

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2017



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2017



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	13
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	15
II. MERCADOS FINANCIEROS	21
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	25
IV. PRECIOS Y COSTOS	29
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	33
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	51
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54
RECUADROS	
Cambios a procesos y comunicación de la política monetaria	11
Normalización de política monetaria en EE.UU.	19
Crecimiento tendencial y potencial	37
Cambios en el escenario base de proyección durante el último año	39
ANEXOS	
BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	41
ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	43
PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2017	48

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 29 de agosto de 2017.

PREFACIO

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh) tiene como principal objetivo mantener una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. Su compromiso explícito es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual. Para cumplir con esto, el BCCh orienta su política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en el horizonte de política en torno a dos años. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM se publica cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, la actividad y la demanda agregada, y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 1 de septiembre de 2017 para presentarse ante el Senado el 6 de septiembre de 2017.

El Consejo

RESUMEN

En los últimos meses, la inflación y el crecimiento se ubicaron por debajo de lo anticipado en junio. No obstante, las principales diferencias se relacionaron con factores que en su mayoría se consideran transitorios. Por ello, ni las perspectivas para la economía ni la orientación general de la política monetaria, difieren mayormente de lo previsto en esa ocasión. En el escenario base, la inflación subyacente —IPCSAE— comenzará a retornar gradualmente a 3% a partir de mediados del 2018, mientras que la inflación total subirá algo más rápido, en la medida que los precios de los componentes más volátiles se comporten más acordes con sus patrones históricos y se confirme la visión de mercado para los precios internacionales de los combustibles y alimentos. Para el PIB, se proyectan mayores tasas de crecimiento a partir de la segunda mitad de este año y una brecha de actividad que se mantendrá en torno a sus niveles actuales y comenzará a cerrarse gradualmente hacia la segunda mitad del 2018. En este escenario, el Consejo ha mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,5%.

A julio, la inflación anual del IPC descendió a 1,7%, acumulando una baja mayor que la prevista en junio. Su componente subyacente evolucionó en línea con lo anticipado, ubicándose en torno a 2% anual, y sigue dando cuenta de una inflación de bienes con tasas de variación anual levemente negativas y de servicios por sobre 3%. 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 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% anual, con sectores resto que crecieron 1,1%, 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. 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%, respectivamente. También incidieron algunos *shocks* puntuales que afectaron al sector industrial. Sigue destacando el mayor impulso de las actividades más ligadas al consumo, como el comercio y los servicios, y continúa observándose una debilidad mayor en los relacionados con la inversión, como la construcción y algunos servicios empresariales.

La demanda interna total creció 3,9% anual en el segundo trimestre, con una sorpresiva mayor acumulación de existencias. Si bien parte de ella responde a una reposición de stock tras un período prolongado de reducción, existen algunos indicios que habría sido superior a lo deseado. Esto podría derivar en menores importaciones en los meses venideros.



Por su parte, la demanda interna final —descontada la variación de existencias— fue algo menor que lo anticipado y siguió dando cuenta del dispar comportamiento del consumo y la inversión. El primero muestra un crecimiento algo mayor y una mejora en varios de sus principales determinantes, como el empleo asalariado, que ha recuperado tasas de variación anual positivas, empujando la masa salarial por encima de lo previsto. Además, aunque las expectativas de consumidores persisten en terreno pesimista, han mejorado en los últimos cinco meses. Por otro lado, el costo del crédito está en niveles históricamente bajos, acordes con la expansividad monetaria. La inversión, en cambio, sigue débil, en particular el componente de construcción y obras, que ha profundizado la contracción 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 redujo su expansión anual respecto del trimestre previo, aunque sigue con mejores resultados que en los últimos años, en especial cuando se descuenta el ítem de transporte no regular.

En lo externo, se ha ido fortaleciendo un panorama más favorable. Los términos de intercambio han mejorado, con un precio del cobre que superó los US\$3 la libra en las últimas semanas. Ello, en un contexto en que el precio del petróleo, con vaivenes, 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 en que la debilidad del dólar, las bajas tasas de interés y el mejor desempeño de China dan soporte a mayores precios en el corto plazo. Con todo, no se prevé que su precio se sostenga en los niveles actuales, pero se proyecta que tendrá promedios mayores a los estimados en junio: US\$2,75 el 2017 y el 2018, y US\$2,7 el 2019.

También se ha consolidado un mayor crecimiento económico en el mundo desarrollado. EE.UU., 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. En este contexto, 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 EE.UU. 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%, lo que, en términos reales, se tradujo en una baja del orden de 3,5% del TCR. 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. Como supuesto de trabajo, el escenario base de este IPoM supone una leve depreciación en el horizonte de proyección.

En el mundo emergente, en el primer semestre China creció 6,9% 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. En América Latina, la recuperación ha sido más lenta, en parte por

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00 - 07	Prom. 10 - 15	2016 (f)	2017 (f)	2018 (f)	2019 (f)
(variación anual, porcentaje)						
Términos de intercambio	8,2	0,4	1,9	8,5	0,0	-1,8
PIB socios comerciales (*)	3,7	4,1	2,9	3,5	3,5	3,4
PIB mundial PPC (*)	4,5	3,9	3,1	3,6	3,6	3,6
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,1	2,5	2,9	3,0	2,9
PIB desarrolladas PPC (*)	2,4	1,7	1,6	2,0	1,9	1,9
PIB emergentes PPC (*)	6,5	5,4	4,0	4,8	5,0	4,8
Precios externos (en US\$)	4,6	0,9	-2,7	3,2	1,6	2,3
(niveles)						
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	154	332	221	275	275	270
Precio del petróleo WTI (US\$/baril)	44	85	43	49	49	49
Precio del petróleo Brent (US\$/baril)	42	94	44	52	52	52
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	366	701	389	450	440	435
Líbor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,3	0,7	1,4	2,3	3,0

(*) Para un detalle de su definición ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

factores idiosincráticos, en un contexto en que la reducción de la inflación ha permitido aumentar el impulso monetario en varios países de la región.

El escenario base de este IPoM incorpora la revisión anual de las estimaciones de PIB tendencial y potencial para la economía chilena. Sobre el primero, se estima que un rango entre 3 y 3,5% es una referencia adecuada para la capacidad promedio de crecimiento durante los próximos diez años^{1/}. Este rango supone, entre otras cosas, que la inversión retomará tasas de crecimiento similares a las del PIB; que la productividad de los sectores distintos de recursos naturales aumentará en torno a su crecimiento promedio de los últimos 20 años (0,9% anual); y que la inmigración y el aumento de la participación laboral femenina y la calidad del empleo compensan parcialmente el efecto del envejecimiento de la población sobre la fuerza de trabajo. En plazos más cortos, la inversión y la productividad han mostrado tasas de crecimiento por debajo de sus niveles de tendencia, afectando negativamente el PIB potencial. Así, se considera que el crecimiento del PIB potencial se ubica hoy en torno a 2,5% (entre 2,5 y 3% 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 (Recuadro V.1). 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% en términos reales.

En el escenario base, se sigue 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, lo que en el corto plazo se expresará en un próximo presupuesto en línea 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, la economía crecerá entre 1,25-1,75% en el 2017, y aumentará hasta una cifra entre 2,5 y 3,5% el 2018. Por el lado de la inflación, se estima que el IPCSAE seguirá en torno a 2% hasta mediados del 2018, para luego aumentar lentamente hacia 3%. Esta trayectoria está por debajo de lo previsto en junio, dando cuenta del efecto de la apreciación del peso. El IPC total terminará el año en 2,4% y se situará en torno a 3% a partir de la segunda mitad del 2018.

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 EE.UU., 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 dudas 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

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2016	2017 (f)	2018 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	1,6	1,25-1,75	2,5-3,5
Ingreso nacional	1,7	2,6	3,2
Demanda interna	1,1	2,6	3,9
Demanda interna (s/variación de existencias)	2,0	1,7	2,9
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-1,6	3,2
Consumo total	2,8	2,7	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	-0,1	0,1	4,5
Importaciones de bienes y servicios	-1,6	4,6	7,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,4	-1,2	-1,8
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	20,2	19,8	20,2
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	21,6	21,0	22,0
FBCF (% del PIB nominal)	23,2	21,7	21,8
FBCF (% del PIB real)	21,9	21,3	21,4
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-3.574	-3.200	-5.200
Balanza comercial	5.256	8.600	6.600
Exportaciones	60.597	68.500	72.600
Importaciones	-55.341	-59.900	-66.000
Servicios	-3.137	-3.300	-3.400
Renta	-7.117	-10.800	-10.900
Transferencias corrientes	1.424	2.300	2.500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

INFLACIÓN

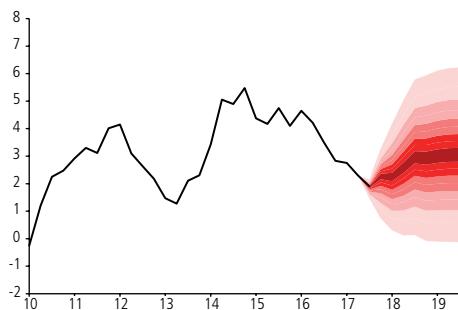
	2016	2017 (f)	2018 (f)	2019 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Inflación IPC promedio	3,8	2,3	2,7	
Inflación IPC diciembre	2,7	2,4	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	4,0	2,0	2,2	
Inflación IPCSAE diciembre	2,8	1,9	2,7	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,9

(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2019.

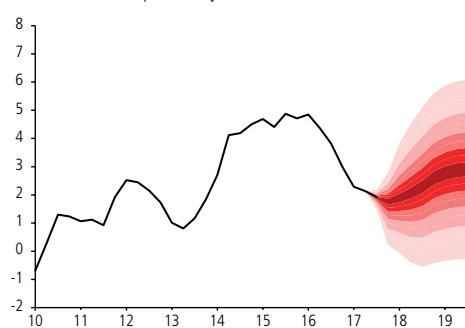
Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Ver documento publicado junto con este IPoM, *Crecimiento Tendencial: Proyección de mediano plazo y análisis de sus determinantes*.

**PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPC (*)**
(variación anual, porcentaje)

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Como supuesto metodológico, el escenario base de proyección considera que la TPM 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

PROYECCIÓN DE INFLACIÓN IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Como supuesto metodológico, el escenario base de proyección considera que la TPM 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

que, dados los buenos números de los últimos trimestres, se observe un mayor crecimiento económico 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 US\$3 la libra al cierre estadístico, pero el escenario base asume que se ubicará en torno a US\$2,75 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 no son evidentes, pues, si bien en el corto plazo reduce la inflación, el mayor dinamismo de la economía podría implicar un cierre algo más rápido de la brecha de actividad.

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%. 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, el escenario base considera 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, el Consejo permanecerá atento a desvíos del escenario base que justifiquen movimientos de la TPM. Como se mencionó, 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.

RECUADRO

CAMBIOS A PROCESOS Y COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

El Banco Central de Chile 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 2000.

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. Estas modificaciones son parte de la planificación estratégica de la Institución y buscan fortalecer el proceso de toma de decisiones, potenciar la capacidad de análisis interno y mejorar la cantidad, calidad y oportunidad de la información que se entrega al público^{1/}.

Este Recuadro describe los cambios más importantes y algunos aspectos de su implementación.

Cambios en el esquema de Reuniones de Política Monetaria

El número de Reuniones de Política Monetaria (RPM) se reducirá de 12 a 8 por año, alineándose con la práctica más común en bancos centrales de países con bajas tasas de inflación. 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.

^{1/} Una explicación más detallada de las medidas se encuentra en la sección "Política Monetaria" del sitio web institucional, www.bcentral.cl.

Lo anterior permitirá acumular más información entre RPM 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.

Cambios a la comunicación de la Política Monetaria

El comunicado se publicará a las 18 horas del segundo día de la Reunión. Este comunicado se extenderá respecto de su versión actual para incluir los antecedentes más importantes de la evolución de la economía considerados en el análisis, los fundamentos de la decisión adoptada por el Consejo, y el resultado de la votación que la respalda.

Por su parte, la Minuta de la RPM seguirá incluyendo información detallada de los temas analizados y discutidos en la Reunión, las opciones de política monetaria consideradas y los principales argumentos del Consejo para la decisión de política monetaria. Adicionalmente, esta incluirá los antecedentes y principales gráficos de la presentación realizada por la Gerencia de División Estudios durante la Reunión, que dejarán de publicarse por separado. De este modo, la Minuta, 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. El plazo de publicación de la Minuta de la RPM se mantendrá en once días hábiles bancarios.

Finalmente, el Consejo ha decidido publicar las Actas de las RPM 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.



Cambios en el IPoM e IEF

La publicación del IPoM, que se mantiene en cuatro veces al año, se hará a primera hora del día siguiente de las RPM de marzo, junio, septiembre y diciembre, y será complementada por una conferencia de prensa del Presidente del Banco Central en la sede de la Institución. Al publicar el IPoM el día después de la RPM, 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.

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.

Implementación

Los cambios descritos anteriormente comenzarán a aplicarse en enero del 2018.

En septiembre de cada año se publicará 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.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: IPOM DE JUNIO DE 2017

El IPoM de junio daba cuenta de una inflación sin mayores novedades, coherente con un tipo de cambio que permanecía en niveles similares a los de mediados del año pasado y holguras de capacidad que se habían ampliado gradualmente. Muy influenciada por el paro en Escondida, la actividad del primer trimestre había tenido un crecimiento anual casi nulo, en un contexto donde el desempeño de los sectores ligados a la inversión en construcción permanecía muy débil. El consumo mostraba una evolución más estable, impulsado por el significativo crecimiento de la demanda por bienes durables, lo que había compensado el desempeño más acotado de sus otros componentes. El escenario externo, más allá de las volatilidades recientes, seguía apuntando a un mayor crecimiento del mundo desarrollado, con condiciones financieras favorables para los emergentes y precios de materias primas sin grandes variaciones. Así, aunque permanecían focos de incertidumbre relevantes, las perspectivas para el 2017 y el 2018 no tenían mayores cambios respecto de lo previsto.

El escenario base consideraba que el TCR se mantendría en valores similares y que las holguras de capacidad empezarían a cerrarse durante el 2018. La inflación subyacente continuaría descendiendo por algunos meses para luego aproximarse a 3% a fines del horizonte de proyección. El aumento del precio de los ítems más volátiles sería mayor que el de la inflación subyacente, con lo que la convergencia de la inflación total sería más rápida. Se seguía estimando que en los próximos meses la variación anual del IPC bajaría a niveles cercanos al piso del rango de tolerancia, para volver a 3% a fines de año y oscilar en torno a ese valor hasta mediados del 2019.

El PIB se expandiría entre 1 y 1,75% en el 2017, y entre 2,5 y 3,5% el 2018. Los cambios respondían, principalmente, al menor desempeño de la actividad minera este año y su recuperación en el 2018, ya que las perspectivas de crecimiento para el resto de los sectores no habían variado mayormente. El retorno a tasas de crecimiento acordes con el potencial y cierre de brechas era coherente con una economía que no mostraba desbalances relevantes, la disipación gradual de algunos de los factores puntuales que habían impedido un mejor desempeño en años recientes y una recuperación de los indicadores de confianza. Se sumaba una política monetaria más expansiva y un escenario externo que aportaría un impulso mayor que el de años anteriores. En cuanto a la política fiscal, se asumía que continuaría la consolidación anunciada por el Gobierno. En el

escenario base, la política monetaria se mantendría expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección. Como supuesto de trabajo para la TPM se consideró una trayectoria coherente con la que mostraban las distintas medidas de expectativas.

Los riesgos externos seguían ligados a la evolución de la política fiscal y monetaria en EE.UU. y su impacto sobre la economía global y las condiciones financieras. Se sumaba la incertidumbre en torno al ambiente político. En Europa, el crecimiento se había afianzado y no se descartaba que ello pudiera dar un impulso adicional a la economía global. En China los datos coyunturales habían sembrado algunas dudas respecto de la trayectoria futura del crecimiento, y algunos de sus mercados exhibían desequilibrios que aún debían corregirse. América Latina seguía rezagada en la recuperación de sus economías. Algunas de ellas aún requerían de ajustes fiscales, monetarios y/o de su sector externo. Los recientes acontecimientos políticos en Brasil podrían generar efectos más importantes sobre las condiciones financieras para la región. En lo interno, tras varios años de bajo crecimiento, seguía siendo un riesgo que las empresas requirieran hacer ajustes mayores en sus planillas, en especial si las perspectivas de recuperación de la actividad no se materializaban, debilitando el crecimiento de la masa salarial, con efectos negativos en el gasto. Por el contrario, tanto un mayor impulso externo, como una mejora de las expectativas, podría hacer reaccionar la inversión con más fuerza, sobre todo en un contexto donde la política monetaria era más expansiva y las condiciones financieras locales y externas eran favorables. Así, el Consejo consideraba que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad estaba equilibrado.

