consecuencia de algunos *shocks* de oferta acontecido en el sector industrial y de las

interrupciones en la actividad minera del primer semestre que ya se ha reflejado en menores envíos del sector. Sin embargo, tratándose de factores que se estiman transitorios, para el 2018 estos embarques tendrán una visible recuperación. Para efectos de la balanza comercial, el mencionado incremento de los términos de intercambio, en particular el mayor precio del cobre, se traduce en un aumento del valor de las exportaciones de cobre, que más que compensa los menores volúmenes de las exportaciones no mineras. Con todo, en un contexto de mayores precios del cobre y reducciones de costos en la industria minera, las rentas pagadas al extranjero aumentan, con lo que en 2017, la cuenta corriente es levemente más deficitaria que lo previsto en junio (tabla 2).

La inflación ha evolucionado por debajo de lo previsto, ubicándose en 1,7 por ciento anual a julio. Aunque la evolución de la inflación subyacente no fue muy distinta de lo esperado, la baja inusual del componente de frutas y verduras durante estos meses le ha restado algo más de medio punto porcentual a la inflación anual. A ello se suma la importante apreciación que ha registrado el peso desde junio y que se intensificó en las últimas semanas. Así, la inflación del IPC finalizará el año en 2,4 por ciento y el IPCSAE lo hará en 1,9 por ciento, ambos valores por debajo de lo previsto en junio. Hacia adelante, se espera que la inflación subyacente fluctúe en torno a 2 por ciento hasta mediados del 2018, muy influida por los efectos de la mencionada apreciación reciente del peso, para retornar gradualmente hacia 3 por ciento desde ahí en adelante. En tanto, en la medida en que los precios de frutas y verduras vuelvan a una dinámica similar a la de sus promedios históricos, el IPC volverá a la meta hacia la segunda mitad del 2018. Esta trayectoria se basa en que, como mencioné, como supuesto de trabajo, el TCR tendrá una leve depreciación en el horizonte de proyección (gráfico 10).

Como es usual, una serie de elementos internos y externos representan riesgos para estas proyecciones.

En lo externo, sigue preocupando la respuesta de los mercados financieros a las estrategias de política monetaria de los principales bancos centrales del mundo desarrollado. Tras varios años de condiciones monetarias altamente expansivas, las economías han cerrado o están en proceso de cerrar sus brechas y es natural que la política monetaria comience a normalizarse, tanto en sus aspectos más convencionales (tasas) como en los menos (balance). Esto implica riesgos, tanto por lo inédito de la oportunidad y gradualidad del proceso como por las diferencias con lo que espera el mercado.

En Estados Unidos, se suman las dudas sobre el manejo fiscal y su efecto en el crecimiento, las tasas de interés y los precios de los activos en general. Se añaden preocupaciones sobre si los menores registros de inflación recientes en varios países desarrollados son algo puntual o más sistemático, así como riesgos asociados a las tensiones geopolíticas recientes. No obstante, tampoco se descarta que, dados los buenos números de los últimos trimestres, se observe una recuperación más rápida en los países desarrollados.

En el mundo emergente, la principal fuente de riesgos sigue siendo el desempeño de la economía china. Pese a los buenos resultados del primer semestre y las medidas de sus autoridades, persisten las dudas por los desequilibrios en varios de sus mercados. Se suma la incertidumbre por el rumbo que tomará la agenda de reformas una vez finalizado el

Congreso del Partido Comunista Chino. En América Latina, el panorama no ha cambiado mucho y los riesgos políticos siguen siendo la principal fuente de incertidumbre.

El cobre superó los 3 dólares la libra al cierre estadístico, pero el escenario base asume que se ubicará en torno a 2 dólares y 75 centavos la libra en los próximos dos años. Un escenario en que el actual valor del metal perdure tendría efectos positivos sobre la actividad y el gasto interno. Al mismo tiempo, podría llevar a una mayor fortaleza del peso y una reducción de la inflación en el corto plazo.

Las implicancias para la política monetaria de un escenario de este tipo no son evidentes. Si bien en el corto plazo la inflación se reduce, el mayor dinamismo de la economía podría implicar un cierre algo más rápido de la brecha de actividad en el horizonte de proyección. Esta encrucijada, en cierto modo, es similar a la que se vivió cuando el peso se depreciaba con fuerza entre el 2013 y 2015. En esos momentos, cuando el tipo de cambio acumuló un alza del orden de 45 por ciento, la inflación anual del IPC se ubicó durante varios trimestres por encima de 4 por ciento.

En aquella oportunidad, la política monetaria no reaccionó a este aumento de la inflación con un aumento de la TPM, en el entendido que era un efecto relevante pero transitorio sobre los precios. De hecho, lo que la economía necesitaba era de un mayor impulso monetario que ayudara a compensar los efectos negativos del fin del súper ciclo de las materias primas y de la debilidad que la economía ha mostrado en los últimos años. En ese sentido, si bien la apreciación reciente del peso es un fenómeno importante y que sin duda afectará la evolución de la inflación en el corto plazo, como lo recogen las proyecciones que acabo de mostrar, sus implicancias para la política monetaria no son evidentes mientras sus efectos directos o indirectos no impliquen que está en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

En lo interno, el escenario base supone que los factores que han reducido la actividad y la inflación en los últimos meses son transitorios. Sin embargo, es posible que su persistencia sea distinta que lo previsto. En la actividad, una fracción del menor crecimiento respondió a factores más persistentes relacionados con la inversión. Esto podría acentuarse, por ejemplo, si los indicadores de confianza retroceden. En todo caso, no se puede descartar que la economía retome mayores tasas de crecimiento más rápido que en el escenario base. Ello, pues el mercado laboral no se ha seguido deteriorando, el costo del crédito es bajo y las expectativas han mejorado algo, lo que podría llevar a un mayor dinamismo del consumo.

La inflación ha descendido más allá de lo previsto y se ubica por debajo de 2 por ciento. Las expectativas a plazos más cortos son menores que al cierre del IPoM previo, aunque a plazos largos no muestran mayores cambios y siguen alineadas con la meta. Sin embargo, diversos factores pueden llevar a que la baja de la inflación se intensifique o mantenga más que lo estimado. Esto podría afectar la formación de precios a plazos más largos y las expectativas de inflación.

En este contexto, el Consejo considera que el balance de riesgos para la actividad está equilibrado, mientras que para la inflación está sesgado a la baja en el corto plazo, pero equilibrado en el mediano.

Como supuesto de trabajo, en el escenario base consideramos un impulso monetario similar al del IPoM de junio. Esto es, una TPM que se mantendrá en torno a sus niveles actuales y que comenzará a aumentar hacia su nivel neutral solo una vez que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad. Con esto, la política monetaria se mantendrá expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección. Como siempre, permanecemos atentos a desvíos del escenario base que justifiquen movimientos de la TPM. Como acabo de mencionar, en el corto plazo los riesgos para la inflación están sesgados a la baja. Su materialización podría afectar la convergencia a la meta, en cuyo caso se requerirá una profundización de la expansividad de la política monetaria.

Nuevos aportes y desarrollos institucionales

Estimados senadoras y senadores, esta es la primera cuenta anual que me corresponde entregar a ustedes como Presidente del Banco Central. Encabezo una institución que lleva más de un cuarto de siglo de autonomía y que, en ese lapso, ha construido y solidificado una reputación técnica que ha permitido el correcto desempeño de sus funciones, transformándola en un referente institucional dentro del aparato público y en el concierto de los bancos centrales de países emergentes. Ello ha ocurrido en buena medida porque hemos contribuido de forma relevante a la estabilidad macroeconómica del país.