REUNIONES DE JUNIO, JULIO Y AGOSTO

Para la Reunión de junio, los datos conocidos desde el cierre estadístico del IPoM eran, en términos generales, coherentes con el análisis allí presentado y, por lo tanto, con la orientación de la política monetaria propuesta. Así, la División Estudios plantearon como única opción mantener la TPM en 2,5%. No obstante la sorpresa negativa del PIB resto, la División Estudios no creía que de ella se desprendiera un escenario de actividad peor que el previsto, tomando en consideración lo volátil de los datos mensuales, especialmente en presencia de cambios importantes en el número de días hábiles. Se sumaba que el mercado laboral no daba indicios de una debilidad mayor que la anticipada y que los primeros datos coyunturales de mayo mostraban una recuperación respecto de abril en algunas áreas importantes, como las ventas de automóviles,



las expectativas de consumidores, el consumo eléctrico y algunas líneas de importaciones. Respecto de la trayectoria esperada para la actividad, la aceleración del crecimiento del PIB total en la proyección del último IPoM se relacionaba mayormente con una visión de recuperación de la actividad de recursos naturales. Por el contrario, el escenario de recuperación del PIB resto era muy gradual, lo que implicaba un lento proceso de cierre de brechas relevantes para la inflación, las que, de hecho, permanecían abiertas durante el horizonte de proyección. Si bien un ancla importante del escenario de proyección era la recuperación de la actividad en los años por venir, su velocidad en los sectores relevantes para la inflación —el PIB resto— era muy moderada. La inflación total había evolucionado en línea con lo esperado, con ítems más volátiles que habían estado por debajo de lo anticipado y un indicador SAE algo por sobre. En línea con una brecha que se mantendría en terreno negativo y un tipo de cambio real relativamente estable, se proyectaba que la inflación SAE permanecería baja por un tiempo prolongado. Era precisamente este escenario de baja inflación subyacente y de recuperación muy gradual de la actividad de los sectores resto lo que requería una política monetaria expansiva, con tasas por debajo de la neutral por un tiempo prolongado. El Consejo mantuvo la TPM en 2,5%.

Para la Reunión de julio, destacaba el bajo registro de inflación de junio y, en menor medida, el de actividad de mayo. Al respecto, la evaluación era que no había elementos suficientes para inferir una desviación significativa del escenario inflacionario de mediano plazo planteado en el IPoM de junio. Sobre la inflación, la desviación respecto de lo estimado se asociaba principalmente a ítems más volátiles y que solían estar más determinados por *shocks* de oferta. La inflación subyacente, por el contrario, había mostrado una dinámica muy similar a la prevista. La evolución de la inflación de mediano plazo estaba anclada en parte importante a la de las brechas de actividad. La debilidad algo más marcada del PIB resto durante el segundo trimestre, no alteraba la visión de que las holguras de capacidad se irían cerrando gradual y parcialmente, pues la mayor parte de la corrección obedecía a factores puntuales. Si bien después de la publicación del dato de inflación las expectativas de inflación a un año habían caído, a dos años se mantenían en los mismos niveles del mes anterior, dando cuenta del carácter transitorio asignado a la sorpresa. La excepción eran las compensaciones inflacionarias, que mostraban una caída más marcada a dos años plazo. Si bien este fenómeno debía ser monitoreado, la evidencia mostraba que esta medida solía estar fuertemente influida por diferentes premios, lo que dificultaba la lectura directa de las expectativas de inflación.

La opción de mantener la TPM en 2,5%, reafirmando la orientación general de la política monetaria presentada en el IPoM, parecía plenamente coherente con la lectura de los datos del mes. No obstante, dada la magnitud de la sorpresa de la inflación, su bajo nivel y el contexto de actividad todavía débil, era atendible evaluar la conveniencia de aumentar la expansividad de la política monetaria. Ello, pues los antecedentes podrían indicar una mayor

probabilidad de escenarios alternativos donde la convergencia de la inflación necesitaría un mayor impulso monetario, por ejemplo, por una mayor debilidad de la actividad. Como en un contexto de inflación baja y holguras de capacidad relevantes el costo de una desviación en esa dirección era claramente mayor que el de una desviación en la dirección contraria, podría justificarse un aumento preventivo del impulso monetario desde un punto de vista del manejo de riesgos. También podía justificarse la opción de reducir la TPM considerando la evolución de las expectativas de inflación. Así, correspondía preguntarse si los movimientos recientes en la inflación representaban un riesgo en esta materia. La mayoría del Consejo decidió mantener la TPM en 2,5%. El Consejero García votó por recortarla en 25pb, a 2,25%.

En agosto, las noticias confirmaban el diagnóstico realizado el mes previo. La sorpresa a la baja de la inflación se debía a elementos volátiles y en la actividad se asociaba a factores que no se percibían como persistentes, por lo que se seguía anticipando una recuperación del ritmo de crecimiento en los trimestres venideros. No obstante, algunos elementos sugerían que el riesgo de una recuperación más lenta había crecido. Destacaba una percepción de algo mayor debilidad en la construcción y una acumulación de inventarios que se percibía como excesiva por algunos agentes. Se sumaba que la reciente apreciación del peso podría intensificarse, configurando un escenario donde la inflación se ubicaría por debajo del rango de tolerancia por un tiempo prolongado.

Las opciones presentadas por la División Estudios fueron mantener la tasa de política monetaria en 2,5% acompañando la decisión de un sesgo neutro, o bajarla 25 puntos base, a 2,25%, con un sesgo a la baja. La primera opción se justificaba, principalmente, en que el análisis de las diferencias entre la evolución efectiva y esperada de los datos desde el IPoM de junio, así como los cambios en los supuestos del escenario internacional y fiscal incluidos en la primera ronda de proyecciones del IPoM de septiembre, no sugerían desviaciones significativas del escenario de convergencia de la inflación. La segunda opción, se sustentaba en un argumento de manejo de riesgos. La ampliación preventiva del estímulo monetario se justificaba en la percepción de que la probabilidad de un retraso de la recuperación del crecimiento, y sus consecuentes efectos sobre la convergencia de la inflación a la meta, habían aumentado. El actual contexto hacía que este escenario de riesgo fuera más costoso que el de una recuperación más rápida. En este escenario era difícil pensar que un movimiento aislado de 25pb fuera suficiente —de ahí el sesgo a la baja—, aunque posteriormente sería necesario deshacer el impulso extra de manera rápida que en caso de materializarse el escenario base. Mantener el sesgo y la tasa en 2,5% tenía el costo de ir contra el consenso de mercado. La mayoría del Consejo decidió mantener la TPM en 2,5%. El Consejero García votó por recortarla en 25pb, a 2,25%.

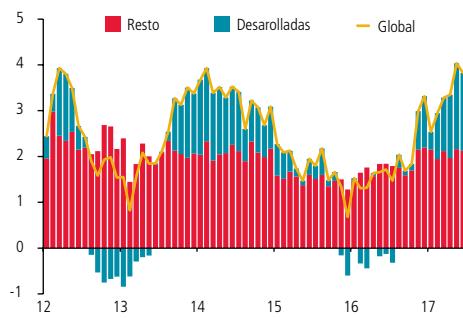
I. ESCENARIO INTERNACIONAL

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años y describe el escenario externo considerado más probable, así como los principales riesgos descripción del capítulo.

El escenario externo relevante para la economía chilena continuó mejorando a lo largo del año. El mayor crecimiento económico en el mundo desarrollado siguió consolidándose, en particular en la Eurozona, Japón y EE.UU. La inflación, por su parte, ha tendido a ceder y, en general, todavía se ubica por debajo de las metas de sus respectivas autoridades monetarias, las que, no obstante, no han modificado mayormente sus estrategias de política. Las expectativas derivadas de los precios de mercado, sin embargo, esperan que el proceso de alza de tasas en EE.UU. sea más lento que lo indicado por la Fed, mientras para Europa indican que el retiro del estímulo comenzará hacia fines del 2018. En este contexto, el dólar ha perdido valor respecto de la mayoría de las monedas y las tasas largas han mostrado movimientos pequeños, algo a la baja en EE.UU. y levemente al alza en otras economías desarrolladas. Las condiciones financieras globales siguen favorables, con mercados bursátiles subiendo, flujos de capitales que continúan entrando a las economías emergentes y premios por riesgo e índices de volatilidad, que con vaivenes, permanecen reducidos. Se agrega la significativa mejora de los términos de intercambio relevantes para Chile, en gran parte por el incremento del precio del cobre, a lo que se suma el leve descenso del valor del petróleo respecto del cierre estadístico anterior. Como es habitual, el panorama internacional sigue presentando riesgos relevantes en ambos sentidos.

Los datos de actividad del segundo trimestre continuaron afianzando la visión de mejor desempeño en las economías desarrolladas, lo que reflejó en un alza de la producción industrial y del comercio, y en la mayor fortaleza del mercado laboral (gráfico I.1). En la Eurozona, el PIB se expandió 2,2% anual, con resultados por países que, más allá de las diferencias que persisten en términos de brechas de actividad y holguras del mercado laboral, superaron lo esperado en la mayoría de ellos. En Japón, los buenos datos de consumo, inversión pública y privada no residencial estuvieron detrás del buen resultado del PIB (4,0% t/t anualizado), que sorprendió significativamente al mercado. La expansión de la actividad en EE.UU. (3,0% t/t anualizado) fue mayor que en el trimestre previo. Resaltó el incremento del consumo, en línea con la fortaleza del mercado laboral y expectativas de consumidores que siguen elevadas. No obstante, la inversión en activos fijos se desaceleró, en particular el componente residencial. Los indicadores de corto plazo, así como las perspectivas sectoriales y los niveles de confianza en la mayoría de las economías desarrolladas apuntan a que, en general, estas tendencias se mantendrán en lo próximo. Así, el escenario base de este IPoM ajusta levemente al alza el crecimiento para las economías desarrolladas para este y el próximo año (tabla I.1).

GRÁFICO I.1
Incidencia en la producción industrial global
(puntos porcentuales, porcentaje)



Fuente: CPB World Trade Monitor.

TABLA I.1
Crecimiento mundial (*)
(variación anual, porcentaje)

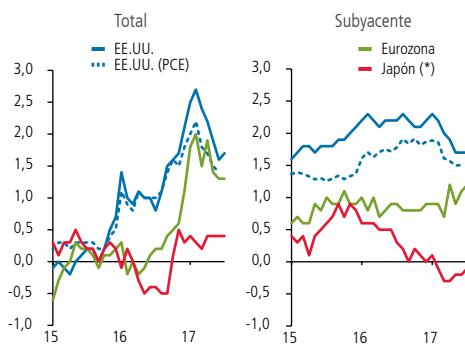
	Prom. 00-07	Prom. 10-15	2016 (e)	2017 (f)	2018 (f)	2019 (f)
Mundo a PPC	4,5	3,9	3,1	3,6	3,6	3,6
Mundial a TC de mercado	3,2	3,1	2,5	2,9	3,0	2,9
Socios comerciales	3,7	4,1	2,9	3,5	3,5	3,4
Estados Unidos	2,7	2,3	1,5	2,1	2,3	2,2
Eurozona	2,2	1,0	1,8	1,9	1,7	1,7
Japón	1,5	1,5	1,0	1,9	1,3	0,9
China	10,5	8,3	6,7	6,7	6,4	6,1
India	7,1	7,3	6,8	7,2	7,4	7,6
Resto de Asia	5,2	4,8	3,7	4,0	4,1	4,2
América Latina (excl. Chile)	3,5	2,8	-1,5	1,1	2,1	2,4
Exp. de prod. básicos	3,1	2,5	2,0	2,5	2,3	2,3

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

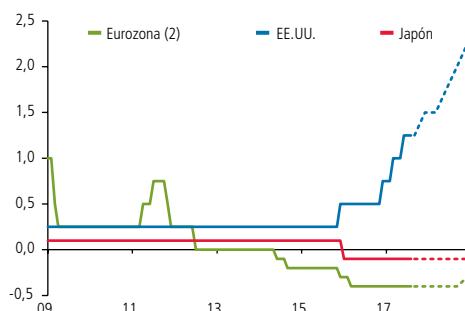
(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

**GRÁFICO I.2**Inflación en economías desarrolladas
(variación anual, porcentaje)

(*) Para 2015, excluye el efecto del alza del IVA.

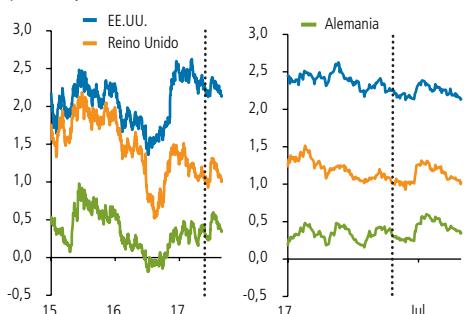
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.3Tasa de política monetaria en economías desarrolladas (1)
(porcentaje)

(1) Líneas punteadas corresponden a la proyección en base a la mediana de encuesta Bloomberg.

(2) Corresponde a la tasa de depósitos.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4Tasas de interés a largo plazo (1) (2)
(porcentaje)

(1) Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo.

(2) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio.

Fuente: Bloomberg.

La inflación en el mundo desarrollado sigue contenida y, en general, se ubica por debajo de las metas de sus respectivas autoridades monetarias (gráfico I.2). La evolución de los precios ha estado afectada en gran parte por el menor crecimiento anual de los precios de energía, a lo que se han sumado algunos *shocks* puntuales en el caso de EE.UU., los que han complicado la interpretación de los datos. En general, las expectativas de inflación para este año se han ido moderando en estas economías. En la Eurozona fluctúan en torno a 1,5% anual, mientras en EE.UU. se mantienen próximas a 2% anual.

Al contrario, el PIB del Reino Unido mantuvo un desempeño acotado, en línea con lo proyectado por el mercado, que sigue sostenido por el dinamismo de los servicios, mientras que la industria y la construcción se desaceleraron. Esto, en un escenario en que la inflación se ubica por sobre el objetivo de su banco central, debido a los efectos de la depreciación de su moneda con posterioridad al referéndum del Brexit, del cual aún persiste incertidumbre por sus siguientes fases y por sus consecuencias.

Respecto de la política monetaria en economías desarrolladas, en EE.UU. la Fed continuó con su proceso de normalización y aumentó su tasa rectora (fed fund) en junio. También ratificó que la reducción de su balance comenzará pronto. En la Eurozona y Japón, los bancos centrales mantuvieron el estímulo monetario. Hacia adelante, se considera que la Fed continuará reduciendo la expansividad de su política monetaria con cautela, considerando no solo la evolución y las perspectivas para la inflación y la actividad, sino también los efectos en las condiciones financieras internas y externas. En Europa, en el corto plazo, no se espera que el BCE comience a normalizar los niveles de expansividad monetaria, aunque sí es posible que anuncie medidas futuras en esa dirección. Sin embargo, los mercados financieros parecen estar esperando una política algo menos laxa en Europa y algo más en EE.UU., lo que explicaría parte de la depreciación reciente del dólar frente a otras monedas, en particular respecto del euro, y acercándolo a los niveles previos a la elección presidencial del 2016. Este cambio en la visión del mercado coincide con los buenos datos macroeconómicos conocidos en la Eurozona y Japón. Los precios de los activos en el mercado estadounidense contemplan una trayectoria para la tasa fed fund más pausada que lo que se deriva de las proyecciones de los miembros del FOMC, mientras que el BCE ha hecho declaraciones tendientes a moderar las expectativas de alzas más inminentes que tenía incorporadas el mercado (gráfico I.3).

En este contexto, las condiciones financieras globales se mantuvieron favorables. El mejor desempeño de la actividad global ha dado soporte al mayor apetito por riesgo, impulsando al alza los indicadores bursátiles. A su vez, los premios por riesgo y por plazo siguen bajos y las medidas de volatilidad, aunque con vaivenes, relativamente contenidas. Las tasas de interés a largo plazo mostraron cambios acotados en ambos sentidos y persisten en niveles similares a los de junio, aunque con algún descenso en EE.UU. y cierta alza en otras economías desarrolladas (gráfico I.4). Así, las condiciones financieras para los países emergentes permanecen favorables, con flujos de capitales que han continuado ingresando (gráfico I.5).

En el mundo emergente, la economía china sorprendió positivamente al mercado con una expansión anual de 6,9% en el segundo trimestre del año, resultado explicado por el mayor crecimiento del sector primario y uno inferior de los servicios. No obstante, algunos indicadores sectoriales del segundo trimestre mostraron cierta moderación (gráfico I.6), al igual que las cifras de corto plazo más recientes —producción industrial, ventas minoristas e inversión del tercer trimestre—. En el escenario base, se revisa al alza la proyección de crecimiento de China para este año, por la incorporación del resultado del primer semestre mejor que lo anticipado, pero se prevé que la economía irá perdiendo fuerza y finalizará con un crecimiento de 6,7% anual este año. Los mejores datos de actividad y la evolución de los mercados financieros globales también han ayudado a estabilizar las presiones financieras externas sobre esta economía. Es así como, durante los últimos meses, no se observaron mayores presiones sobre su moneda, la que se apreció tras el debilitamiento del dólar. Ello, en un contexto en donde su autoridad monetaria ha reducido las operaciones de cambio y ha continuado con la normalización monetaria local.

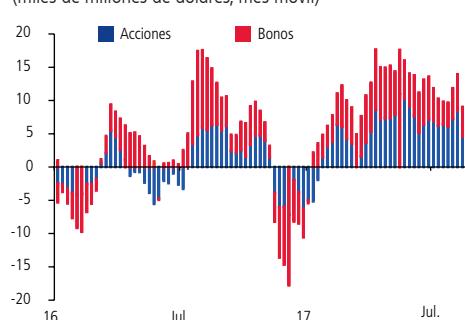
En América Latina, a pesar del favorable escenario externo y que la menor inflación ha permitido aumentar el impulso monetario, algunos factores idiosincráticos han retrasado la recuperación de la actividad (gráfico I.7). Destacan los problemas de consolidación fiscal en Brasil y Argentina, las definiciones 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 (gráfico I.8).