El camino recorrido no ha sido fácil. En sus inicios, la mera idea de dar autonomía al Banco tenía asociado un pesado manto de duda, no solo por lo novedoso del esquema, sino porque era difícil disociar sus potenciales beneficios en la lucha contra la inflación de las circunstancias políticas de su origen. No obstante, la actuación del Banco y sus primeras decisiones de política monetaria permitieron elevar la legitimidad de la Institución. Este ha sido un comportamiento que se ha extendido y profundizado a través del tiempo, en buena medida por iniciativa de los sucesivos Consejos del Banco. Los ajustes al marco de política monetaria, la creciente atención a los temas de estabilidad financiera, los esfuerzos por mejorar la orientación a los mercados sobre sus decisiones de política y la adopción, por iniciativa propia, de mayores estándares de transparencia y rendición de cuentas son expresión de ello.

Así, el capital invertido por el Banco en seriedad y compromiso con la meta inflacionaria y la estabilidad financiera ha contribuido enormemente a darle espacios de independencia en su política monetaria. A su vez, la autonomía institucional del Banco no ha impedido el diálogo y la coordinación con el Ejecutivo, a través del Ministro de Hacienda. Tampoco se ha traducido esta autonomía en mayor rigidez, sino que ha proporcionado un espacio institucional dentro del cual se ha podido adaptar, con oportunidad y flexibilidad, a desafíos emergentes, salvaguardando los espacios de independencia necesarios para realizar su labor.

El mayor desafío de una institución autónoma es no quedarse atrás frente a las nuevas exigencias de su entorno, actuando con oportunidad y eficacia para cumplir con sus

objetivos institucionales en nuevas circunstancias, ganándose la confianza de la ciudadanía. Esta confianza está lejos de ser un capital asegurado. En el cambiante mundo de hoy, en que la confianza se puede perder rápidamente, hay que trabajar cada día para mantenerla, especialmente considerando los desafíos que deberemos enfrentar, tanto en el plano económico como social.

En este contexto, de mayor transparencia, mejor comunicación y aporte a las necesidades de la ciudadanía, quiero hacer referencia a dos temas que acompañan a este IPoM: un informe sobre los determinantes del crecimiento tendencial de la economía chilena y un conjunto de modificaciones al proceso de toma de decisiones de política monetaria.

Determinantes del crecimiento tendencial de la economía chilena

Como mencioné hace unos minutos, junto con este IPoM hemos publicado un documento que resume un conjunto de investigaciones que nuestros equipos técnicos han realizado sobre los determinantes del crecimiento económico de largo plazo. Aunque estas investigaciones se realizan desde hace muchos años, han tendido a mantenerse en un plano académico. Sin embargo, dado que en los últimos años nuestra economía ha reducido su tasa de crecimiento económico de modo importante, nos pareció como Consejo que era adecuado hacer un esfuerzo adicional de consolidación de nuestro análisis, en un área que no solo es clave para cumplir adecuadamente con los objetivos que nos impone la ley, sino también de interés general para el país.

El documento que hoy presentamos es producto de medio año de trabajo de revisión, actualización y consolidación de estudios realizados en el Banco Central, así como de nueva evidencia empírica que va acrecentado nuestro conocimiento de la economía chilena. Este analiza en detalle el crecimiento tendencial de mediano plazo para Chile en el horizonte de los años 2017 a 2050, con especial atención a la proyección de crecimiento del PIB para los próximos diez años.

Este trabajo proyecta la evolución de los factores productivos (trabajo y capital) y de la productividad total de factores (PTF) para los sectores distintos de recursos naturales, mientras que para estos últimos actualiza la proyección de su evolución esperada, a la luz de diversos antecedentes sectoriales disponibles. En el documento se incluye tanto el estudio de la evolución histórica de las variables, como una comparación internacional, que permite mirar la experiencia chilena en el contexto de otros países que ya han transitado por nuestros actuales niveles de desarrollo, entregando luces respecto de qué esperar a futuro. El documento también destaca la importancia central de la productividad, tanto en explicar diferencias actuales en niveles de ingreso con el mundo desarrollado, como en la proyección de crecimiento futura. Por ello, hay un especial cuidado en analizar la evolución de la PTF, entregando nueva evidencia respecto de la importancia de generar las condiciones adecuadas para una eficiente asignación de recursos.

En lo principal, estimamos que un rango en torno a 3 y 3,5 por ciento es razonable para situar el crecimiento tendencial del PIB para los próximos diez años. Este rango de crecimiento tendencial supone que los sectores de recursos naturales crecerán alrededor de

2 por ciento en promedio, mientras que el resto de los sectores lo hará en torno a 3,4 por ciento.

Respecto de esto último, las estimaciones indican que el incremento del trabajo, entendido en un sentido amplio, aportará cerca de 0,8 por ciento al crecimiento del PIB resto. Detrás de esto, está el hecho de que las mejoras en capital humano, la incorporación de la mujer a la fuerza de trabajo y la inmigración, ayudarán a compensar el efecto negativo del envejecimiento de la población chilena y la tendencia a la reducción en las horas efectivamente trabajadas asociadas al desarrollo (gráfico 11).

La proyección asume un rol relativamente neutral al capital, en el sentido que se expande a la misma velocidad que el producto resto. Este supuesto es coherente con una mantención de la razón capital/producto en niveles cercanos a su promedio histórico, un hecho estilizado que también se observa en otros países. Para ello, sin embargo, es necesario que la tasa de inversión retome valores coherentes con el crecimiento potencial.

Finalmente, nuestra proyección supone que la productividad total de factores del sector resto volverá a crecer en torno a su promedio histórico de los últimos veinte años, un desafío relevante, pero claramente posible. La recuperación de la tendencia de crecimiento de la productividad de los sectores distintos de recursos naturales será especialmente importante, dada la tendencia a la baja de la de recursos naturales, asociada fundamentalmente a la caída en la ley de las explotaciones. Efectivamente, los datos muestran que, más allá de la dificultad de calcular la productividad sectorial, el efecto negativo del decaimiento de la ley minera ha perjudicado dicha actividad (gráfico 12).

La evidencia presentada para Chile sugiere que hay importantes ineficiencias en la asignación de recursos entre firmas y que existirían ganancias de primer orden de medidas tendientes mejorarlas, las que, a diferencia de lo que sucede con el capital humano, podrían generar ganancias en plazos más cortos.

Para respaldar este último análisis, el documento aporta algunas comparaciones internacionales en materia de productividad, evidencia microeconómica sobre cómo evoluciona la productividad de las firmas y su grado de dispersión. En particular, desde una perspectiva comparada, si bien la productividad de Chile parece estar en un nivel alineado con su nivel de PIB per cápita, es cerca del 60 por ciento de la de Estados Unidos y menor que la de los países más ricos de la OCDE, lo que implica que existen grandes espacios para mejorar (gráfico 13).

En Chile, como en muchas otras economías pareciera haber ganancias importantes de permitir una mejor asignación de los recursos productivos, ayudando a las firmas más eficientes a crecer y las menos a achicarse y eventualmente salir del mercado. Como se ve en la tabla, la reasignación de recursos es una importante fuente de crecimiento de la PTF (tabla 3). Para esto, es central tener mercados laborales flexibles que permitan ajustar la dotación de las empresas cuando sea necesario, desarrollar el sistema financiero para que haga fluir recursos hacia donde hayan buenas ideas y generar normas que faciliten la creación y disolución de empresas.

Estas cifras son similares a las presentadas en años anteriores, reflejo de que el Consejo no ha cambiado su visión respecto de la capacidad productiva de mediano plazo de la economía. Sin embargo, no podemos obviar el hecho de que, como durante los últimos años la tasa de crecimiento de la inversión y de la productividad han estado por debajo de sus niveles de tendencia, la capacidad productiva de corto plazo se ha resentido. En efecto, el Consejo estima que el crecimiento potencial de la economía se ubica hoy en torno a 2,5 por ciento, algo por debajo de lo estimado previamente.