Los precios de las materias primas presentaron movimientos mixtos respecto del IPoM de junio, destacando el alza en los metales. Las últimas semanas, el valor del cobre superó los US\$3 la libra (más de 15% desde junio), lo que coincide, entre otras cosas, con el debilitamiento del dólar a nivel global, bajas tasas de interés y el mejor desempeño de China. Ello, en un mercado que, pese a los problemas de oferta, se ha mantenido abastecido. Otra información, no obstante, hace prever que su precio no se sostendrá en los niveles actuales. En particular, las importaciones de China, si bien altas, no han crecido y se proyecta que la actividad en ese país pierda dinamismo en lo que resta del año. Tampoco se descarta que el alza del precio del cobre se relacione con factores financieros que puedan revertirse y presionar a la baja su valor. Con todo, el escenario base de este IPoM proyecta que el precio del cobre tendrá promedios mayores a los estimados en junio: US\$2,75 el 2017 y 2018, y US\$2,70 el 2019.

En el caso del petróleo, el valor del barril de Brent y WTI presentó una alta volatilidad en el período y cerró con una leve baja, ubicándose en torno a US\$51 y 47, en cada caso (-2,0 y -5,0% respecto de junio, respectivamente). En los mercados, la mayor demanda internacional ha sido compensada por

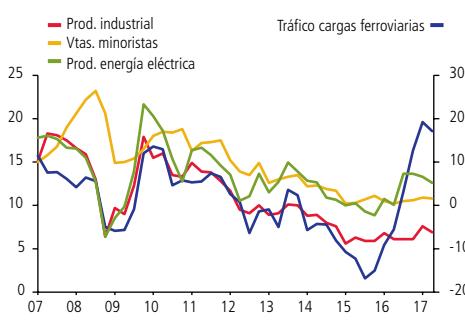
GRÁFICO I.5
Flujos netos de capitales hacia economías emergentes

(miles de millones de dólares, mes móvil)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

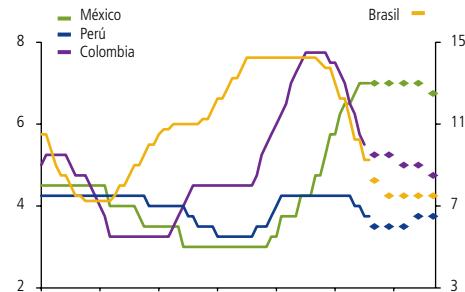
GRÁFICO I.6
China: Indicadores sectoriales (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Series trimestrales.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7
América Latina: Tasa de política monetaria y expectativas (*)
(porcentaje)

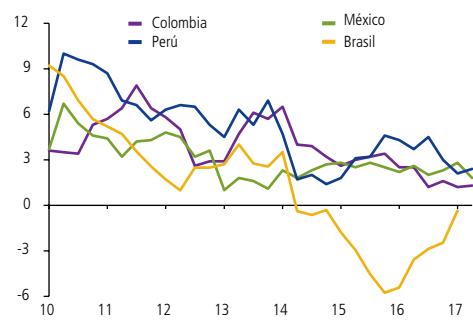


(*) Línea punteada corresponde a la proyección a partir del tercer trimestre en base a la mediana de respuestas de la encuesta de Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.



GRÁFICO I.8
América Latina: PIB
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.9
Precio de materias primas (1)
(dólares el barril; dólares la libra)



(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio.
(2) Promedio simple entre el precio del barril de petróleo Brent y WTI.

Fuente: Bloomberg.

la mayor producción de la OPEP —a pesar de la seguidilla de anuncios de algunos de sus países miembros reafirmando su compromiso con las cuotas de extracción— y por la sostenida producción estadounidense, cuyas perspectivas permanecen favorables. El escenario base de este IPoM mantiene la proyección para el promedio entre el precio del barril de petróleo Brent y WTI en torno a US\$50 para este y los próximos dos años (gráfico I.9). Así, considerando además la evolución de otros precios, los términos de intercambio han mejorado desde el IPoM anterior.

El panorama internacional relevante para la economía chilena sigue presentando riesgos significativos en ambos sentidos. Es de especial interés la respuesta de los mercados financieros a las estrategias de normalización monetaria en el mundo desarrollado. En el caso de EE.UU., se añade que hay una diferencia relevante entre ritmo de normalización señalizado por la Fed y lo que muestran las perspectivas de mercado (Recuadro I.1). Se agrega la incertidumbre sobre su manejo fiscal, lo que podría afectar las perspectivas de crecimiento en EE.UU., y que también podría ocurrir si se sostiene la reciente desaceleración de la inversión. Se agregan las dudas sobre el carácter puntual o sistemático de los menores registros inflacionarios en varias economías desarrolladas, así como los riesgos asociados a las tensiones geopolíticas recientes y la incertidumbre sobre las siguientes etapas y consecuencias de la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Tampoco puede descartarse un mayor crecimiento de la actividad global, de la mano de una recuperación más rápida en el mundo desarrollado, de sostenerse las buenas cifras de los últimos trimestres. Por otro lado, la actividad global también podría verse afectada por un menor dinamismo en China, en donde aún persisten dudas por los desequilibrios en varios de sus mercados y la nota de cautela que ponen algunos indicadores recientes, y por el rumbo que seguirá la agenda de reformas después del Congreso del Partido Comunista Chino. No obstante, podría mantenerse el dinamismo que mostró su actividad en el primer semestre, con efectos positivo en términos de impulso externo para las economías emergentes y sobre el precio de las materias primas. Un escenario en que el precio del cobre se sostenga en torno a los niveles actuales podría fortalecer al peso chileno y los términos de intercambio, entre otros efectos. En América Latina, los riesgos políticos siguen siendo la principal fuente de incertidumbre.

RECUADRO I.1

NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU.

Para enfrentar los efectos de la crisis financiera global, la Reserva Federal (Fed) puso en marcha un inédito proceso de relajamiento monetario, que incluyó significativos recortes en la tasa de fondos federales (ffr) y tres programas de compras de activos, que sumaron cerca de 17 puntos del PIB a su balance. Con una recuperación de la economía estadounidense que se ha ido consolidando, la Fed ha comenzado a normalizar su política monetaria, primero limitando la compra de activos para mantener su balance en el nivel alcanzado a fines del 2014, y luego subiendo gradualmente la ffr desde sus mínimos históricos, de entre 0 y 0,25%, al rango actual de entre 1 y 1,25%. Hacia adelante, la Fed ha señalizado que este proceso continuará, incluyendo nuevos aumentos de la ffr y la reducción del balance.

La forma cómo continúe este proceso tiene una importancia de primer orden para la economía global y, evidentemente, para la chilena. Este Recuadro describe las perspectivas incluidas en el escenario base de este IPoM y sus implicancias para la política monetaria y el impulso externo relevante para Chile.

Perspectivas para la normalización monetaria en EE.UU.

A partir de las últimas comunicaciones de la Fed, el proceso de normalización de la ffr podría cerrar este año con un alza adicional de 25 puntos base (pb), continuar con tres más el 2018 y concluir hacia fines del 2019 con la tasa en torno a 3% (gráfico I.10). Además, el balance debería comenzar a reducirse pronto, inicialmente a un ritmo de US\$10 mil millones por mes, para alcanzar uno de US\$50 mil millones a mediados del 2019. Finalmente, si bien la Fed aún no ha comunicado el nivel al cual convergerá su balance, existe un relativo consenso respecto de que será mayor al histórico, que se ubicaba en alrededor de 5 puntos del PIB.

El promedio de los analistas de mercado espera un comportamiento similar. Según la encuesta de expectativas más reciente de Bloomberg, la ffr se ubicará en 1,5% a fines del 2017 y en 2,25% a fines del 2018, mientras el bono del Tesoro a 10 años lo hará en 2,5 y 3% a los mismos plazos. Estos supuestos son similares a los ocupados en el escenario base de este IPoM.

No obstante, uno de los riesgos identificados en este IPoM es que otros indicadores de mercado apuntan hacia un comportamiento

bastante más pausado de la Fed. Las tasas *forwards* de mercado apuntan a una ffr en torno a 1,5% hasta bien entrado el 2019 (gráfico I.10) y tasas a diez años que se ubicarán algo bajo 3,0% en diez años más^{1/}.

La diferencia entre la trayectoria implícita en los precios de los activos financieros y lo señalizado por la Fed, no solo muestra distintas visiones sobre la forma cómo la Fed seguirá su proceso de normalización monetaria, sino que ha sido un tema de continua preocupación. Esto por el posible impacto de una corrección abrupta de los precios de mercado en la economía global^{2/}. Dicha tensión se debe evaluar a la luz de dos elementos.

En primer lugar, se debe tener en cuenta que no es simple extraer expectativas para la ffr a partir de los precios de los activos, pues existen premios que podrían distorsionar su interpretación (gráfico I.11). Diversos estudios sugieren que estos son relevantes y que estarían conectados con los programas de relajamiento cuantitativo en EE.UU. y otras economías, lo que podría sesgar la lectura de expectativas hacia el lado más pausado.

En segundo lugar, al comparar ambas trayectorias se debe tener presente que las proyecciones de la Fed son condicionales a un cierto escenario macro (tabla I.2). En particular, de sus distintas comunicaciones se desprende una visión donde tanto los recientes registros de inflación, algo por debajo de lo esperado, como la falta de fortaleza del crecimiento de los salarios, no se asocian, en lo principal, a una insuficiencia de demanda, sino más bien a factores transitorios. Además, la visión de la Fed es coherente con una tasa neutral, que si bien hoy es algo más baja, debería ubicarse en torno a 1% real en el largo plazo y con condiciones financieras internas y globales que responden con gradualidad a los cambios en su política monetaria. De este modo, las diferencias entre el comportamiento de la ffr prevista en el precio de los activos y lo proyectado por la Fed, pueden ser entendidas más que como apuesta respecto de la función de reacción de la autoridad, como distintas visiones sobre la evolución esperada de la economía estadounidense.

Sin perjuicio de que finalmente puede darse un escenario más similar a lo implícito en los precios de mercado, lo anterior es

^{1/} Este número se obtiene usando el promedio de los últimos diez días hábiles al cierre estadístico para la tasa 10 en 10, calculado como la de 20 años multiplicada por 2, menos la de 10 años.

^{2/} Recuadro I.1, IPoM marzo 2017.



útil para evaluar un argumento recurrente a la hora de prever acciones más *dovish* de la Fed. En particular, que desde fines del 2014 y hasta comienzos de 2016 la Fed señalizó alzas que finalmente no se materializaron, en línea con las proyecciones de mercado de la época. Sobre esto, se debe tener en cuenta que la caída en los precios de la energía, el actuar más *dovish* de otros bancos centrales —con la consecuente apreciación del dólar— y algunos ruidos en los mercados financieros globales, generaron presiones desinflacionarias en EE.UU. mayores a las previstas por la autoridad, lo que probablemente incidió en que no materializaran los incrementos anunciados. La divergencia entre los anuncios de la Fed y los precios de activos se mantuvo en el tiempo, pero desde diciembre del 2016 hubo tres alzas, aun cuando en junio de ese año los precios asignaban una probabilidad inferior a 50% para un alza en un año plazo.

Implicancias para el escenario base local de los cambios en la ffr

Primero, se debe considerar que la política monetaria en Chile no responde mecánicamente a cambios en la trayectoria de la ffr. Esto ha quedado de manifiesto en varias ocasiones, entre ellas en los últimos meses, período en que han seguido trayectorias claramente diferentes. En este sentido, que el escenario base de este IPoM considere que la Fed avanzará en el proceso de normalización a un ritmo similar al sugerido en sus proyecciones, no condiciona al Banco a ir en la misma dirección.

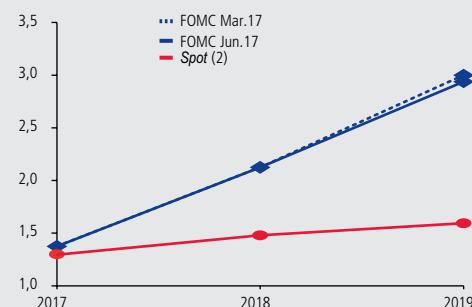
En segundo lugar, en la configuración del escenario externo relevante para Chile, más importante que el nivel de la ffr son las condiciones financieras externas que se enfrentan. Ellas están mejor descritas por otras variables, como las tasas externas de largo plazo, los premios por riesgo para las economías emergentes y los flujos de capital. Así, lo verdaderamente relevante es si las acciones de la Fed alterarán estas condiciones o no. El escenario base asume que la Fed reaccionará con cautela, para no perturbar, en lo esencial, dichas condiciones, incluso aminorando el ritmo de normalización de su política monetaria si es necesario. Por ahora, el mercado parece pensar algo similar. En efecto, incluso tras las tres alzas de la ffr desde diciembre del 2016, no se han visto cambios mayores en las condiciones financieras, las que, si algo, son más holgadas.

Por cierto, el proceso no está exento de riesgos. No puede descartarse un escenario donde las condiciones financieras se deterioran y la Fed es incapaz de contenerlas. Una experiencia de este tipo ya se vivió en el *Taper Tantrum*, cuando entre mayo y septiembre del 2013 la tasa de diez años subió casi 150pb, por la descompresión de los premios por plazo, provocando un estrechamiento en las condiciones financieras a nivel global. En Chile, el EMBI trepó 75pb y el peso se depreció casi 10%

respecto del dólar en el primer mes. Los mercados parecen haber aprendido a lidiar de mejor manera con los cambios en la política monetaria de EE.UU., sin embargo, la historia muestra que estos procesos deben ser monitoreados con cuidado.

GRÁFICO I.10

Expectativas para las tasas de los fondos federales (1)
(porcentaje a fin de año)



(1) Línea roja corresponde a las expectativas medidas por futuros de tasas de interés y las negras a lo proyectado por el FOMC en sus respectivas reuniones.

(2) Al 31 de agosto de 2017.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

GRÁFICO I.11

Bono a 10 años: Tasa y premio por plazo
(porcentaje)



(*) Corresponden a cálculos realizados por Adrian *et al.* (2013).

Fuente: Reserva Federal.

TABLA I.2

Evaluación del FOMC en septiembre de cada año (*)

Año Proyección	2016			2017	
	2014	2015	2016	2015	2016
Actividad	2,75	2,40	1,80	2,20	2,05
Desempleo	5,20	4,80	4,80	4,80	4,60
Inflación (PCE)	1,88	1,65	1,30	1,90	1,80
Tasa fed fund	2,80	1,60	0,75	2,75	1,45
Tasa fed fund a largo plazo	3,75	3,50	2,90	3,50	3,00

(*) Para el 2017, corresponde a la tendencia central de proyecciones de la reunión de junio.

Fuente: Reserva Federal de EE.UU.

II. MERCADOS FINANCIEROS

Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.

POLÍTICA MONETARIA

Desde el IPoM de junio, el crecimiento y la inflación se han ubicado por debajo de lo anticipado. Lo anterior se asocia principalmente a factores puntuales, incluyendo el impacto del menor número de días trabajados así como shocks transitorios en algunos sectores económicos y en los componentes más volátiles de la inflación. Así, el panorama de crecimiento de mediano plazo para la actividad local no ha variado mayormente y se sigue esperando un mejor desempeño para la segunda mitad del año. La inflación anual, por su parte, se espera cierre el año por debajo de lo previsto en junio, para llegar a 3% durante la segunda parte del 2018, valor en torno al que oscilará hasta fines del horizonte de proyección. El escenario externo relevante para Chile ha ido mejorando durante el año, con índices de actividad global que han seguido robusteciéndose —sobre todo en el mundo desarrollado—, términos de intercambio más favorables y condiciones financieras internacionales benignas. En este contexto, desde el cierre estadístico pasado, el Consejo mantuvo la TPM en 2,5% y el sesgo neutral, indicando que cambios futuros en la TPM dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

Al cierre estadístico de este IPoM, las perspectivas de mercado para la TPM —Encuesta de Operadores Financieros (EOF), Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y precios de activos financieros— consideraban un recorte adicional de 25 puntos base (pb) en el corto plazo y un nivel de 3% en un horizonte de dos años plazo, con alzas que tendrían lugar a partir del 2018 (gráfico y tabla II.1). Como supuesto de trabajo, el escenario base considera 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 ello, la política monetaria seguirá expansiva a lo largo del horizonte de proyección.

TABLA II.1
Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A un año		A dos años	
	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre
EEE (1)	2,50	2,50	3,25	3,00
EOF (2)	2,50	2,50	3,00	3,00
Precios de activos financieros (3)	2,69	2,41	3,31	3,03

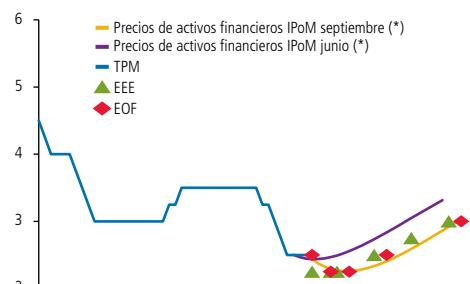
(1) Corresponde a las encuestas de mayo y agosto del 2017.

(2) Corresponde a las encuestas de la segunda quincena de mayo y agosto del 2017.