Ajustes al proceso de política monetaria

Otro campo en el que estamos realizando avances es respecto de la transparencia y comunicación de nuestras decisiones de política monetaria. El Banco lleva adelante su política monetaria en un marco de metas de inflación, el que, para su correcto funcionamiento, requiere de una adecuada comunicación de las acciones realizadas y sus fundamentos, así como de un diagnóstico apropiado de la evolución de la economía local y externa. La adopción de estas decisiones y su comunicación se estructuran en torno a las Reuniones de Política Monetaria y el Informe de Política Monetaria, cuya organización, prioridad, contenidos y difusión se basan actualmente en procedimientos y estándares establecidos mayormente en la primera mitad de la década del dos mil.

El Consejo del Banco, después de una exhaustiva evaluación interna basada en la experiencia acumulada y las mejores prácticas a nivel internacional, ha decidido adoptar algunas modificaciones a su proceso de toma de decisiones y de comunicación de política monetaria.

En lo principal, el número de Reuniones de Política Monetaria (RPM) se reducirá de doce a ocho por año, alineándose con la práctica más común en bancos centrales de países con bajas tasas de inflación (gráfico 14). En este nuevo esquema, las reuniones se llevarán a cabo aproximadamente cada seis a ocho semanas, en enero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre, octubre y diciembre de cada año. Adicionalmente, la Reunión se extenderá desde un día a un día y medio, comenzando la tarde anterior al día en que se anuncia la decisión de política, dándole así más tiempo al Consejo para la discusión de los antecedentes y deliberación de opciones de política monetaria.

Lo anterior permitirá acumular más información entre Reuniones y generará mayor espacio para evaluar el impacto de los distintos indicadores económicos en el escenario base, permitiendo un análisis más robusto sobre la evolución reciente de la economía.

También realizaremos cambios sobre el Comunicado y la Minuta de nuestra Reunión, todos en el sentido de apoyar la decisión con mayor información que lo actualmente disponible. De este modo, el comunicado se extenderá para incluir los antecedentes principales del comportamiento reciente de la economía, los fundamentos de la decisión del Consejo y el resultado de la votación. La Minuta, por su parte, siguiendo una práctica habitual en bancos centrales con esquema de metas de inflación, entregará información adicional sobre la discusión el Consejo que puede resultar útil para una buena comprensión de sus decisiones e implicancias futuras.

Además, hemos decidido publicar las Actas de las Reuniones de Política Monetaria con diez años de desfase. Estas contienen información de las materias analizadas y opiniones vertidas por los participantes de ellas, identificando a quienes emitieron cada opinión. Su publicación cumple con varios objetivos. Por un lado, fortalece aún más la rendición de cuentas de los tomadores de decisiones y aumenta la transparencia ante la ciudadanía. Por otro, también aportará al estudio de la historia económica del país y una mejor comprensión de las decisiones tomadas desde una perspectiva histórica. La publicación de dicho material se hará en marzo de cada año. La medida tendrá efecto retroactivo, de modo que en la entrega de marzo del 2018 se incluirá el material que comprende los años 2000 a 2007.

Por último también realizaremos cambios en los períodos de publicación del Informe de Política Monetaria y el Informe de Estabilidad Financiera (IEF). La publicación del IPoM, que se mantiene en cuatro veces al año, se hará a primera hora del día siguiente de las reuniones de marzo, junio, septiembre y diciembre, y será complementada por una conferencia de prensa del Presidente del Banco en la sede de la Institución. Al publicar el IPoM el día después de la Reunión, el Consejo tendrá la oportunidad de reforzar la comunicación de los fundamentos que justifican las decisiones realizadas en la misma. En general, la gran mayoría de los bancos centrales publican su IPoM o documento similar el mismo día que se anuncian las decisiones de política monetaria. El Informe continuará siendo presentado al Senado inmediatamente después de su publicación, en fechas que serán acordadas con las instancias respectivas. El Informe de Estabilidad Financiera (IEF), por su parte, se continuará publicando dos veces al año, pero ahora se hará separadamente del IPoM, en mayo y noviembre (tabla 4).

Tanto el IPoM como el IEF integrarán de modo más activo los productos del trabajo de investigación económica y financiera que realiza el Banco, en materias de especial relevancia para las decisiones de política de la institución. Un primer paso en esta dirección es el documento sobre Crecimiento Tendencial que acompaña al presente IPoM.

Todos los cambios que he descrito comenzarán a aplicarse en enero del 2018. Además, en septiembre de cada año publicaremos el calendario que incluye tanto las fechas de las Reuniones de Política Monetaria como las fechas de publicación del IPoM e IEF del próximo año calendario. Para el 2018, dicho calendario se publicará el próximo jueves 14 de septiembre.

Todos estos cambios se enmarcan dentro de la planificación estratégica de la Institución y buscan potenciar el esquema de política monetaria actual, para así reforzar el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios. Por lo demás, las medidas son el resultado de una exhaustiva evaluación interna y reflejan tanto la experiencia acumulada por el Banco como las mejores prácticas a nivel internacional.

Palabras finales

Con esta exposición espero haber mostrado cómo el Banco Central de Chile sigue cumpliendo con las responsabilidades que le asigna la ley, al tiempo que avanza en su adaptación a nuevos desafíos y a necesidad de mantener y enriquecer la confianza de la ciudadanía.

El Banco no tiene más agenda que las funciones y tareas encomendadas, pero estas son suficientes para motivar un esfuerzo continuo de mejora, que hoy toma especial relevancia. Como mencioné en mi primera presentación a la Comisión de Hacienda en diciembre pasado, este año estamos realizando un ejercicio de planificación estratégica que nos permitirá establecer un marco de desarrollo institucional para los próximos cinco años. Para preparar este ejercicio se realizó una amplia consulta que incluyó, entre otras cosas, cerca de cien entrevistas a referentes corporativos de la institución. Aprovecho de agradecer a los senadores que respondieron nuestras preguntas.

Del proceso de planificación estratégica surgirá un conjunto de iniciativas que ayudarán al Banco a fortalecerse y mantenerse al día ante los nuevos desafíos de la economía y de la ciudadanía de los próximos años. Los ajustes al proceso de política monetaria que he presentado constituyen un anticipo del Plan Estratégico del Banco 2018-2022, pero espero poder hacer una presentación más completa del mismo con la presentación del IPoM de diciembre ante la Comisión de Hacienda.

Mientras el Banco Central de Chile cumple estrictamente con las responsabilidades que le entrega la ley, también trabaja para hacerse cargo de los desafíos de mañana. Para nosotros, la autonomía institucional representa una base desde la cual podemos movilizar nuestros recursos para cumplir con estándares cada vez más elevados de eficacia, eficiencia y transparencia. Del mismo modo en que muchas de las prácticas actuales han surgido de acuerdos pasados del Consejo, estamos hoy trabajando para fijar los nuevos estándares contra los cuales queremos ser evaluados en el futuro. La autonomía institucional debe ser vista como un factor que, en lugar de aislar al Banco del resto del país, lo hace particularmente responsable de ser proactivo en responder a sus necesidades. Lo importante es que la respuesta del Banco a los nuevos desafíos sea oportuna, bien planificada y eficaz, recurriendo a la retroalimentación, la coordinación y la cooperación con otros actores.

En este proceso el papel del Senado es fundamental. Es a través de esta Honorable Cámara que damos cuenta por nuestra gestión. El diálogo con el Senado es clave como retroalimentación de nuestro trabajo y como fuente de nuevos desafíos. Los cambios en curso agregarán nuevas oportunidades para fortalecer este vínculo. En particular los ajustes en el proceso de política monetaria transformarán la actual presentación del IPoM a la Comisión de Hacienda o a este plenario en una sesión en que los senadores tendrán más espacio y tiempo para formular sus preguntas y comentarios. Esperamos, del mismo modo, desarrollar mecanismos para una cuenta más exhaustiva de nuestra gestión, que abarque el conjunto de temas bajo la responsabilidad del Banco.

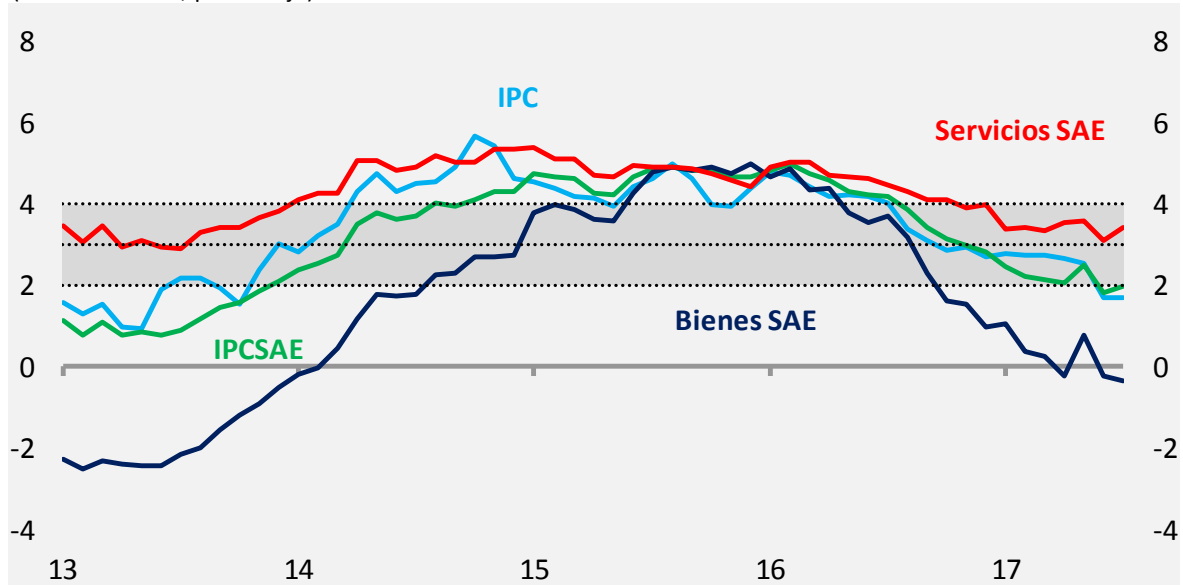
Por lo pronto deseo agradecer su atención y quedo disponible para las consultas que los honorables senadores y senadoras deseen realizar.

Muchas gracias.

Gráfico 1

Indicadores de inflación (*)

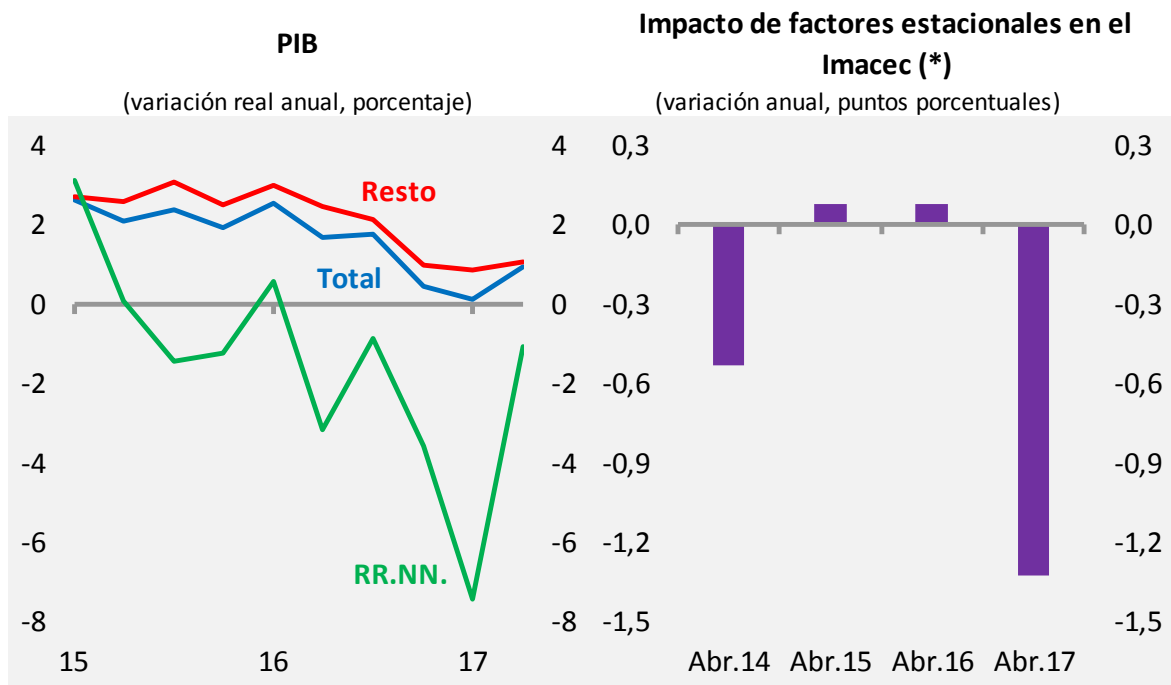
(variación anual, porcentaje)



(*) 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



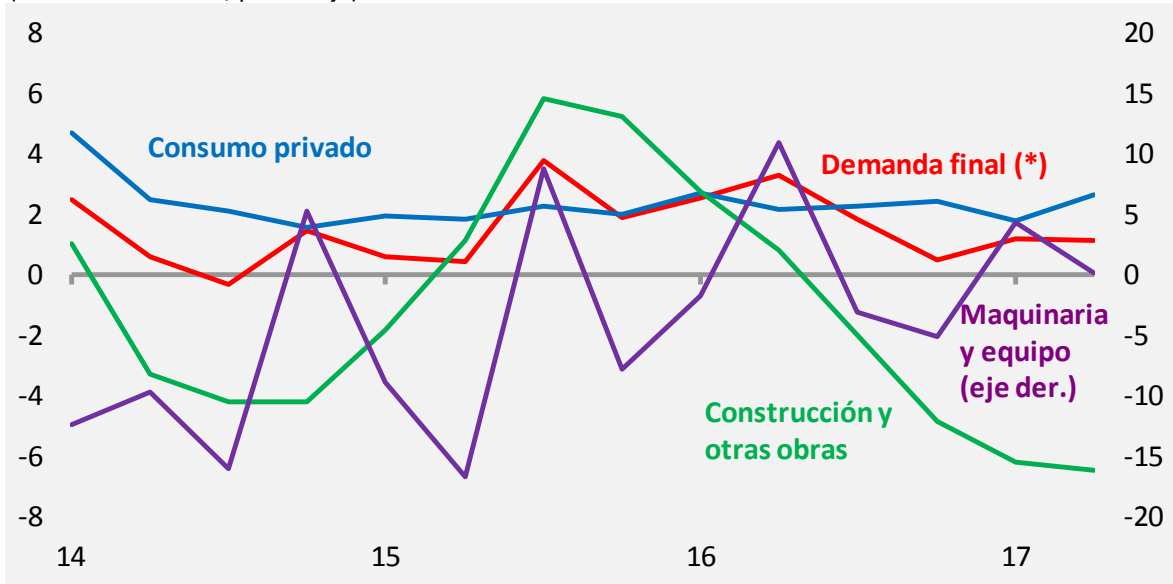
(*) Diferencia de la variación anual entre el Imacec no minero original y desestacionalizado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3

Demanda interna y componentes

(variación real anual, porcentaje)