(3) Para el IPoM de junio y septiembre considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 29/05/17 y al 29/08/17, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

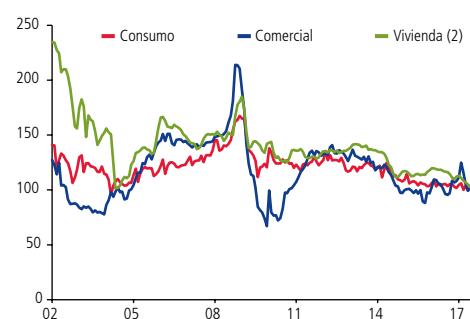
GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2
Tasa de interés por tipo de colocación (1)
(índice julio 2017=100)



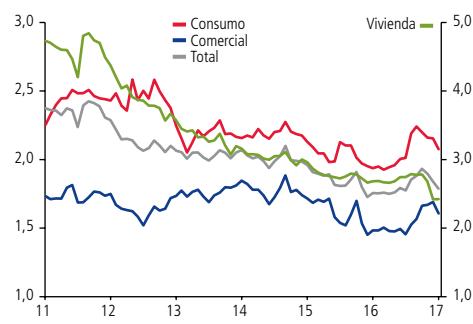
(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

(2) Corresponden a colocaciones en UF.

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

**GRÁFICO II.3**

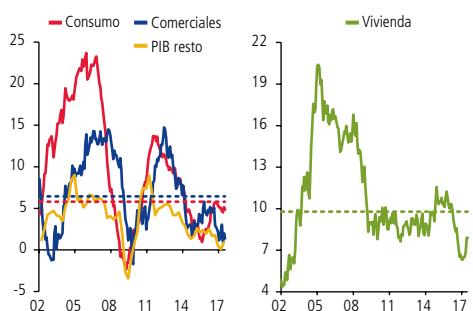
Indicadores de mora 90 días o más, por cartera (porcentaje de las colocaciones respectivas)



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

GRÁFICO II.4

Colocaciones por tipo de crédito y PIB resto (*) (variación real anual, porcentaje)

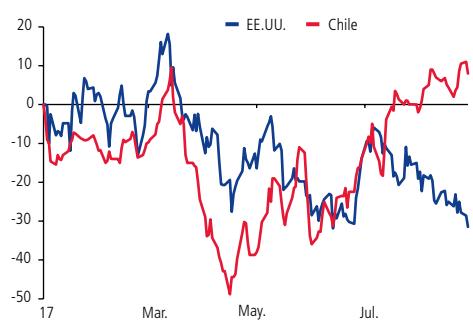


(*) Líneas verticales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

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

GRÁFICO II.5

Tasa de interés de los bonos soberanos a 10 años nominales
(variación acumulada desde el 02-01-2017, puntos base)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

CONDICIONES FINANCIERAS

Las condiciones financieras locales se mantienen favorables. El costo del crédito se ubica en niveles bajos, en coherencia con la expansividad de la política monetaria vigente. Comparadas con el cierre del IPoM previo, las tasas de interés de las colocaciones disminuyeron en todos los segmentos en el agregado y continúan reducidas en perspectiva histórica (gráfico II.2). Las tasas promedio de los créditos de consumo y comerciales, como se ha indicado en IPoM previos, han estado influidas en parte por cambios en la composición de estas carteras. En la parte hipotecaria, las tasas alcanzaron valores mínimos, en el marco de un descenso gradual que se ha observado a lo largo del 2017 (-42pb entre enero y julio). Destaca también que en meses recientes los índices de mora no han mostrado nuevos deterioros y continúan acotados (gráfico II.3). No obstante, acordes con la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre, las condiciones de oferta y demanda de fondos persisten poco favorables para distintos usuarios de crédito. En ambos frentes, la mayor restrictividad es más evidente para constructoras e inmobiliarias, mientras que se observan mejoras para empresas de mayor tamaño. El bajo dinamismo de la inversión y los riesgos asociados al deterioro del mercado laboral y de los índices de morosidad siguen mencionándose como los principales factores tras los resultados de la ECB, aunque con un impacto menos negativo que en trimestres anteriores.

En este escenario, y congruente con el estado actual del ciclo económico, el crecimiento real anual de las colocaciones permanece bajo^{1/}, menor que el promedio de los últimos diez años para los distintos segmentos, si bien cercano a este en la cartera de consumo (gráfico II.4). Sin embargo, el crecimiento de los préstamos hipotecarios dio cuenta de alguna mejora, en términos tanto mensuales como anuales, lo que coincide con lo mencionado por una parte de los encuestados en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de agosto. Este último y la ECB concuerdan en que los efectos de los cambios normativos del sector —pie exigido— no han sido un determinante muy relevante de las condiciones de oferta de estos créditos en lo más reciente. En cuanto a las empresas, el uso de otras fuentes de endeudamiento también mostró cierto repunte, en particular las emisiones de bonos en el exterior, en parte ligado a refinanciamiento de pasivos.

También en un enfoque cualitativo, el IPN refrenda las tendencias sobre la evolución del crédito interno. En particular, en cuanto a la reticencia al endeudamiento por parte de los distintos agentes a pesar del bajo costo. Los entrevistados vuelven a enfatizar que el foco está puesto en la consolidación o refinanciamiento de los pasivos. Asimismo, se menciona que las condiciones de otorgamiento se han tornado más estrictas en algunos sectores, especialmente para firmas relacionadas con la minería o la construcción. Con todo, se reporta mayor flexibilidad en el otorgamiento de créditos automotores en lo más reciente. Si bien sobre la mora, en el agregado, las visiones son dispersas, varios indican que han logrado controlarla, concentrándose en la zona norte del país las opiniones más negativas al respecto.

^{1/} El crecimiento anual de las colocaciones comerciales cayó comparado con el cierre estadístico del IPoM de junio. 1 punto porcentual de esta baja se debió a la disolución de una entidad bancaria, cuyos préstamos dejaron de contabilizarse en los registros estadísticos de este segmento. Resolución N°216 de la SBIF: https://www.sbf.cl/intranet/servlet/ArchivoCBDD?ID_IMAGEN=217032880.pdf.

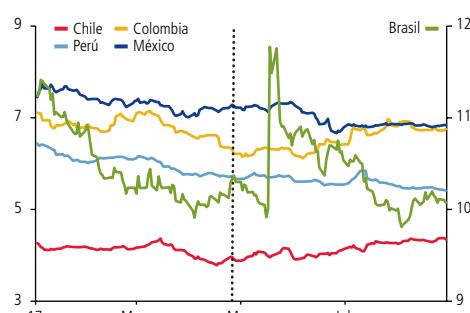
En lo externo, las condiciones financieras también siguen siendo favorables, sin grandes cambios respecto del IPoM previo. Los principales índices de volatilidad siguen acotados y tanto los premios por riesgo (medido por el CDS a 5 años el soberano y el CEMBI corporativo) como las bolsas continuaron mejorando, en su mayoría. Las tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado —pese a algunas alzas temporales— siguen bajas en perspectiva histórica. Ello, en línea con el reducido nivel que mantienen los premios por plazo en los principales mercados de bonos. En el mundo emergente, las tasas de interés tuvieron variaciones mixtas, con flujos de capitales que han seguido entrando a estos países. El grueso de las monedas se fortaleció frente al dólar estadounidense, que en términos multilaterales alcanzó su valor más debilitado del último año. Esto, de la mano de cambios en la visión del mercado respecto del dinamismo en EE.UU. relativo a Europa y Japón, lo que ha dado pie a ajustes en las perspectivas de política monetaria para estas economías. De cualquier manera, las tensiones geopolíticas vigentes, así como varios de los riesgos destacados en este Informe, siguen poniendo una nota de cautela respecto de la evolución de los mercados financieros globales. En particular, el escenario base considera que la normalización monetaria en EE.UU. se llevará adelante sin mayores convulsiones en los mercados financieros, situación que podría no ocurrir, especialmente en un contexto donde la discrepancia entre lo anunciado por la Fed y lo esperado por parte del mercado sigue siendo importante y donde el precio de los activos riesgosos se ha incrementado rápidamente.

En Chile, desde el IPoM pasado los *spreads* soberano y corporativo tuvieron cambios acotados y permanecen contenidos, mientras el IPSA mostró nuevos avances, del orden de 6% en pesos, llegando a máximos históricos, y 11% en dólares. Desde el cierre estadístico previo, la tasa de interés del BCP10 aumentó en torno a 30pb, desacoplándose del comportamiento de buena parte de sus similares externos (gráficos II.5 y II.6). Sus movimientos más recientes reflejan un rebote de la caída que tuvieron tras la incorporación al índice de bonos de JP Morgan de estos papeles, aunque también han estado influidos por la rebaja en la calificación crediticia por parte de Standard & Poor's, por cambios de cartera de fondos de pensiones hacia renta variable extranjera y, en algún grado, por la licitación de bonos de la Tesorería General de la República. En agosto, Fitch Ratings y Moody's también hicieron revisiones. La primera recortó la nota soberana para Chile, con un ajuste en la perspectiva de negativa a estable, en tanto la segunda mantuvo la calificación y realizó el cambio inverso en la perspectiva. Respecto de inicios de año, la tasa de interés de los bonos nominales a 10 años acumula alguna variación y se mantiene por debajo del promedio de la última década, lo mismo que el resto de las tasas de interés del mercado secundario de bonos (gráfico II.7).

En cuanto a los agregados monetarios nominales, la expansión anual de M1 y M2 subió desde el cierre estadístico anterior (en torno a 2 puntos porcentuales (pp) entre abril y julio) (gráfico II.8). En el primero, los componentes de cuentas corrientes y de depósitos y ahorros a la vista fueron los que más aceleraron su crecimiento. En el segundo, además del efecto de M1, hubo un mayor avance de los depósitos a plazo. M3, en tanto, redujo su aumento anual, esencialmente por la menor emisión de bonos de Tesorería respecto del 2016.

GRÁFICO II.6

Tasa de interés de los bonos soberanos a 10 años nominales en América Latina (*)
(porcentaje)

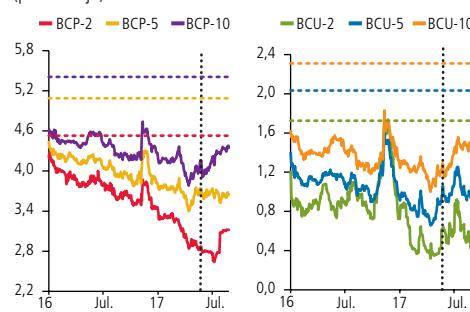


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2017.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.7

Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (1) (2)
(porcentaje)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2017.

(2) Líneas punteadas horizontales corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.8

Agregados monetarios nominales
(variación anual, porcentaje)

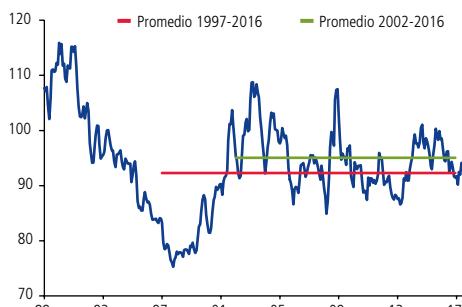


Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.9**

Tipo de cambio real (*)

(índice 1986=100)



(*) Dato de agosto 2017 corresponde a estimación preliminar con información hasta el cierre estadístico.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.10Paridades respecto del dólar estadounidense
(variación acumulada desde el 29-05-2017, puntos porcentuales)

(1) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica.

(2) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.11Tipo de cambio observado y medidas multilaterales (*)
(variación acumulada desde el 03-01-2017, puntos porcentuales)

(*) Para definiciones ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

TIPO DE CAMBIO

El tipo de cambio real (TCR) disminuyó desde el IPoM de junio en torno a 3,5% y se situaba en las cercanías de 90 al cierre estadístico (índice 1986=100) (gráfico II.9). Con ello, el TCR se ubica por debajo de sus promedios de los últimos 15 o 20 años. Como supuesto metodológico, el escenario base de este IPoM supone que el TCR tendrá una leve depreciación en el horizonte de proyección.

Lo anterior se da en un contexto en el que el peso se apreció frente al dólar de EE.UU., apoyado tanto por la pérdida de valor de esta última moneda como por el aumento del precio del cobre. Así, desde el IPoM anterior, la paridad peso/dólar descendió alrededor de 4,5%, transándose en torno a \$630 al cierre estadístico. En América Latina, en tanto, en promedio las divisas se apreciaron menos que el peso chileno, el cual tendió a fortalecerse con mayor fuerza en las últimas semanas (gráfico II.10 y tabla II.2). Otros países exportadores de materias primas, en su conjunto, tuvieron un robustecimiento algo más marcado de sus monedas, liderados por Canadá y Australia. Con ello, considerando distintas medidas multilaterales, el peso acumula una apreciación en lo que va del año, aunque inferior que la relativa al dólar (gráfico II.11).

TABLA II.2Paridades respecto del dólar estadounidense (1)
(porcentaje)

	Variación TCN		
	IPoM Sep.17/ IPoM Jun.17	En un año	Spot/minimo del 2013
América Latina (excl. Chile) (2)			
Brasil	-2,9	-2,1	53,5
Chile	-4,7	-2,9	35,1
Colombia	2,1	2,3	66,9
México	-4,8	-3,4	49,0
Perú	-1,0	-3,0	27,6
Exportadores de commodities (2)	-5,2	-3,4	32,8
Australia	-5,9	-3,8	33,3
Canadá	-7,1	-2,7	27,3
Nueva Zelanda	-3,9	0,1	19,0
Sudáfrica	0,4	-5,1	53,5
Economías desarrolladas (2)	-3,9	-0,8	16,1
Eurozona	-5,5	-4,6	15,3
Japón	-1,9	8,8	26,5
Reino Unido	0,5	2,1	28,2
Otras economías emergentes			
China	-3,3	0,1	9,0
Rep. Corea	1,0	1,6	7,3
India	-0,7	-4,4	20,5
Indonesia	0,3	1,2	38,7
Polonia	-3,8	-5,6	18,3

(1) Signo positivo (negativo) indica una depreciación (apreciación) de la moneda frente al dólar estadounidense. Spot corresponde al día del cierre estadístico. Para la comparación a un año se consideran los diez días hábiles al 29/08/2016 y para el resto el promedio de los últimos diez días hábiles a los cierres estadísticos de cada IPoM.

(2) Considera las monedas de las economías contenidas en esta tabla. Construido en base a los ponderadores WEO abril 2017.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

III. ACTIVIDAD Y DEMANDA

Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la actividad y la demanda, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

ACTIVIDAD

En el segundo trimestre del año, la actividad económica siguió mostrando un crecimiento acotado. El PIB creció 0,9% anual, acumulando un aumento de 0,5% en el primer semestre (tabla III.1). Por sectores, destacó la debilidad de la construcción y la industria, así como el bajo desempeño de la minería que, aunque mejoró respecto del primer trimestre, siguió afectada por el menor nivel de producción tras la paralización de Escondida. El débil desempeño de algunos sectores habría estado muy influido por fenómenos puntuales, como el menor número de días trabajados, incluyendo un feriado irrenunciable en abril (gráfico III.1), y algunos *shocks* de oferta, cuyos efectos en la velocidad de recuperación de la economía deberían ser acotados. Los sectores más ligados al consumo, como el comercio y los servicios personales, tuvieron un mejor desempeño. La demanda interna creció 3,9% anual en dicho trimestre, impulsada por una importante acumulación de existencias. La demanda final fue algo menor que lo previsto, con una inversión que sigue débil y un consumo total que aumentó su tasa de expansión anual hasta 2,7%. Detrás del mejor comportamiento de esta última variable se encuentra la estabilidad del mercado laboral, donde la masa salarial ha estado creciendo en torno a 3%, y las expectativas de consumidores que, si bien persisten en terreno negativo, han seguido mejorado.

El crecimiento del PIB total del segundo trimestre estuvo por debajo de lo previsto en junio, debido a un PIB resto más débil. El PIB de RRNN tuvo una contracción, pero menor que la estimada. Los factores estacionales fueron los principales determinantes de la sorpresa en el PIB resto. Así, la variación anual de la serie desestacionalizada fue de 1,5%, esto es, 0,4 puntos porcentuales (pp) por sobre la de la serie original, coherente con una expansión trimestre a trimestre de 0,5%, superior a la del trimestre previo. Se sumaron *shocks* puntuales en algunas ramas industriales, como la vitivinícola, y un desempeño más bajo que lo previsto de la construcción. A diferencia de los otros factores citados, este último hace prever una recuperación algo más lenta durante el año.

Con todo, el panorama de crecimiento no ha variado mayormente y el escenario base sigue considerando mayores tasas de crecimiento a partir de la segunda mitad de este año. Así, el Consejo estima que el PIB crecerá entre 1,25 y 1,75%

TABLA III.1

Producto interno bruto

(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2016				2017	
		2016	I	II	III	IV	I
Agropecuario-silvícola	3,2	6,3	-1,4	2,0	8,3	-1,5	-0,8
Pesca	0,7	-6,9	0,1	0,8	1,6	38,6	9,5
Minería	8,1	-1,4	-6,1	-0,8	-3,3	-13,8	-3,0
Industria	11,0	0,2	-0,9	-0,8	-2,2	1,0	0,0
EGA y gestión de desechos	3,0	9,6	10,0	-2,8	-7,6	-0,2	0,6
Construcción	6,6	5,7	3,3	2,2	-0,2	-1,7	-3,7
Comercio	9,1	2,9	4,3	3,4	3,0	5,8	3,4
Restaurantes y hoteles	2,1	1,8	-0,8	-1,4	0,2	0,6	0,7
Transportes	5,2	3,3	3,7	4,2	2,0	0,7	0,8
Comunicaciones y serv. de inf.	2,9	4,1	4,0	2,6	1,7	2,4	3,5
Servicios financieros	4,9	5,6	3,7	2,7	2,9	2,7	3,6
Servicios empresariales	10,4	0,0	-1,4	-2,1	-3,5	-3,6	-2,0
Servicios de vivienda e inmov.	7,7	2,3	4,1	2,2	2,1	1,8	2,4
Servicios personales (1)	11,8	5,0	6,2	6,4	3,0	3,7	2,8
Administración pública	4,8	3,2	3,5	2,9	2,5	1,2	2,3
PIB Total	100,0	2,5	1,7	1,8	0,5	0,1	0,9
PIB Resto (2)	79,7	3,0	2,5	2,1	1,0	0,9	1,1
PIB RRNN (3)	11,8	0,6	-3,2	-0,9	-3,6	-7,4	-1,1

(1) Incluye educación, salud y otros servicios.