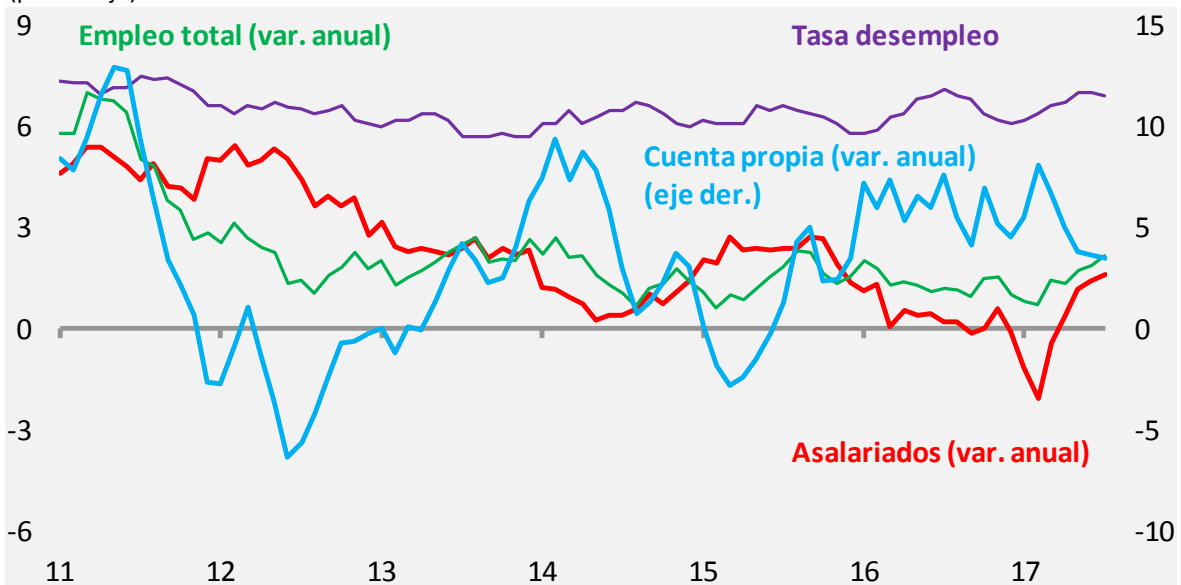
(*) Sin variación de existencias.

Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico 4

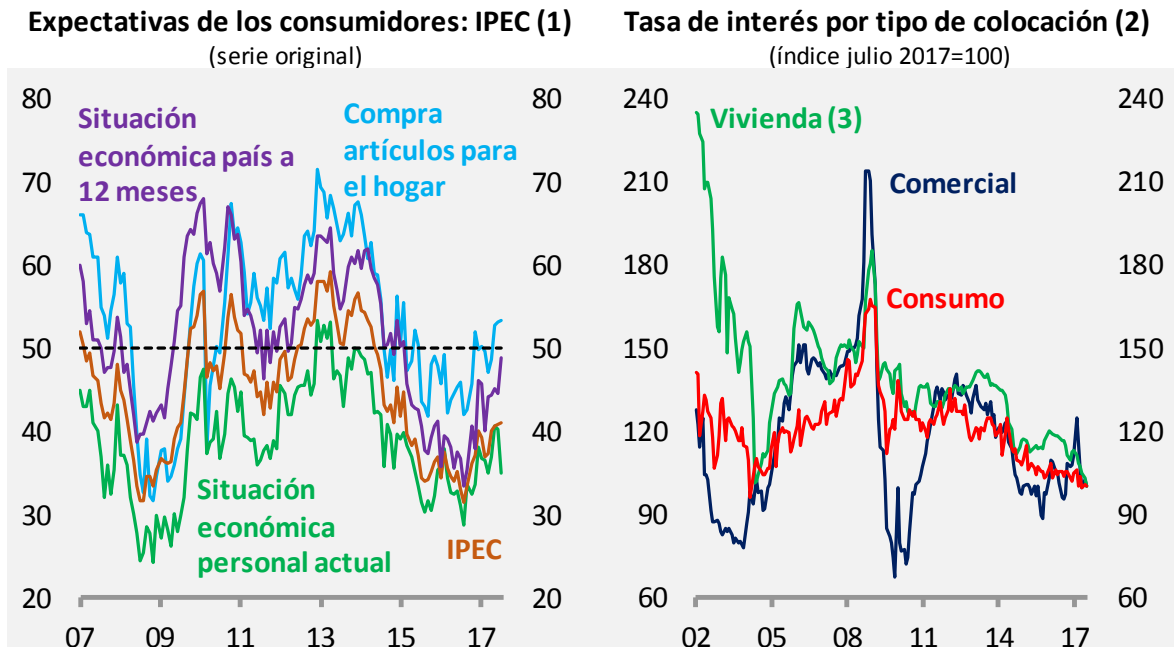
Mercado laboral

(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

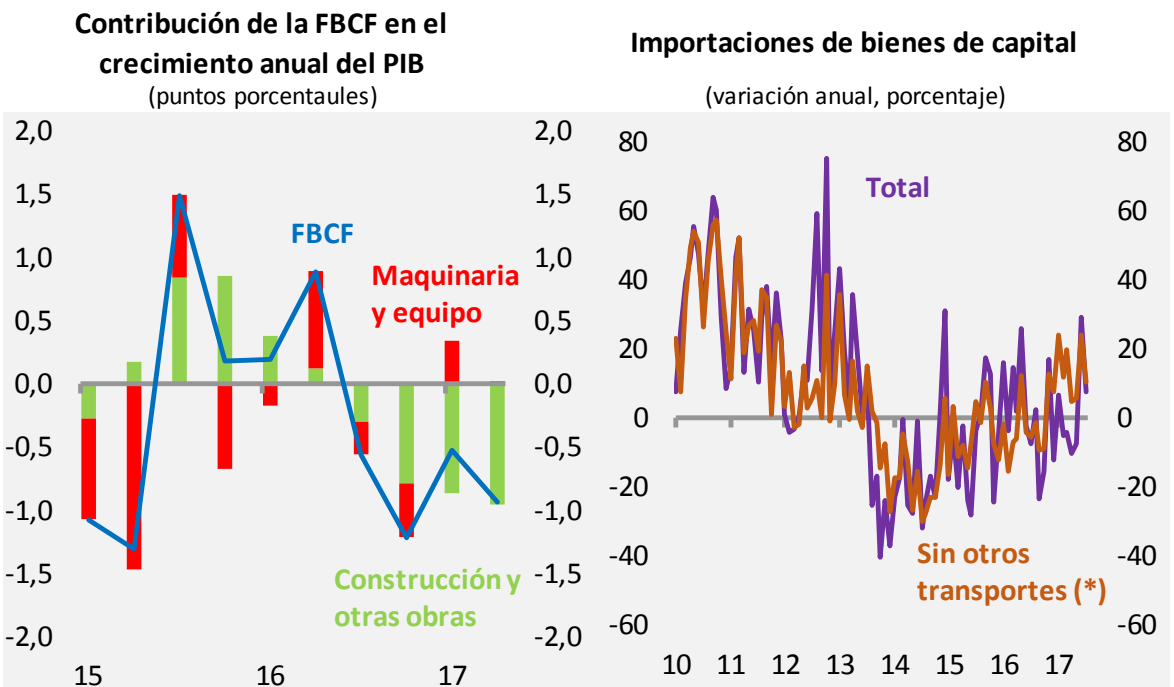
Gráfico 5



(1) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo). (2) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (3) Corresponden a colocaciones en UF.

Fuentes: Adimark y Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

Gráfico 6



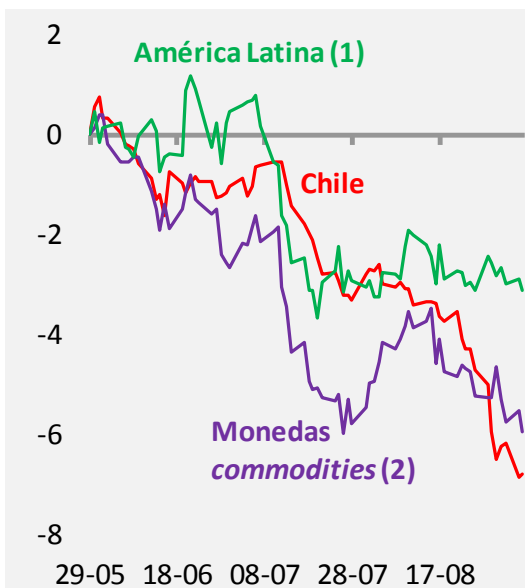
(*) Excluye vehículos de transporte no regular (aviones, barcos, helicópteros y trenes).

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7

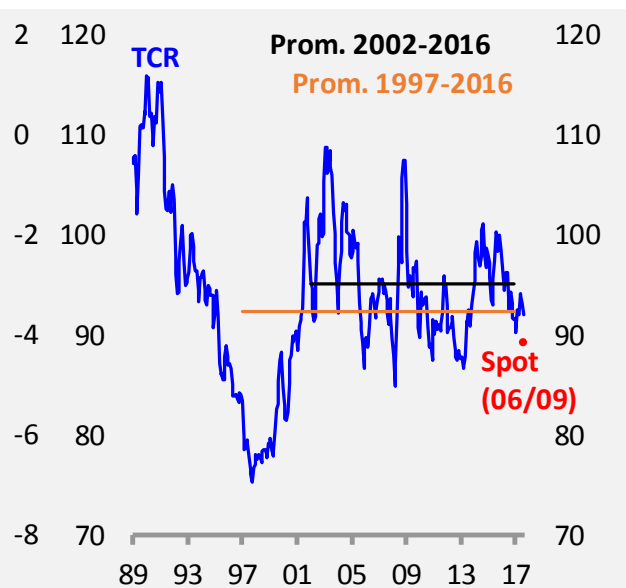
Paridades respecto del dólar estadounidense

(variación acumulada desde el 29-05-17,
puntos porcentuales)



Tipo de cambio real (3)

(índice 1986=100)



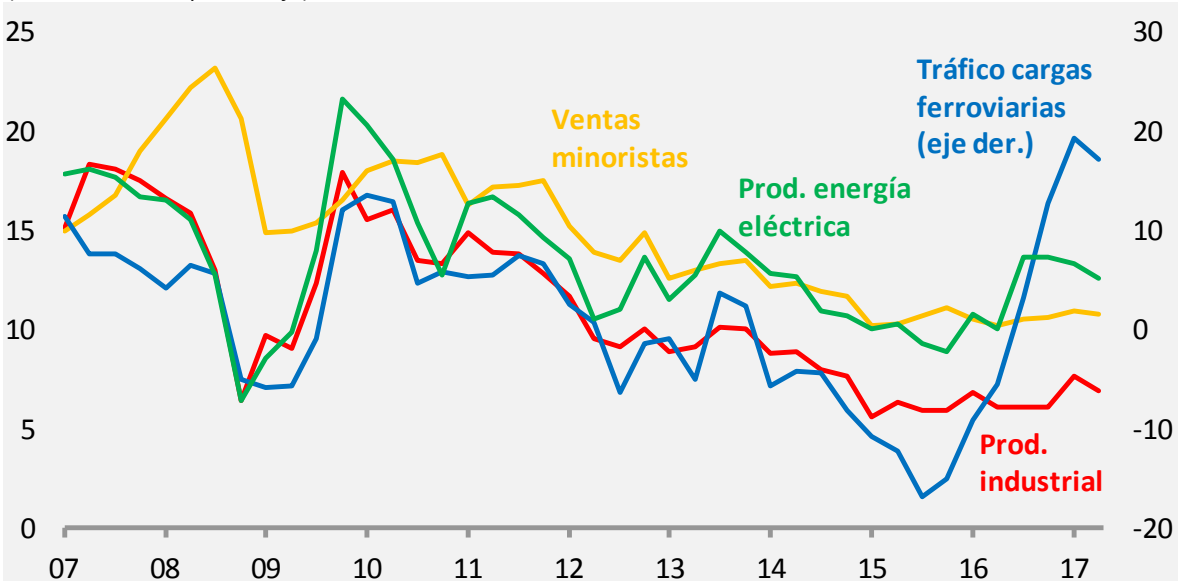
(1) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (2) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (3) Dato de agosto 2017 corresponde a estimación preliminar.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 8

China: Indicadores sectoriales (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) Series trimestrales.

Fuente: Bloomberg.

Tabla 1

Escenario internacional

	2016	2017 (f)		2018 (f)		2019 (f)
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Jun.17	Sept.17	Jun.17	Sept.17	Sept.17
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	1,9	4,7	8,5	-0,5	0,0	-1,8
PIB socios comerciales	2,9	3,3	3,5	3,4	3,5	3,4
PIB mundial PPC	3,1	3,4	3,6	3,5	3,6	3,6
PIB mundial a TC de mercado	2,5	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9
Estados Unidos	1,5	2,2	2,1	2,3	2,3	2,2
China	6,7	6,5	6,7	6,3	6,4	6,1
Eurozona	1,8	1,7	1,9	1,7	1,7	1,7
América Latina (excl. Chile)	-1,5	1,1	1,1	2,2	2,1	2,4
Precios externos (en US\$)	-2,7	2,4	3,2	1,4	1,6	2,3
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	221	255	275	250	275	270
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	43	50	49	51	49	49
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	44	53	52	53	52	52
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	389	453	450	447	440	435
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,7	1,5	1,4	2,5	2,3	3,0

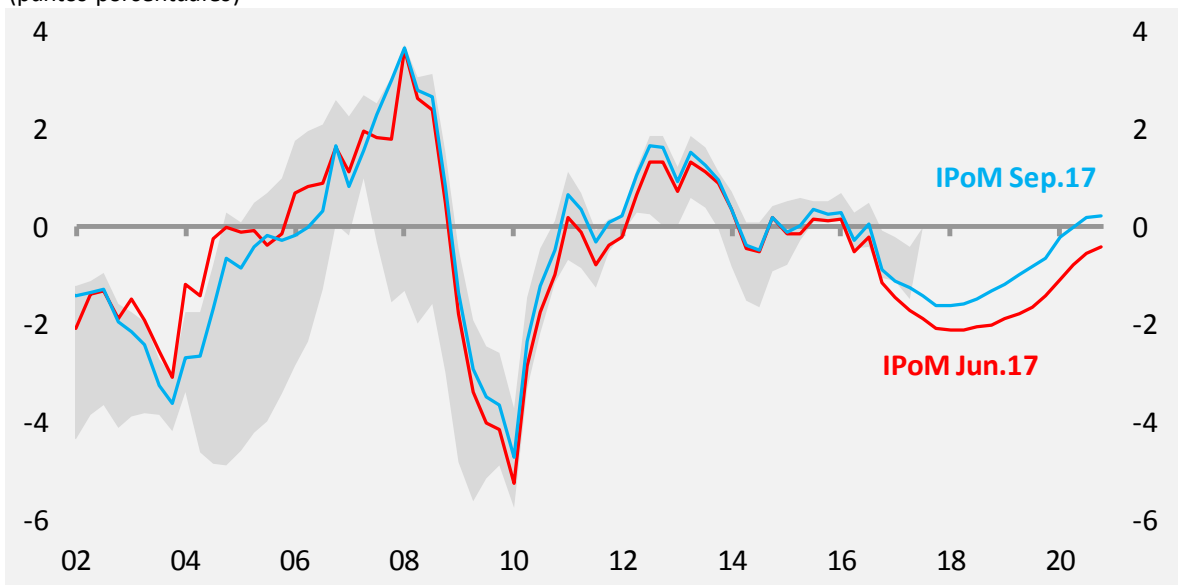
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9

Brecha de actividad (*)

(puntos porcentuales)



(*) El área gris indica el rango mínimo y máximo de estimaciones de brecha, utilizando distintos métodos de estimación de PIB Potencial (HP, SVAR, MEP, FMV, Filtro trivariado y SSA). Ver Fornero y Zúñiga (2017).