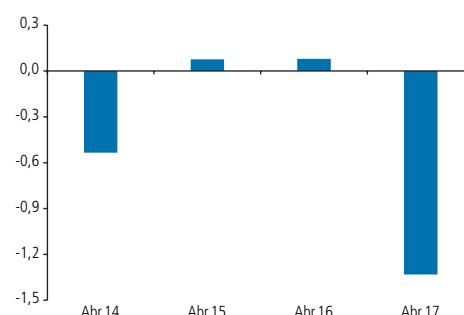
(2) Corresponde a los sectores distintos de recursos naturales. Agrupa a los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

(3) PIB de recursos naturales, incluye los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.1

Impacto de factores estacionales en el Imacec (*)
(variación anual, puntos porcentuales)



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

Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA III.2

Demanda interna

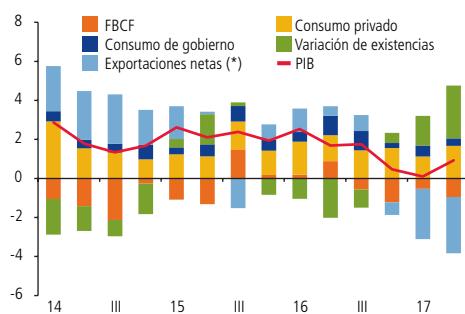
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2016				2017		
		2016	I	II	III	IV	I	II
Demanda interna	99,2	1,4	1,2	0,9	1,1	2,7	3,9	
Demanda Interna (svar, existencias)	100,7	2,5	3,3	1,8	0,5	1,2	1,1	
Formación Bruta Capital Fijo	23,2	1,1	4,1	-2,4	-5,0	-2,4	-4,1	
Construcción y otras obras	14,8	2,7	0,8	-2,0	-4,9	-6,2	-6,5	
Maquinaria y equipo	8,4	-1,8	10,9	-3,1	-5,2	4,3	0,1	
Consumo total	77,6	3,0	3,1	3,1	2,3	2,2	2,7	
Consumo privado	64,0	2,7	2,1	2,3	2,4	1,8	2,6	
Bienes durables	5,5	4,3	2,8	4,9	5,5	10,2	9,7	
Bienes no durables	27,0	2,3	1,4	1,5	1,9	1,4	1,9	
Servicios	31,6	2,7	2,6	2,4	2,3	0,7	2,1	
Consumo Gobierno	13,5	4,7	7,4	7,1	1,7	4,9	2,7	
Variación de existencias (*)	-1,6	-0,5	-1,0	-1,2	-1,1	-1,1	-0,5	
Exportación bienes y servicios	28,5	0,8	0,6	0,1	-2,0	-4,2	-3,5	
Importación bienes y servicios	27,6	-3,4	-1,1	-2,0	0,0	4,6	7,0	
PIB Total	100,0	2,5	1,7	1,8	0,5	0,1	0,9	

(*) Razón de la variación de existencias como porcentaje del PIB, a precios promedio del año anterior, acumulada en los últimos 12 meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

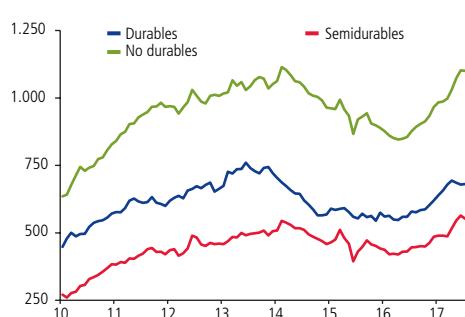
GRÁFICO III.2

Contribución al crecimiento anual del PIB
(variación real anual, puntos porcentuales)

(*) Exportaciones menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3

Importaciones nominales de bienes de consumo (*)
(promedio móvil 3 meses, millones de dólares)

(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

en el 2017, valor que aumentará hasta una cifra entre 2,5 y 3,5% el 2018. Al igual que en junio, una parte relevante de la recuperación del crecimiento en el 2018 se asocia a la actividad minera, la que se expandiría sobre 6%, ante el bajo nivel de comparación que dejó la huelga de Escondida. Las nuevas estimaciones de PIB potencial dan cuenta de un descenso del mismo, con lo que la brecha de actividad es algo menor que la estimada en junio (Recuadro V.1). No obstante, se espera que tenga una evolución similar a la contemplada, esto es: que se mantendrá unos trimestres en torno a sus niveles actuales y comenzará a cerrarse gradualmente hacia la segunda mitad del 2018.

Las perspectivas de mercado muestran un panorama similar para el 2017 y algo menos dinámico para el 2018 respecto de lo considerado en escenario base de este IPoM. En particular, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) anticipa un mayor ritmo de expansión para la economía hacia adelante, con un aumento estimado de 1,7% anual en el tercer trimestre y 1,4% para el 2017 (1,6% en mayo). Para el 2018, las proyecciones aumentaron una décima, a 2,6%.

DEMANDA INTERNA

El crecimiento anual de la demanda interna total volvió a subir en el segundo trimestre, por una importante acumulación de inventarios. Así, pasó de expandirse 2,7% anual el primer cuarto a 3,9% el segundo. La demanda final mantuvo un crecimiento anual similar al del primer trimestre: 1,1%, determinada por el buen comportamiento relativo del consumo privado, en un contexto en que la inversión permanece débil (tabla y gráfico III.2).

El consumo privado aumentó su tasa de crecimiento anual a 2,6% el segundo trimestre (1,8% el primero). Por componentes, el consumo durable mantuvo un mejor desempeño relativo, principalmente en automóviles, televisores y productos tecnológicos. El consumo no durable siguió con una tasa de expansión acotada, aunque algo mayor que el cuarto previo: 1,9% anual (1,4% el primero), destacando vestuario y calzado. Se agrega un repunte de los servicios, que subieron su tasa de variación anual desde 0,7 a 2,1%. Indicadores parciales del consumo señalan que tendría una trayectoria de expansión algo mejor en los próximos meses. En particular, las ventas de vehículos a julio siguieron creciendo a tasas anuales elevadas (20%) y las importaciones de bienes de consumo continúan por sobre los niveles del año pasado, más allá de la disminución de sus tasas de variación anual (gráfico III.3).

Sobre los determinantes del consumo, varios muestran una mejora respecto del IPoM de junio y de principios de año. La confianza de los consumidores siguió recuperándose, aunque continúa en terreno pesimista. Resalta el repunte de las expectativas de compra de artículos para el hogar, en zona optimista desde mayo (gráfico III.4). En el mercado laboral, el empleo total aumentó su tasa de expansión anual de 1,4% en marzo a 1,9% en junio, destacando que la variación anual del empleo asalariado dejó de contraerse desde abril y se ubica en 1,4% a junio (gráfico III.5). Por componentes, el empleo asalariado público tuvo una importante alza, mientras que el privado siguió con un crecimiento más acotado. No obstante, algunos indicadores de calidad de este último 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 a 3,5% anual en junio (6,5% en marzo). La tasa de desempleo subió de 6,6% en marzo a 7,0% en junio, ubicándose en valores similares a los de junio del año pasado (6,9%). Por su parte, los salarios nominales detuvieron la tendencia a la baja de su tasa de crecimiento anual, expandiéndose entre 4,4 y 5,0% a junio. Los salarios reales aumentaron su variación a un rango entre 2,5 y 3,3% 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%.

Sobre las condiciones financieras, el costo del crédito para el consumo sigue bajo, con tasas de interés reducidas en perspectiva histórica. El crecimiento real para este tipo de crédito en términos anuales permanece acotado, aunque cercano al promedio de los últimos diez años. Ello se explica, de acuerdo con la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre, por condiciones de oferta y demanda de fondos que persisten poco favorables. Los entrevistados del Informe de Percepciones (IPN) de agosto confirman esta tendencia, aunque perciben una mayor flexibilidad en el otorgamiento de crédito automotor.

Por el lado de la inversión, la FBCF intensificó su caída en el segundo trimestre: -4,1% anual (-2,4% en el primero). Por componentes, se mantiene un mejor desempeño relativo de maquinaria y equipos respecto de construcción y otras obras, aunque con una menor expansión que el trimestre previo: 0,1% anual (4,3% el primero), por un menor gasto en generadores y equipos de transporte (gráfico III.6). De todos modos, las importaciones de bienes de capital, descontadas las de transporte no regular, persisten por sobre los niveles desestacionalizados del año pasado. Esto, coincide con el mejor desempeño que ha mostrado la bolsa (gráfico III.7).

El componente de construcción y otras obras se contrajo 6,5% anual, principalmente por edificación habitacional e inversión pública (-6,2% el primer trimestre). Indicadores coyunturales muestran una evolución mixta, coherente con una trayectoria algo más lenta que la estimada en junio. La creación de empleo y la venta de proveedores y de materiales siguen con tasas de variación anual negativas; mientras que la superficie autorizada de edificación muestra algún repunte en el margen (gráfico III.8). Las cifras de la CChC del segundo trimestre siguen mostrando un alto nivel de stock de viviendas en el Gran Santiago, con meses para agotarlo que bajaron algo, pero que siguen por sobre el promedio de los últimos diez años. De todas formas, si bien las ventas se han mantenido estables y por debajo de los niveles del período 2012-2015, están en torno a los promedios de la última década. De acuerdo con el IPN de agosto, la edificación de viviendas con subsidio ha dinamizado la actividad, mientras que la parte privada sigue más alicaída, en particular en el norte del país. En cuanto a las condiciones financieras de oferta, según la ECB son débiles para el sector inmobiliario y de la construcción, al igual que la demanda por créditos. Para las personas, las tasas de los créditos hipotecarios siguen en niveles mínimos y el crecimiento anual de las colocaciones para este tipo de crédito registró cierta mejora.

GRÁFICO III.4
Expectativas de los consumidores: IPEC (*)
(serie original)



(*) Un valor sobre (abajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

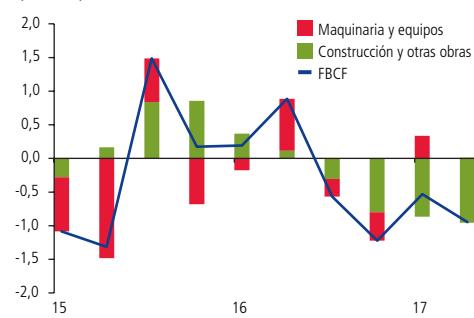
Fuente: Adimark.

GRÁFICO III.5
Mercado laboral
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

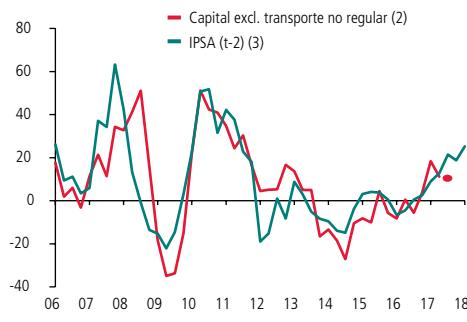
GRÁFICO III.6
Contribución de la FBCF en el crecimiento anual
del PIB
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.7**

Importaciones nominales de bienes de capital e IPSA (1) (variación anual, porcentaje)



(1) Series trimestrales.

(2) Punto rojo corresponde al dato de julio del 2017. Excluye aviones, barcos, helicópteros y trenes.

(3) Se presenta con desfase temporal. Dato para el tercer trimestre incluye información al 28 de agosto del 2017.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

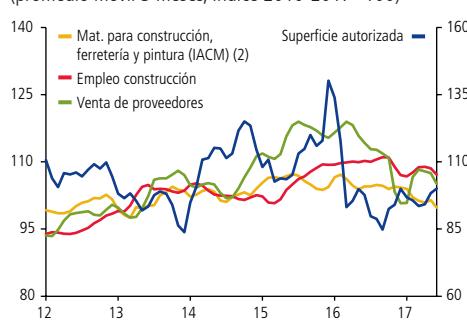
Las expectativas empresariales, medidas por el IMCE sin minería, no muestran mayores cambios respecto del cierre del IPoM anterior, y siguen en terreno pesimista. De acuerdo con el IPN de agosto, si bien la mayoría de los entrevistados señala que las inversiones continúan restringidas, algunos indican estar desarrollando o planificando inversiones para mejorar sus negocios de cara a una economía que estiman retomará mayor dinamismo el 2018. En cuanto a las condiciones financieras para las empresas, las tasas de interés de los créditos comerciales siguen bajas. Con todo, estas colocaciones continúan con un reducido ritmo de expansión anual. Ello coincide con la percepción de condiciones débiles de oferta y demanda de fondos, según la ECB. De todos modos, de acuerdo el IPN de agosto, varios entrevistados señalan, especialmente en el centro y el sur del país, que ha aumentado la cantidad de empresas buscando aprovechar oportunidades de inversión en maquinarias a bajo precio y con ofertas de financiamiento atractivas en plazo y costo. Por su parte, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital de junio ajustó a la baja los proyectos de inversión para el período 2017-2019, principalmente por correcciones en los sectores de energía, forestal e inmobiliario. La inversión en el sector minero se mantuvo prácticamente igual a la del catastro previo.

Destacó la acumulación de existencias, con una contribución al crecimiento del PIB de 2,7pp. Parte de ella responde a una reposición tras un período prolongado de reducción. No obstante, existen algunos indicios que habría sido superior a lo deseado. Esto podría derivar en menores importaciones en los meses venideros. Indicadores como los contenidos en el IMCE, muestran niveles de existencias que se perciben por sobre lo deseado en la industria y el comercio (gráfico III.9). Además, también es posible que la mayor acumulación de inventarios se relacione con el bajo crecimiento del componente de maquinaria y equipos de la FBCF, pese al dinamismo de las importaciones de bienes de capital.

Respecto del sector externo, el volumen de las exportaciones de bienes cayó 4,7% anual el segundo trimestre (-6,5% el primero). Ello se explicó por una contracción de la cantidad exportada en todas las categorías de bienes. Por su parte, los precios de algunas productos exportados aumentaron, como en la minería y la industria. El volumen de las importaciones de bienes creció 7,4% anual (4,9% el primero) y siguió impulsado por la internacionalización de bienes de consumo (en torno a 20% anual), reflejando el mejor desempeño de dicha parte del gasto interno. La cantidad importada de bienes de capital volvió aumentar su tasa de variación anual de -0,3% el primer trimestre a 1,4% el segundo. El precio de las importaciones de bienes totales creció en torno a 3,9% anual (7,1% el primero). Todo lo anterior contribuyó a un saldo de la balanza comercial en el segundo trimestre más deficitario que el mismo período del año anterior. Ello, junto con un aumento de la remisión de rentas al exterior, en particular de la minería, redundó en un déficit de la cuenta corriente de 2,2% del PIB en el año móvil finalizado en el segundo trimestre (2,0% al primer trimestre). En la evolución de las rentas se observa el impacto de los menores costos alcanzados en este sector, luego del importante incremento que tuvieron hasta el 2015 y el aumento del precio del cobre de los últimos meses. Respecto de lo proyectado en junio, se prevé una cuenta corriente algo más deficitaria para este año y el próximo 1,2 y 1,8% del PIB, respectivamente, principalmente por mayores rentas al exterior que compensan la mejora de los términos de intercambio.

GRÁFICO III.8

Indicadores de construcción y edificación (1) (promedio móvil 3 meses, índice 2010-2017=100)



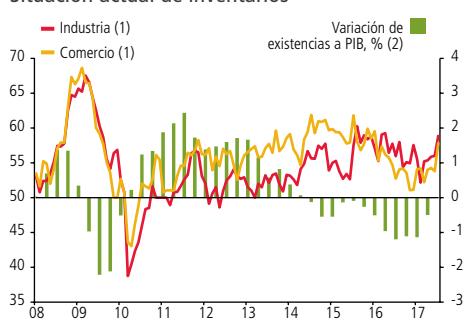
(1) Series desestacionalizadas.

(2) Serie empalmada con la línea equivalente del IVCM.

Fuentes: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.9

Situación actual de inventarios



(1) IMCE: un valor sobre (abajo) 50 puntos indica nivel por sobre (abajo) lo deseado.

(2) Serie trimestral.

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

IV. PRECIOS Y COSTOS

En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de la inflación y los costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias y su probable evolución futura.

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA INFLACIÓN

La inflación anual bajó hasta 1,7% en julio, más que lo previsto en el último IPoM (gráfico y tabla IV.1). En cambio, el IPCSAE siguió con variaciones anuales en torno a 2%, en línea con lo estimado en el Informe previo y en coherencia con un escenario macroeconómico que a grandes rasgos no es muy distinto del anticipado en junio. Así, la principal desviación de la inflación total provino de una caída mayor que la prevista de los elementos más volátiles de la canasta del IPC (gráfico IV.2). En el escenario base, se proyecta que la inflación subirá a 2,4% en diciembre de este año, para luego ubicarse en 3% durante la segunda parte del 2018, valor cerca del cual oscilará hasta fines del horizonte de proyección. Las expectativas de mercado contemplan una trayectoria similar.