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 2

Escenario interno

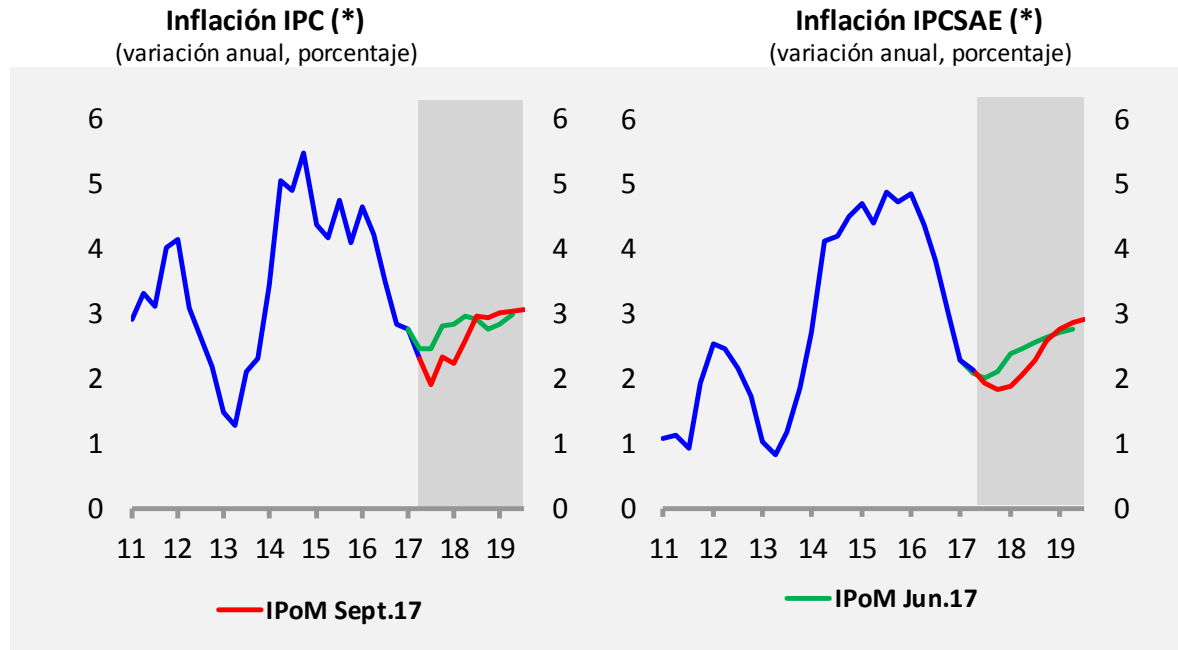
(variación anual, porcentaje)

	2016 IPoM Sept.17	2017 (f) IPoM Jun.17	IPoM Sept.17	2018 (f) IPoM Jun.17	IPoM Sept.17
PIB	1,6	1,0-1,75	1,25-1,75	2,5-3,5	2,5-3,5
Demanda interna	1,1	2,5	2,6	3,9	3,9
Demanda interna (sin var. de existencias)	2,0	1,8	1,7	2,9	2,9
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-0,9	-1,6	3,0	3,2
Consumo total	2,8	2,6	2,7	2,9	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	-0,1	0,7	0,1	3,9	4,5
Importaciones de bienes y servicios	-1,6	4,3	4,6	6,6	7,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,4	-1,0	-1,2	-1,9	-1,8
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,2	20,2	19,8	20,3	20,2
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,2	22,1	21,7	22,2	21,8

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10



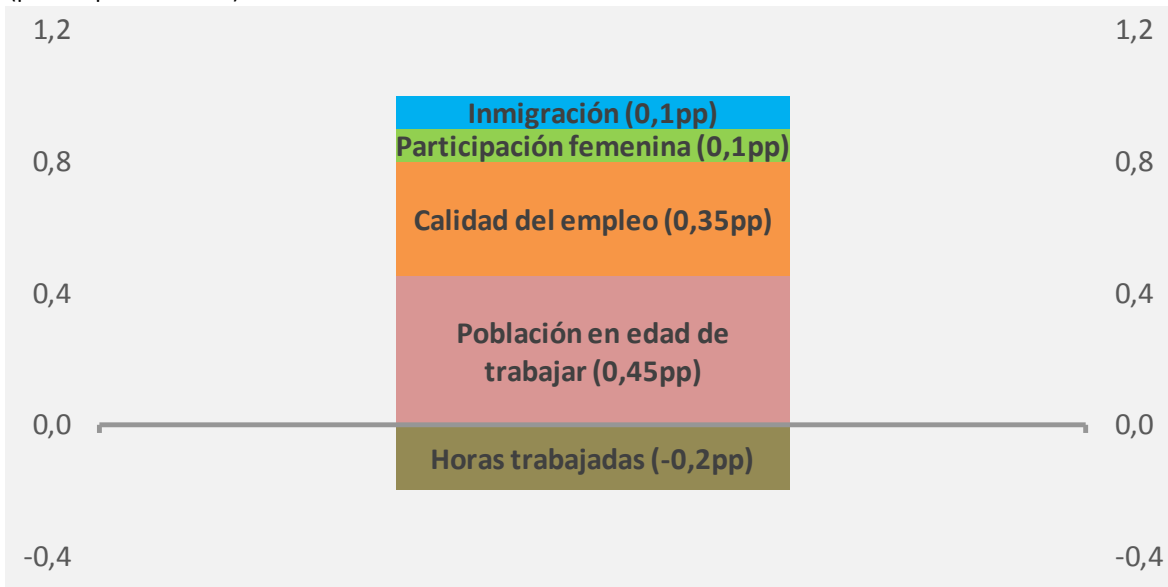
(*) El área gris corresponde a la proyección a partir del tercer trimestre del 2017.

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

Gráfico 11

Aporte del trabajo al crecimiento del PIB tendencial 2017-2026

(puntos porcentuales)

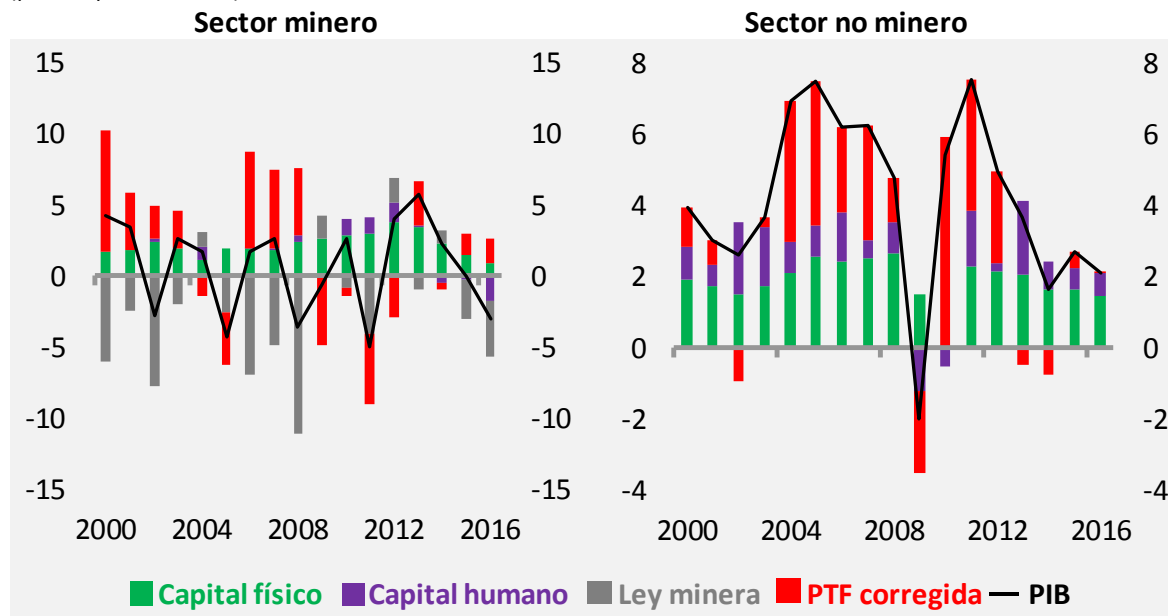


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12

Descomposición del crecimiento en Chile

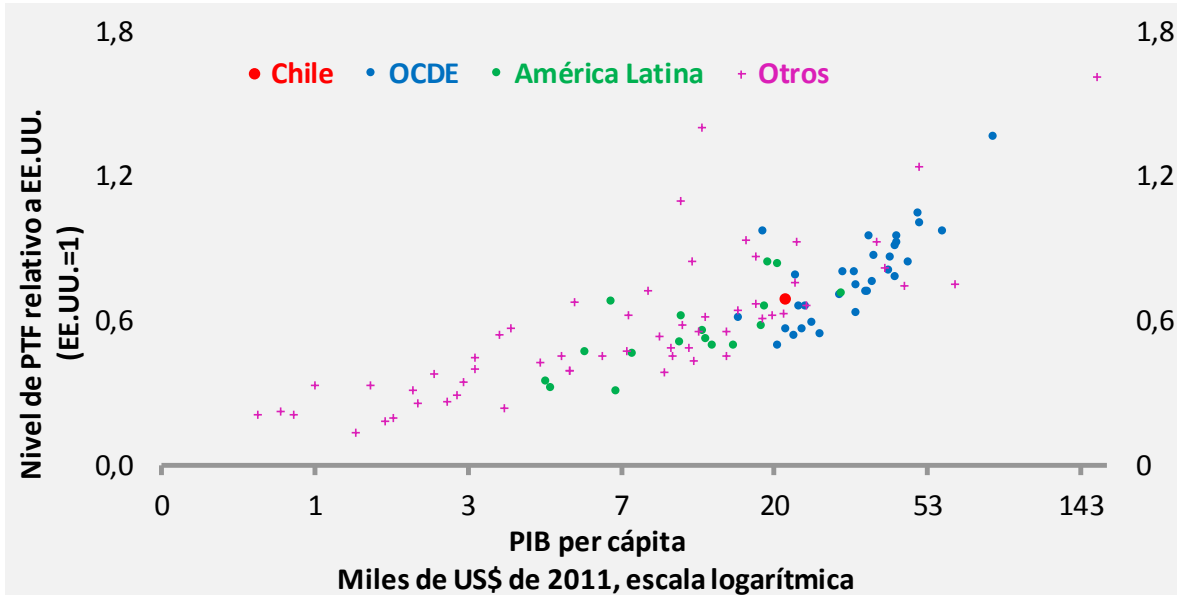
(puntos porcentuales)



Fuente: De la Huerta y Luttini (2017).

Gráfico 13

Productividad total de los factores (PTF) y PIB per cápita, promedio 2012-2014 (*)



(*) Países con población mayor a un millón y PTF promedio no mayor a 2 veces la de EE.UU. En azul países que en el 2017 están en la OCDE (incluido México).

Fuente: Banco Central de Chile en base a datos de PWT 9.0.

Tabla 3

Descomposición del crecimiento de la productividad: 2006 - 2015 (*)

Crecimiento productividad	0,97%
Crecimiento productividad firmas que continúan	1,23%
Reasignación entre firmas que continúan	1,03%
Margen de rotación neto	-1,30%

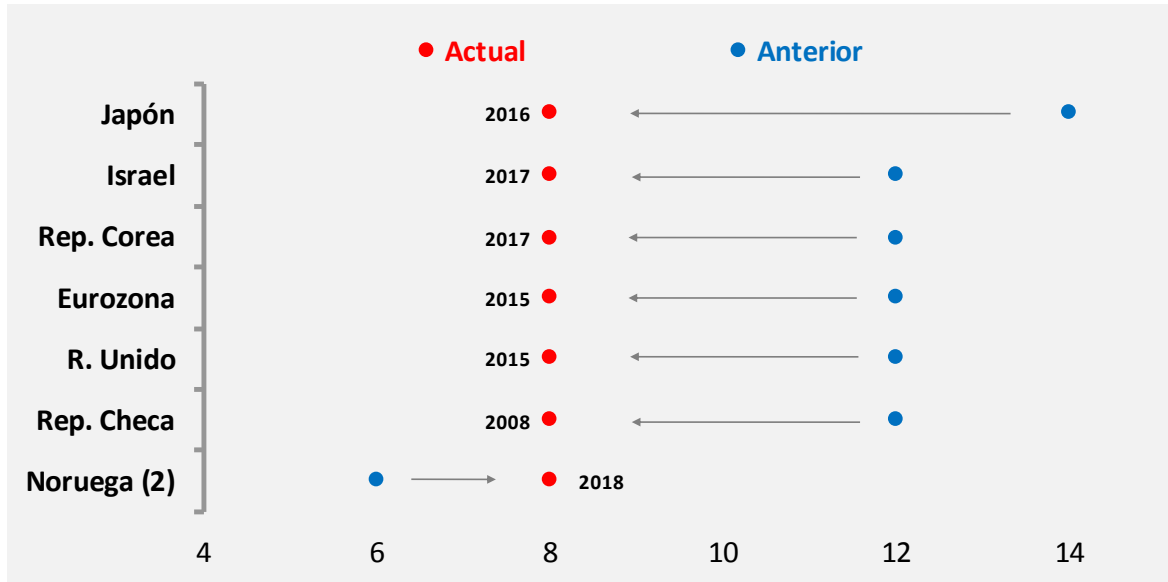
(*) Promedio anual de la descomposición del crecimiento de la productividad entre 2006 y 2015.

Valores escalados por el promedio de la productividad. Estimación de parámetros mediante metodología de Levinsohn y Petrin (2003) calculados a 91 sectores.

Fuente: Banco Central de Chile en base a datos del SII del F22 y DJ1887.

Gráfico 14

Cambios recientes a la periodicidad de la RPM (1)



(1) A un lado de los puntos rojos se detalla el año en que se implementó la reducción del número de RPM.

(2) El Norges Bank anunció a principios de mayo de este año que aumentará la frecuencia anual de sus RPM de seis a ocho a partir del 2018.

Fuente: Banco Central de Chile en base a los bancos centrales de los respectivos países.

Tabla 4

Ajustes al proceso de política monetaria

ACTUAL		NUEVO	
Minuta de antecedentes (1 día antes de RPM)	• Antecedentes de la evolución de la economía nacional e internacional desde RPM anterior	• Principales antecedentes de la evolución de la economía nacional e internacional desde RPM anterior • Decisión de política monetaria • Fundamentos de la decisión del Consejo • Resultado de la votación	Comunicado oficial de RPM (al término de cada RPM)
Comunicado oficial de RPM (al término de cada RPM)	• Breve referencia a entorno económico • Decisión de política monetaria	• Principales gráficos y tablas presentadas por el Staff al Consejo • Opciones de política consideradas por el Consejo • Argumentos a favor y en contra de cada opción	Minuta de RPM (11 días hábiles después de RPM)
Minuta de RPM (11 días hábiles después de RPM)	• Resultado de la votación • Opciones propuestas por el staff • Síntesis de la discusión		
Acta de RPM (Reservada, no se publica)	• Detalle de planteamientos de cada consejero y del Ministro de Hacienda	• Detalle de planteamientos de cada consejero y del Ministro de Hacienda	Acta de RPM (Publicada 10 años después)

Fuente: Banco Central de Chile.