TABLA IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)

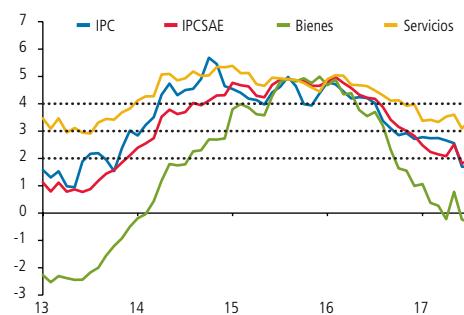
	IPC	IPCSAE	Bienes	Servicios	Alimentos	Energía
2014 Prom.	4,4	3,6	1,6	4,9	6,9	5,5
2015 Prom.	4,3	4,7	4,4	4,9	7,2	-4,5
2016 Ene.	4,8	4,8	4,7	4,9	4,3	5,9
Feb.	4,7	5,0	4,9	5,0	4,0	4,2
Mar.	4,5	4,8	4,3	5,0	4,2	2,4
Abr.	4,2	4,6	4,4	4,7	3,4	2,7
May.	4,2	4,3	3,8	4,7	4,2	3,5
Jun.	4,2	4,2	3,5	4,6	4,7	2,9
Jul.	4,0	4,2	3,7	4,5	4,9	0,5
Ago.	3,4	3,9	3,2	4,3	4,2	-3,0
Sep.	3,1	3,4	2,3	4,1	4,0	-2,1
Oct.	2,8	3,2	1,6	4,1	2,8	0,1
Nov.	2,9	3,0	1,6	3,9	3,1	1,9
Dic.	2,7	2,8	1,0	4,0	2,2	2,9
2017 Ene.	2,8	2,5	1,1	3,4	2,5	6,4
Feb.	2,7	2,2	0,4	3,4	3,5	5,6
Mar.	2,7	2,2	0,3	3,3	3,7	5,7
Abr.	2,7	2,1	-0,2	3,5	4,2	4,1
May.	2,6	2,5	0,8	3,6	2,6	2,8
Jun.	1,7	1,8	-0,2	3,1	1,3	1,6
Jul.	1,7	2,0	-0,3	3,4	1,0	1,1

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

GRÁFICO IV.1

Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



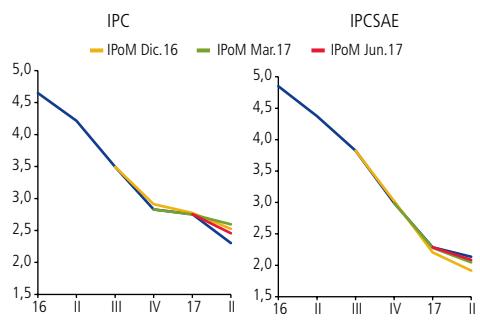
(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) 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 IV.2

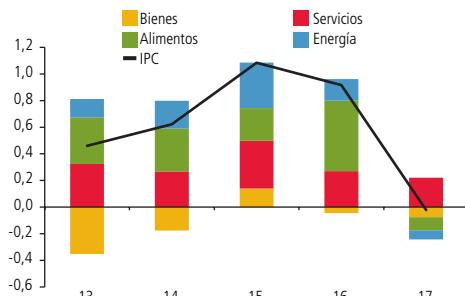
IPC e IPCSAE efectivo y proyectado al segundo trimestre
(variación anual, porcentaje)



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

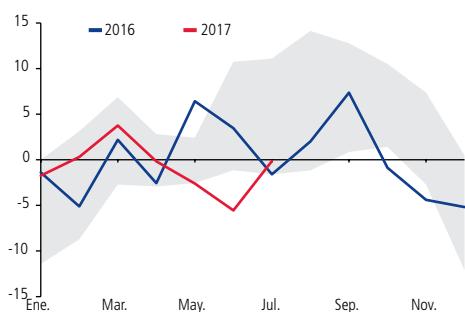


GRÁFICO IV.3
Incidencia mensual acumulada entre mayo y julio en el IPC
(puntos porcentuales)



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

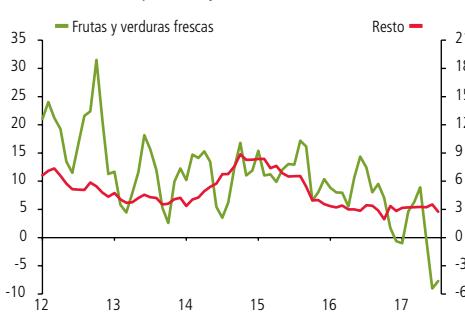
GRÁFICO IV.4
IPC frutas y verduras frescas (*)
(variación mensual, porcentaje)



(*) El área sombreada representa los valores mínimos y máximos desde el 2000 al 2015.

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

GRÁFICO IV.5
IPC alimentos: Componentes
(variación anual, porcentaje)



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

Entre mayo y julio, el IPC acumuló una variación nula. Esto, con una incidencia del IPCSAE que aportó alrededor de 15 puntos base (pb) en el período y un componente de alimentos y energía que tuvo una incidencia negativa, contrastando con lo acontecido en los mismos meses de años anteriores (gráfico IV.3). Esto último, debido, en gran medida, a un comportamiento atípico de las frutas y verduras frescas respecto de sus estacionalidades habituales, comportamiento que, con menor intensidad, también se observó a fines del año pasado (gráfico IV.4). En este contexto, las cifras mensuales de inflación sorprendieron al mercado, especialmente en junio y julio, donde se alternó una sorpresa a la baja y otra al alta.

Con esto, a julio, los elementos volátiles redujeron en cerca de 0,9 puntos porcentuales (pp) su incidencia en la inflación anual total en comparación con abril. Los alimentos fueron los que más contribuyeron en ese descenso, aportando -0,6pp. Estos redujeron su variación anual a 1% en julio (4,2% en abril), especialmente, por el mencionado retroceso de las frutas y verduras frescas que alcanzaron una caída anual de 7,7% a julio (+8,9% anual en abril), registro que es uno de los más bajos de los últimos diez años (gráfico IV.5). Si bien la mayoría de las frutas y verduras frescas tuvieron variaciones anuales negativas a julio, sobresalen el tomate y la papa con retrocesos superiores a 20% anual. A julio, ambos explican 0,3pp, un tercio de la menor incidencia desde abril en el IPC total. De acuerdo con distintas fuentes de información —el INE, el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de agosto y organizaciones privadas del rubro— esta situación obedece, en parte, a una mayor oferta disponible en el mercado que coincide con condiciones climáticas que han adelantado y/o alargado el período de las cosechas. De hecho, en el primer semestre la temperatura promedio del país fue mayor que el promedio de los últimos diez años, con un aumento anual de las precipitaciones que no se observaba desde el 2011. El resto de los alimentos también redujo su expansión anual hasta 2,7% (3,3% en abril), valor que no es muy distinto de los que ha mostrado durante el último año, lapso en el que ha oscilado en torno a 3%.

La energía también redujo su tasa de variación anual hasta 1,1% en julio, respecto del 4,1% en abril (gráfico IV.6), debido principalmente a precios internos de los combustibles y sus derivados que fueron presentando mayores bases de comparación y leves reducciones en la punta. Las tarifas eléctricas siguieron con tasas de variación anual negativas (-2,1 en abril y -1,5% en julio), principalmente por las altas bases de comparación, puesto que sus niveles han permanecido prácticamente planos durante este año.

El IPCSAE, como se mencionó, continuó con tasas de variación anual en torno a 2%, similar al valor previsto en el IPoM de junio. En la parte de servicios, el incremento anual se ubicó en 3,4% en julio (3,5% en abril). Dentro de este, el subconjunto de precios resto^{1/}, siguió disminuyendo su tasa de variación anual,

^{1/} Corresponde al grupo de precios del IPCSAE de servicios distintos de indexados y/o regulados (descontando transporte), que se estima es la más ligada con el estado de la brecha de actividad. Representa cerca del 11% del IPC total. Ver Recuadro IV.1, IPoM de marzo del 2017.

coincidiendo con la ampliación de la brecha de actividad en los últimos trimestres (gráfico IV.7).

Los bienes del IPCSAE tuvieron variaciones anuales en torno a cero desde el cierre estadístico anterior, ubicándose en -0,3% a julio (gráfico IV.8). Como ha sido la tónica en este ciclo, esa evolución ha estado muy influenciada por la trayectoria del tipo de cambio que, con información disponible a agosto, se sigue apreciando en términos anuales.

En relación con los costos laborales, los salarios nominales han estabilizado su variación anual durante los últimos meses, contrastando con la trayectoria descendente previa. El incremento anual de los costos laborales unitarios nominales retornó a los niveles que mostraba a comienzos de año, los que se ubican cerca de las tasas más bajas de los últimos años (gráfico IV.9). Esto en un contexto en que los entrevistados en el IPN no mencionan mayores cambios de sus dotaciones salvo que en algunos sectores aprovecharon la posibilidad de contratar profesionales más calificados por un menor sueldo. Por otro lado, se da cuenta de que se siguen evaluando cambios que permitan mecanizar procesos y reducir la demanda por mano de obra.

Los precios externos en dólares mantuvieron o redujeron levemente su variación anual en el segundo trimestre, tras alcanzar en el primer cuarto los registros más altos de varios años. Esto, al tiempo que, aunque a tasas menores que a comienzos de año, en el segundo trimestre el tipo de cambio se siguió apreciando en términos anuales. El Índice de Valor Unitario de Importación (IVUM), medido en dólares, siguió con expansiones anuales cercanas a 2% al segundo cuarto, afirmando una tendencia positiva luego de cuatro años con caídas anuales. El Índice de Precios Externos (IPE), medido en dólares, moderó su expansión anual en el segundo trimestre a cerca de 2% respecto del primero. Ello responde a inflaciones locales que han disminuido su expansión anual, junto con una menor depreciación de las monedas de los países emergentes respecto del dólar estadounidense.

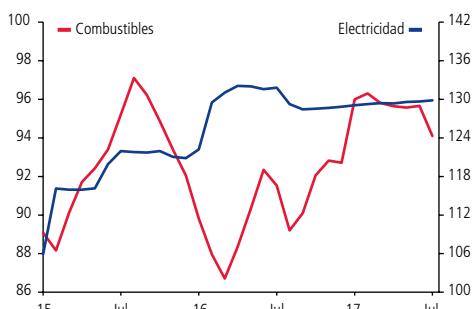
PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN EN EL CORTO PLAZO

En el escenario base, la inflación anual se irá incrementando, ubicándose en 2,4% a diciembre de este año, para llegar a 3% durante la segunda parte del 2018, valor en torno al que oscilará hasta fines del horizonte de proyección. El IPCSAE mostrará incrementos anuales que comenzarán a volver gradualmente a 3% a partir de mediados del 2018. Con todo, existen riesgos de que diversos factores pueden llevar a que la baja reciente 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. Por esta razón, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está sesgado a la baja en el corto plazo, pero equilibrada en el mediano plazo.

La reversión parcial de parte del atípico comportamiento de frutas y verduras frescas será uno de los elementos que hará aumentar la inflación anual en el corto plazo. Se suman precios internacionales de los combustibles que han

GRÁFICO IV.6

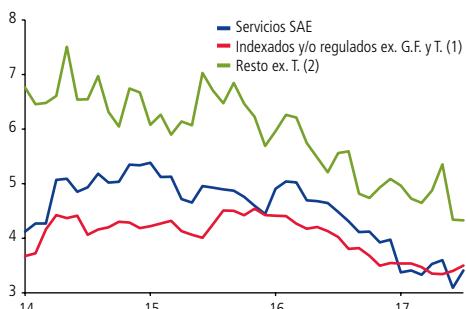
IPC energía: Componentes (niveles, serie original)



Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas

GRÁFICO IV.7

Servicios SAE: Principales componentes (variación anual, porcentaje)

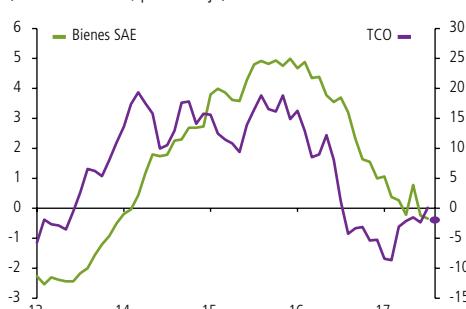


(1) No considera los ítems de gasto financiero ni de transporte asociado a este componente.
(2) No considera los ítems de transporte asociado a este componente.

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

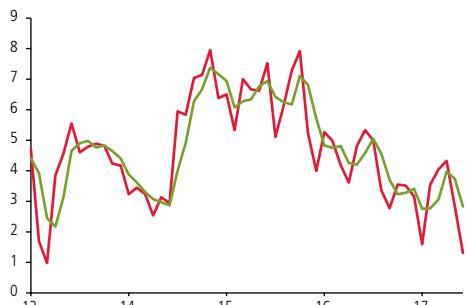
GRÁFICO IV.8

Tipo de cambio y bienes SAE (*) (variación anual, porcentaje)



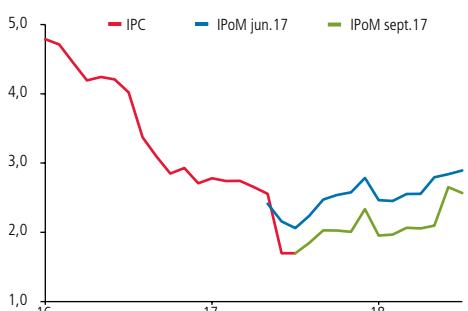
(*) El punto considera información del TCO para agosto hasta el cierre estadístico.

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

**GRÁFICO IV.9**Costo laboral unitario nominal (*)
(variación anual, porcentaje)

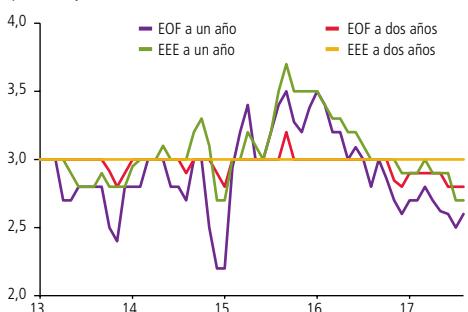
(*) La línea verde representa la media móvil de tres meses de la variación anual.

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

GRÁFICO IV.10Inflación y expectativas de mercado (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) Las expectativas corresponden a los seguros de inflación al cierre estadístico respectivo.

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

GRÁFICO IV.11Expectativas de inflación de las encuestas (*)
(porcentaje)

(*) En el caso de la EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, excepto para agosto que considera la de la segunda quincena.

Fuente: Banco Central de Chile.

aumentado en las últimas semanas. Además, respecto de las tarifas eléctricas, el escenario base prevé que entrarán en vigor los nuevos decretos tarifarios que se encuentran en tramitación. El IPCSAE permanecerá con expansiones anuales en torno a 2% en lo inmediato, algo por debajo de lo considerado en el IPoM de junio muy influenciado por la apreciación reciente del peso.

Las expectativas de mercado a plazos más cortos se han ajustado a la baja, acordes con las sorpresas de los últimos meses y la apreciación del peso (gráficos IV.10 y IV.11). Los seguros de inflación adelantan un alza gradual de la inflación desde los bajos niveles actuales, situándola a diciembre en 2,3%. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto situó la inflación a diciembre en 2,4%. Los seguros y la EEE ubicaban esta variación en 2,8 y 2,9%, respectivamente al cierre estadístico anterior. A un año plazo, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de agosto y los seguros de inflación mantienen la inflación en 2,6% respecto del IPoM de junio. En tanto, la previsión de la EEE es de 2,7% (2,9% en junio).

A dos años plazo, las encuestas no muestran mayores cambios, adelantando que la inflación se encontrará en la meta o cerca de ella. Si bien las compensaciones inflacionarias han caído en los últimos meses, cuando se limpian por el efecto de los premios por plazo no se observan grandes variaciones, manteniéndose coherentes con la meta de inflación (Recuadro IV.1, IPoM de diciembre del 2016).

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables para la inflación y el crecimiento. Como estas son condicionales a los supuestos del escenario base, además se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

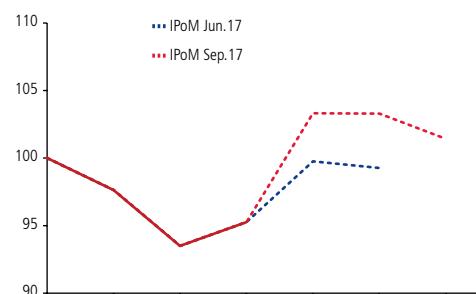
ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

La inflación y el crecimiento se ubicaron por debajo de lo anticipado en el IPoM de junio. No obstante, las principales diferencias estuvieron relacionadas con factores que se consideran mayoritariamente transitorios, por lo que ni las perspectivas para la economía durante los próximos años ni la orientación general de la política monetaria difieren sustancialmente de lo previsto en esa ocasión. Hacia adelante, se espera que la inflación subyacente fluctúe en torno a 2% hasta mediados del 2018, muy influida por la apreciación reciente del peso, para retornar gradualmente hacia 3% desde ahí en adelante. La inflación total subirá algo más rápido. Para la actividad, se proyecta que la economía retomará mayores tasas de crecimiento en la segunda mitad de este año, sustentado tanto en el mayor impulso externo como en una serie de factores internos, entre los que destacan la recuperación de la actividad minera, el fin del ciclo de ajuste de la inversión en ese sector, la recuperación paulatina de los indicadores de confianza y una política monetaria expansiva, todo en un contexto en que la economía no presenta desbalances relevantes.

El mayor impulso externo previsto para el horizonte de proyección proviene en parte importante de la mejora de los términos de intercambio. Desde el cierre del IPoM de junio, el precio del cobre ha subido más de 15%, superando los US\$3 la libra, en respuesta a diversos factores que incluyen la mayor demanda desde China, limitaciones a las importaciones de chatarra en este país y algunas disrupciones temporales de oferta, entre otros. En un contexto de bajas tasas de interés globales, las posiciones especulativas en el mercado han aumentado, acentuando las presiones alcistas. En este escenario base, las proyecciones para el precio del cobre son superiores a las de junio, sustentado por mejores precios efectivos. En todo caso también contemplan una baja de los niveles actuales, tomando en cuenta la presencia de factores temporales detrás del alza reciente: US\$2,75 la libra en el 2017 y el 2018 y US\$2,7 en el 2019. El precio del petróleo en tanto, más allá de algunos vaivenes, se ubica en valores levemente inferiores a los de junio. Con ello, se prevé que los términos de intercambio aumenten 8,5% el 2017 y se mantengan estables el 2018. Hacia el 2019, tendrán una leve reducción (gráfico V.1).

GRÁFICO V.1

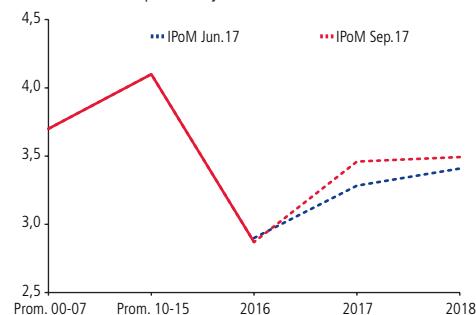
Términos de intercambio
(índice; 2013=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.2

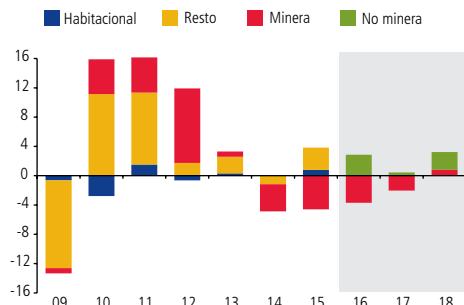
Crecimiento socios comerciales
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.3**

Incidencias reales anuales en la Formación Bruta de Capital Fijo (*)
(puntos porcentuales)

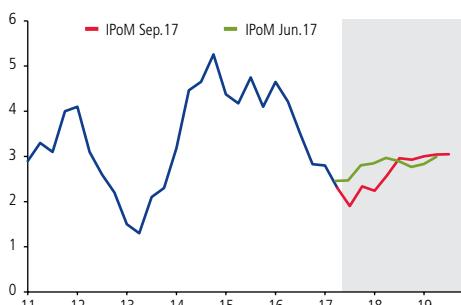


(*) Para el 2016 la inversión minera se estima considerando información disponible en la FECUS. La inversión no minera se calcula residuadamente, utilizando también la información de la inversión de hogares de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. Para las proyecciones del 2017 y 2018, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4

Proyección de inflación IPC (*)
(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. El área gris, a partir del tercer trimestre del 2017, corresponde a la proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario de crecimiento global también se ha fortalecido, con lo que la actividad de los socios comerciales será levemente mejor que lo anticipado en junio (una décima para el 2017 y el 2018) (gráfico V.2). Las economías desarrolladas han ido consolidando mejores tasas de crecimiento, especialmente la Eurozona y Japón. En la primera, las proyecciones se corrigieron al alza en dos décimas para el 2017 y se mantienen para el 2018. Ello, dando cuenta de las sólidas tasas de expansión mostradas por las economías de la zona, las que además han sido bastante generalizadas. En Japón, el dinamismo que reflejan las cifras efectivas de PIB hasta el momento —destacando su expansión de 4% trimestral anualizado en el segundo trimestre— se traducen en una corrección al alza de siete y tres décimas para el 2017 y el 2018, respectivamente. EE.UU. ha seguido con tasas de crecimientos superiores, de la mano de un sólido crecimiento de su mercado laboral, buenas expectativas de consumidores y empresariales. Con todo, las proyecciones para esta economía son similares a las previstas en junio. De este modo, las tasas de expansión que se prevén para los socios comerciales desarrollados son 3 y 1 décima superior a las de junio para el 2017 y el 2018, respectivamente (2 y 1,8%).

En las economías emergentes destaca China, que registró un crecimiento de 6,9% en el primer semestre del año. Sin embargo, la mayor debilidad mostrada por algunos indicadores coyunturales del tercer trimestre, llevan a proyectar que este dinamismo será menor en lo que queda del año, por lo que las proyecciones consideran una tasa de 6,7% para el 2017 y de 6,4% el 2018. De todas formas, estas proyecciones son superiores a las de junio, situación que se traspasa a otras economías de la región asiática, donde también se prevén cifras mejores. Para América Latina se proyectan cifras similares a las de junio. Estas, si bien consideran una recuperación en el horizonte de proyección, luego de la contracción de la región los dos años previos, son aún modestas, reflejando principalmente factores idiosincráticos.

Así, en conjunto con condiciones financieras internacionales que se mantienen favorables para las economías emergentes —con bajas tasas de interés, escasa volatilidad, premios por riesgo y flujos de capitales que siguen llegando—, el impulso externo que recibirá la economía chilena en el horizonte de proyección será mayor al previsto en junio.

Para el ámbito local, el escenario base considera que la economía chilena crecerá entre 1,25 y 1,75% el 2017. Por el lado del gasto, el consumo privado se ajusta levemente al alza 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, para el 2017 el ajuste a la baja de las proyecciones se origina principalmente en el componente de construcción (gráfico V.3). 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 (FBCF), 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. Con esto, la relación FBCF a PIB será de 21,3 y 21,7% en términos reales y nominales, respectivamente, tasas que se incrementan levemente el 2018.

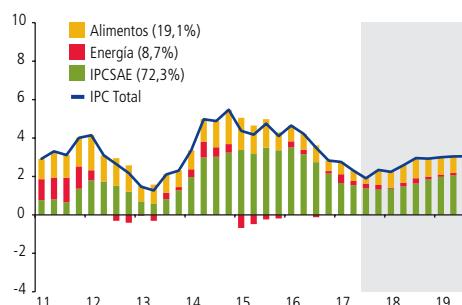
Para el 2018, el escenario base mantiene el rango de junio, considerando una expansión de entre 2,5 y 3,5%. Así, se proyecta que en lo venidero la economía retomará gradualmente mayores tasas de expansión, apoyada en un escenario externo favorable, el fin del ajuste de la inversión minera, la ausencia de desbalances macroeconómicos relevantes y una política monetaria claramente expansiva. Asimismo, se supone que la política fiscal continuará su senda de consolidación, lo que en el corto plazo se expresará en un próximo presupuesto coherente con los compromisos del gobierno. Ello en un contexto en que el crecimiento potencial, que se estima se ubica en torno a 2,5%, retoma gradualmente niveles coherentes con el crecimiento tendencial (entre 3 y 3,5%) (ver documento publicado junto con este IPoM, Crecimiento Tendencial: Proyección de mediano plazo y análisis de sus determinantes).

En el sector externo, se prevé una contracción de los volúmenes de exportaciones este año, como consecuencia de algunos *shocks* de oferta negativos en el sector industrial y que ya se han reflejado en menores envíos del sector. Sin embargo, tratándose de factores que se estiman transitorios, para el 2018 tendrán una recuperación. Esto se suma a los mayores envíos mineros previstos. Para efectos de la balanza comercial, el mencionado incremento de los términos de intercambio, en particular del 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 el 2017, la cuenta corriente es levemente más deficitaria que lo previsto en junio. A precios de tendencia^{1/}, el déficit de la cuenta corriente será algo superior: 2,6% en promedio el 2017-2018.

La inflación también ha evolucionado por debajo de lo previsto, ubicándose en 1,7% 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 —en torno a 4,5% en términos nominales y del orden de 3,5% en términos reales, respectivamente— y que se intensificó en los días previos al cierre estadístico de este IPoM. Así, la inflación del IPC finalizará el año en 2,4% y el IPCSAE lo hará en 1,9%, ambos valores por debajo de lo previsto en junio (gráficos V.4 y V.5). Hacia adelante, se espera que la inflación subyacente fluctúe en torno a 2% hasta mediados del 2018, muy influida por los efectos de la mencionada apreciación reciente del peso para retornar gradualmente hacia 3% 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. Estos supuestos se basan en que, como supuesto de trabajo, el TCR tendrá una leve depreciación en el horizonte de proyección.

GRÁFICO V.5

Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)

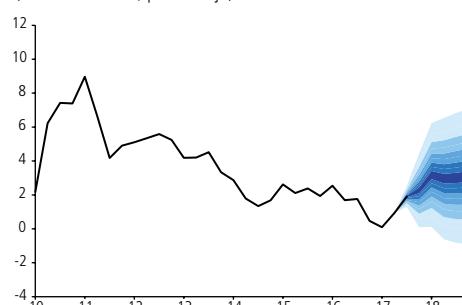


(*) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC. A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. El área gris, a contar del tercer trimestre del 2017, corresponde a la proyección.

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

GRÁFICO V.6

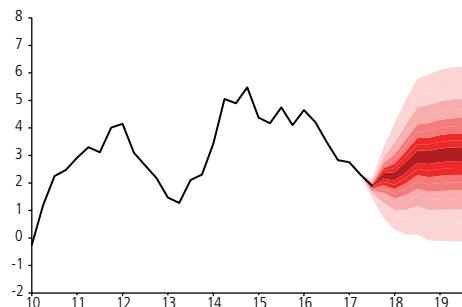
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. Como supuesto metodológico, el escenario base de proyección considera que la TPM 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.

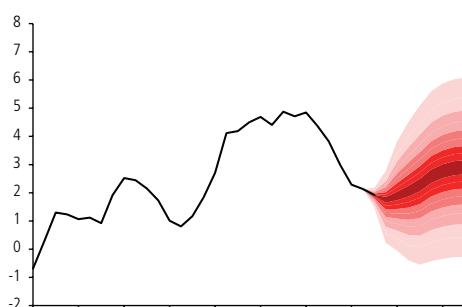
Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustibles considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio del cobre de largo plazo de US\$2,7 la libra y del petróleo de US\$70 el barril (Recuadros V.2 IPoM septiembre 2012 y V.1 diciembre 2015).

**GRÁFICO V.7**Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. Como supuesto metodológico, el escenario base de proyección considera que la TPM 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.8Proyección de inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación subyacente que realiza el Consejo. Como supuesto metodológico, el escenario base de proyección considera que la TPM 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

ESCENARIOS DE RIESGO

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 (gráficos V.6, V.7 y V.8). El Consejo estima 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 se discute ampliamente en el Resumen, en lo externo sigue preocupando la respuesta de los mercados financieros al proceso de normalización de la política monetaria en las economías desarrolladas, tanto por lo inédito de la oportunidad y gradualidad del proceso como por las diferencias con lo que espera el mercado. Se suman las dudas sobre el manejo fiscal en EE.UU. y su efecto en el crecimiento, las tasas de interés y los precios de los activos en general. Tampoco se descarta que, dados los buenos números de los últimos trimestres, se observe un crecimiento más rápido en los países desarrollados. En el mundo emergente, la principal fuente de riesgos sigue siendo el desempeño de la economía china, donde persisten las dudas por los desequilibrios en varios de sus mercados. En América Latina, los riesgos políticos siguen siendo la principal fuente de incertidumbre.

El actual valor del cobre podría perdurar, con implicancias para la política monetaria que no son evidentes: si bien en el corto plazo la apreciación del peso que podría conllevar una menor inflación, el mayor dinamismo de la economía podría cerrar la brecha de actividad más rápidamente.

En lo interno, es posible que la persistencia de los factores que han reducido la actividad y la inflación en los últimos meses sean más persistentes que lo previsto. En la actividad, de hecho, una fracción del menor crecimiento respondió a factores más persistentes relacionados con la inversión, lo que 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. Por el lado de la inflación, 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.

Como supuesto de trabajo, el escenario base considera 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, el Consejo permanecerá atento a desvíos del escenario base que justifiquen movimientos de la TPM. Como se mencionó, 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 requeriría una profundización de la expansividad de la política monetaria.

RECUADRO V.1

CRECIMIENTO TENDENCIAL Y POTENCIAL

El siguiente Recuadro presenta los resultados de la actualización anual de la estimación del crecimiento potencial y tendencial de la economía chilena, que el Consejo hace regularmente en el IPoM de septiembre. Como se ha explicado en ocasiones anteriores, el primer concepto —PIB potencial—se refiere al nivel de PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo. El segundo, se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano plazo de la economía. En plazos largos, la tasa de crecimiento potencial y tendencial convergen al mismo número. Sin embargo, elementos transitorios que alteran la capacidad productiva, tales como shocks temporales a la productividad y limitaciones al uso de factores, generan diferencias en el corto plazo entre ambas. De ahí la importancia de analizarlos por separado^{1/}.

Los principales resultados de esta actualización son los siguientes. Primero, el crecimiento tendencial del PIB para los próximos diez años se ubica entre 3,0 y 3,5%, comparable con lo estimado hace un año. Segundo, se estima que el crecimiento del PIB potencial está hoy en torno a 2,5%, por debajo de lo estimado hace un año^{2/}. La brecha de actividad, por su parte, es algo menor a lo estimado previamente, incluso considerando que la evolución del PIB también ha sido menor.

Crecimiento tendencial del PIB resto

Como es usual, la estimación del crecimiento tendencial distingue los sectores de RR.NN. de los demás sectores productivos, el llamado PIB resto. Para este último grupo, la estimación se basa en la metodología de función de producción, la cual supone que el crecimiento tendencial puede ser descompuesto de la siguiente manera:

$$\Delta Y = \Delta PTF + \alpha \Delta L + (1-\alpha) \Delta K,$$

donde ΔY es el crecimiento del PIB tendencial, ΔPTF es el crecimiento de tendencia de la productividad total de factores (PTF), α es la participación del trabajo en el PIB, ΔL es el crecimiento tendencial de las horas trabajadas ajustadas por calidad y ΔK es el crecimiento del capital.

^{1/} Para una explicación detallada de la metodología ver Recuadros V.1 y V.2 del IPoM de septiembre 2015 y las minutas asociadas. En esta ocasión, se publica un documento sobre la proyección de mediano plazo y los determinantes del crecimiento tendencial (Banco Central de Chile (2017), para mayores referencias revisar dicho documento).

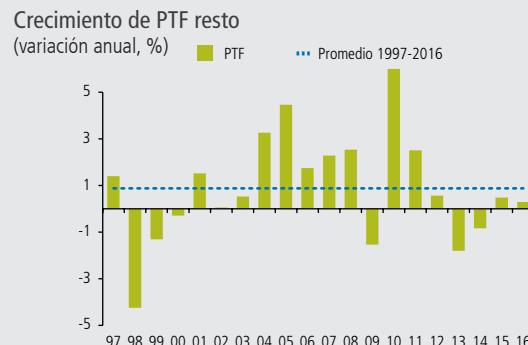
^{2/} En agosto, el Comité de Expertos que cita el Ministerio de Hacienda dio a conocer su estimación de crecimiento tendencial, ubicándolo en un promedio de 2,8% entre los años 2017 y 2022. Existen diferencias conceptuales y metodológicas entre esta medición y las presentadas en este recuadro que no permiten una comparación directa entre ellas (ver Recuadro II.2, Crecimiento tendencial: Proyección de mediano plazo y análisis de sus determinantes).

La principal novedad de esta actualización es la incorporación de las nuevas CC.NN. con la compilación de referencia 2013 (CdR 2013). Sus principales efectos son una medición inferior del crecimiento de la productividad promedio para el período 1997–2015 y un aumento de la razón inversión a capital real. Esto reduce el crecimiento esperado de la PTF e incrementa la estimación de crecimiento del stock de capital^{3/}. El resto de los supuestos no sufren cambios mayores, salvo la incorporación de un supuesto más realista para la inmigración.

Así, y en línea con lo presentado el 2016, la contribución del trabajo al crecimiento tendencial en los próximos diez años será 0,8%. Esto representa el efecto conjunto de una población en edad de trabajar que, dado su envejecimiento y la menor tasa de natalidad, crecerá 0,9% en este período; la tendencia secular a la baja de las horas trabajadas, que restará del orden de 0,4% al crecimiento de las horas totales; y los efectos compensatorios asociados a la mayor participación de la mujer y a la calidad del empleo, que sumarán 0,2 y 0,7%, respectivamente. La inmigración suma 0,2% al crecimiento del trabajo.

Respecto del crecimiento del stock de capital, con la incorporación de la CdR 2013, su contribución al crecimiento tendencial para los próximos diez años será 1,7%, algo mayor a lo estimado previamente. El incremento se relaciona con una inversión real que no cambia sustancialmente respecto de lo previsto, pero que se agrega a un stock de capital que hoy se estima menor que en el pasado. Finalmente, el crecimiento tendencial de la PTF del PIB resto se proyecta marginalmente por debajo de 1% para los siguientes diez años, en línea con el promedio histórico algo más bajo reportado en las nuevas CC.NN. (gráfico V.9).

GRÁFICO V.9



Fuente: Banco Central de Chile (2017).

^{3/} Ver Recuadro I.1, Crecimiento tendencial: Proyección de mediano plazo y análisis de sus determinantes. La idea básica es que el crecimiento del capital es igual a la razón I/K menos la depreciación. El primero aumenta desde 8,2 a 8,8%.



Crecimiento tendencial del PIB total

Para el cálculo del crecimiento tendencial del PIB total se añade la proyección del crecimiento del sector de RR.NN., que incluye Minería, Pesca y Electricidad, Gas y Agua. La proyección se basa en información del Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, Cochilco, CNE y CDEC, además del análisis de la evolución histórica de la ley del cobre. Como ha sido la tónica de los últimos dos años, se espera un crecimiento menor al del PIB resto, del orden de 2% para los próximos diez años. Así, en el escenario base, el crecimiento del PIB total se ubica en 3,2% (tabla V.1).

TABLA V.1
Proyección de crecimiento de producto tendencial
(porcentaje)

	Crecimiento tendencial (*)			Contribución al crec. PIB Resto		
	PIB	RR.NN.	Resto	PTF	Horas trab.	Capital
2017-2026	3,2	2,0	3,4	0,9	0,8	1,7

(*) RR.NN. pondera 13,9% del PIB total. Se asume que IVA y derechos de importación crecen a la misma tasa que el PIB Resto. La participación del trabajo en el PIB resto, parámetro α , es 52%.

Fuente: Banco Central de Chile (2017).

Como es usual, este número representa la estimación central, pero ejercicios de sensibilidad indican un rango entre 3 y 3,5%. Este rango se relaciona con distintos supuestos para la evolución de los factores de producción, incluyendo distintos escenarios para la evolución de la participación de laboral, las horas trabajadas y la inmigración^{4/}.

Crecimiento potencial y brechas de actividad

Como se mencionó, el PIB potencial puede diferir del PIB tendencial, ya que shocks transitorios a la productividad y/o limitaciones temporales al uso de factores pueden alterar la capacidad productiva de corto plazo, sin modificar la de mediano plazo. En el tiempo, ambas deberían converger a un mismo valor, una vez que estos elementos se disipen.

El cálculo del PIB potencial y de la brecha de actividad se realiza usando una serie de modelos estadísticos anclados en la llamada Curva de Phillips, que describe la relación entre la inflación y la brecha de actividad^{5/}.

Desde septiembre pasado, una vez descontado los efectos de la apreciación del peso, la inflación subyacente se ha ubicado relativamente en línea con lo proyectado^{6/}, lo que sugiere que

la brecha de actividad no ha cambiado sustancialmente, a pesar de que la actividad se ubicó por debajo de lo previsto. Así, considerando que la brecha es la diferencia entre el nivel efectivo del PIB resto y su nivel potencial, es esperable que, dado la mayor debilidad mostrada por el PIB resto este año, los resultados muestren un menor PIB potencial al previsto. Hacia adelante, se espera que este último recupere tasas de crecimiento coherente con la convergencia hacia el PIB tendencial (tabla V.2).

TABLA V.2

Estimaciones de crecimiento potencial y brechas de actividad para el PIB Resto
(porcentaje)

	PIB resto (1)(2)		PIB potencial (2)		Brecha actividad (2)	
	Sep. 16	Sep. 17	Sep. 16	Sep. 17	Sep. 16	Sep. 17
2016	2,0	2,1	2,5	2,4	-0,5	-0,3
2017	2,0	1,3	2,8	2,5	-1,3	-1,2
2018	3,1	2,6	3,0	2,7	-1,2	-1,5

(1) Proyecciones contenidas en el IPoM de cada año. Se considera el punto medio del rango de proyección cuando el sesgo es neutral y el primer cuarto si el sesgo es a la baja.

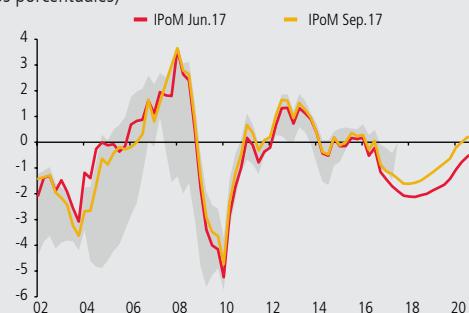
(2) Promedio del año.

Fuente: Banco Central de Chile en base a los ejercicios descritos en Fornero y Zuñiga (2017).

Finalmente, respecto de la brecha de actividad, el ejercicio muestra que su valor hoy es similar al estimado hace un año. Hacia adelante, se espera que el crecimiento efectivo del PIB sea similar al potencial por algunos trimestres, para empinarse algo por sobre este a partir de la segunda mitad del 2018. Así, la brecha de actividad se mantendrá en torno a sus valores actuales por los próximos trimestres y comenzará a cerrarse gradualmente hacia fines del 2018 (gráfico V.10).

GRAFICO V.10

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, SSA) (ver Fornero y Zúñiga (2017)).

Fuente: Banco Central de Chile.

^{4/} Para más detalles, ver capítulo 1 Banco Central de Chile (2017).

^{5/} Fornero y Zuñiga (2017) reestiman los modelos de crecimiento potencial detallados en el IPoM de septiembre 2015 y en Albagli *et al.* (2015).

^{6/} Esto es aún más evidente en la inflación SAE servicios, la que está menos afectada por las fluctuaciones del tipo de cambio.

RECUADRO V.2

CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

En el último año, la política monetaria se volvió más expansiva de lo esperado en septiembre del 2016. Hace un año, el escenario base del IPoM consideraba, como supuesto de trabajo, que la TPM se mantendría en 3,5% a lo largo de todo el horizonte de proyección, es decir hasta el tercer trimestre del 2018. Sin embargo, hoy la TPM es 100 puntos base (pb) menor que ese valor. Además, en el escenario base actual se estipula como supuesto de trabajo que la 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. ¿Cómo cambió el escenario macroeconómico relevante en el último año y que provocó este cambio en la política monetaria?

Entre el cierre estadístico del IPoM de septiembre del 2016 y el de septiembre 2017, la inflación total y la medida subyacente pasaron desde cifras cercanas a 4% anual a valores más próximos a 2%. Parte importante del cambio en el escenario base se generó en diciembre pasado, momento en que la inflación total estaba cerca de 0,5 puntos porcentuales (pp) por debajo de lo previsto en septiembre y, por primera vez en varios trimestres, se suponía que la convergencia de la inflación a la meta se daría desde cifras de corto plazo menores a 3%, y no desde cifras superiores a ese valor. Así, el escenario base de diciembre asumía que durante gran parte del 2017 la inflación se ubicaría en la mitad inferior del rango de tolerancia, para iniciar su retorno a la meta a fines de ese año, alcanzando 2,9% a diciembre (gráfico V.11).

En la revisión del escenario base de inflación se conjugaban varios factores. Por un lado, los datos de inflación de fines del 2016 habían mostrado sorpresas importantes en los componentes volátiles y subyacentes. En los primeros destacaban los alimentos, que habían mostrado un comportamiento estacional atípico. En los segundos, la inflación anual de bienes del IPCSAE había tenido un fuerte descenso, de la mano de un tipo de cambio que, más allá de la volatilidad habitual, no había vuelto a mostrar las fuertes depreciaciones de años previos.

GRÁFICO V.11
IPoM: Escenario base para la inflación
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile.

La inflación de servicios del IPCSAE, en cambio, mostraba diferencias menores con lo proyectado. No obstante, se observaban dos elementos relevantes. Por un lado, una baja gradual, pero sostenida de este componente del IPC y, por otro, una brecha de actividad que se iba abriendo a una velocidad mayor que la prevista. El 2016 se estimaba había finalizado el año con un crecimiento promedio de 1,5%, en el límite inferior del rango entre 1,5 y 2% entregado en septiembre, reflejo de un muy débil cierre de año. De hecho, las perspectivas para el 2017 también se corregían a la baja en función del punto de partida más débil que entregaba la nueva información. Se agregaba una inversión que no lograba repuntar y que incluso se debilitaba en su componente de construcción y obras. Así, en el IPoM de



diciembre, el Consejo estimó que el cumplimiento de la meta de inflación requería de un mayor impulso monetario.

En el curso del primer trimestre se fueron conociendo nuevos antecedentes que ratificaron la necesidad del mayor estímulo monetario e, incluso, adelantaron los recortes de TPM. El empleo asalariado, por ejemplo, tras varios trimestres de escasa o nula expansión comenzaba a mostrar tasas de variación anual negativas, lo que junto con salarios nominales que crecían a tasas menores, llevaba a una masa salarial que perdía impulso. Este era un riesgo significativo, pues el consumo era uno de los componentes del gasto interno que había sostenido el crecimiento de la actividad. Las revisiones de cifras del 2016 indicaban que la debilidad de la actividad en el segundo semestre del año había sido mayor que lo estimado, a lo que se sumaban los efectos directos e indirectos del paro en Escondida. Los entrevistados en el Informe de Percepciones de Negocios señalaban que la partida de año había sido lenta y que el efecto de la menor producción minera había afectado también a otros rubros de la economía. En este contexto, si bien se seguía suponiendo que la economía retomaría un mayor ritmo de crecimiento en la segunda parte del 2017, el rango de proyección de crecimiento para el año se recortaba en 0,5pp (tabla V.3) y aumentaban los riesgos que la convergencia de la inflación a la meta tardaría más que lo previsto.

TABLA V.3
Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2017

	Sep. 16	Dic. 16	Mar. 17	Jun. 17	Sep. 17
PIB			(variación anual, porcentaje)		
Balance de riesgo actividad	1,75-2,75 equilibrado	1,5-2,5 equilibrado	1,0-2,0 equilibrado	1,0-1,75 equilibrado	1,25-1,75 equilibrado
Demandas internas	2,4	2,6	2,3	2,5	2,6
Demandas internas (s/var. existencias)	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7
- Consumo total	2,5	2,4	2,5	2,6	2,7
- Formación bruta de capital fijo	0,7	0,7	0,2	-0,9	-1,6
Cuenta corriente	-1,8	-1,9	-0,9	-1,0	-1,2

Fuente: Banco Central de Chile.

En ese contexto, el Consejo decidió adelantar los recortes previstos para la TPM, que se efectuaron en enero y marzo, de 25pb. Posteriormente, con recortes de 25pb en abril y mayo, la llevó a 2,5%.

La evolución del escenario macroeconómico entre el IPoM de marzo y el de junio, no arrojó mayores novedades. Tras el mayor estímulo monetario, se esperaba que la inflación se ubicara cerca

de 2% en el curso del 2017 y convergiera a 3% durante el 2018. Al mismo tiempo, la actividad seguía mostrando débiles tasas de expansión, pero con perspectivas de un mayor dinamismo hacia fines del 2017 y el 2018.

Para septiembre, la inflación y el crecimiento se han ubicado por debajo de lo anticipado en junio. No obstante, las principales diferencias se han relacionado con factores que en su mayoría se consideran transitorios. 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. Así, en el escenario base, la inflación subyacente —IPCSAE— retornará gradualmente a 3% a partir de mediados del 2018, mientras que la inflación total subirá algo más rápido, en la medida que los precios de los componentes más volátiles se comporten más acordes con sus patrones históricos y las expectativas de mercado para los precios internacionales de combustibles y alimentos. Para el PIB, que en el segundo trimestre se vio influido por algunos factores puntuales y el comportamiento algo más débil de sectores relacionados con la construcción, se proyectan 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.

Todo esto se da en medio de un escenario externo relevante para Chile que ha ido mejorando a lo largo del 2017. A fines del 2016, tras la elección presidencial en EE.UU. la volatilidad de los mercados aumentó y no se descartaba que el peso podría exhibir mayores vaivenes, pues el abanico de riesgos externos se había ampliado, con posibles cambios en la política económica en EE.UU., incluyendo un mayor proteccionismo y la opción de un mayor impulso fiscal, lo que podría afectar la trayectoria de la tasa de la Fed, y con ello las condiciones financieras en Chile. Sin embargo, en el transcurso del año, la volatilidad disminuyó, lo mismo que el riesgo político, y el dólar perdió fortaleza en la medida que también el resto de las economías desarrolladas ha ido mejorando su desempeño. De hecho, el tipo de cambio pasó de fluctuar en un rango de valores que la mayor parte del tiempo estuvo por sobre los \$650 por dólar, a niveles del orden de \$630 por dólar al cierre estadístico. Esto, último se acompañó de un precio del cobre que superó los US\$3 la libra, en un contexto en que se ha ido extendiendo un mayor apetito por riesgo hacia las economías emergentes y se fueron sumando señales más estables en el crecimiento de China. Así, comparado con un año atrás, especialmente los términos de intercambio ha mejorado junto a un crecimiento algo mayor de los socios comerciales.

Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta y analiza la situación y las proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile. Primero, se revisa brevemente la evolución del balance en el primer semestre del 2017, para luego presentar las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2017 y el año 2018.

Los movimientos de cualquier cuenta del balance se pueden explicar por: a) flujos, relacionados con la extinción de ciertos derechos u obligaciones o nuevas transacciones, b) rentabilidad, que corresponde a los intereses ganados y c) reajustes, utilidades o pérdidas asociadas a cuentas indexadas al tipo de cambio o a la inflación. Debido a que alrededor del 97% de los activos corresponden a reservas internacionales, y 53% de los pasivos a pagarés e instrumentos de política (deuda), el Banco es deudor neto en moneda nacional y acreedor neto en moneda extranjera. Así, la rentabilidad del balance está determinada por la evolución del diferencial entre la tasa de interés internacional (rentabilidad de las reservas) y la tasa de interés interna o costo de la deuda. A su vez, las utilidades y pérdidas dependen también de la variación del peso frente a las monedas que constituyen las reservas internacionales. Actualmente, las monedas que constituyen el comparador son principalmente el dólar de EE.UU. (63,6%) y el euro (16,8%), además de otras monedas como la libra esterlina, el yen, el franco suizo, el renminbi, el won coreano, el dólar australiano, el dólar neozelandés y el dólar canadiense.

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2017

En comparación con el cierre del 2016, durante la primera mitad de este año, los activos, pasivos y el déficit del patrimonio como porcentaje del PIB disminuyeron (tabla A.1).

Así, entre el 31 de diciembre de 2016 y el 30 de junio de 2017, el tamaño del balance disminuyó en \$1.246 mil millones, pasando de 16,7% a 15,6% del PIB entre ambas fechas. En los activos, las reservas internacionales disminuyeron en \$1.212 mil millones, principalmente por una disminución de las inversiones en divisas por \$1.223 mil millones y mayores depósitos en Derechos Especiales de Giro (DEG), reservas FMI y corresponsales en el

exterior por \$19 mil millones. Entre otras cuentas del activo, destaca la disminución de la deuda subordinada por \$131 mil millones. En los pasivos, aumentó la deuda de PDBC en \$2.067 mil millones, mientras que la deuda de largo plazo se redujo en \$844 mil millones. A su vez, disminuyó el uso de la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) en \$1.380 mil millones y otras obligaciones en \$1.843 mil millones, principalmente depósitos de los bancos comerciales en moneda extranjera.

TABLA A.1

Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados (porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016	jun.17	2017 (f)	2018 (f)
ACTIVOS	17,2	17,9	16,7	15,6	14,8	14,1
Reservas internacionales	16,5	17,2	16,2	15,1	14,3	13,7
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Instrumentos de política monetaria	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Otros Activos	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
PASIVOS	19,6	19,1	19,2	18,0	17,8	17,3
Pagarés con mercado secundario	8,7	8,5	9,0	9,5	8,9	8,4
Instrumento de política con bancos	3,6	3,6	2,3	1,7	1,6	1,6
Otros pasivos con bancos	0,4	0,4	0,7	0,3	0,3	0,2
Otros pasivos excepto base monetaria	1,4	0,8	1,0	0,7	0,7	0,7
Base monetaria	5,5	5,8	6,2	5,7	6,3	6,4
PATRIMONIO (A+B+C)	-2,4	-1,2	-2,5	-2,4	-3,1	-3,1
A. Patrimonio inicial	-2,6	-2,2	-1,2	-2,5	-2,4	-2,9
B. Resultado Neto	0,2	1,0	-1,3	0,1	-0,7	-0,2
No financieros	-0,8	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1
Por variación tipos de cambio y de la UF	1,2	1,4	-1,0	0,3	-0,3	0,1
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (*)	14,2	14,9	13,3	14,3	13,5	13,0

(*) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En términos de flujos, y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explicaron disminuciones de la base monetaria por \$571 mil millones y se realizaron operaciones de cambio con fines operativos por \$22 mil millones (tabla A.2).



TABLA A.2
Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)
(miles de millones de pesos)

	2014	2015	2016	jun.17	2017 (f)	2018 (f)
1. Reservas Internacionales Netas	354	-120	878	-1.860	-1.860	0
2. Instrumentos de política en moneda nacional	401	135	1.382	-952	206	684
3. Pagarés del Banco Central en dólares	0	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-979	777	-230	359	407	-35
5. Otras operaciones en moneda extranjera (3)	-347	177	-839	1.882	1.909	47
Base Monetaria (Variación = 1+2+3+4+5)	-571	969	1.191	-571	662	696
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+3+5) (4)	6	56	39	22	49	47

(1) Corresponden a flujos de intercambio. Los correspondientes saldos se ven afectados además, y si corresponde, por intereses, reajustes y cambios de precio.
(2) Servicio de pagarés fiscales en UF, servicio de deuda subordinada y otras operaciones en moneda nacional.
(3) Depósitos fiscales y bancarios, y otras operaciones en moneda extranjera.
(4) Incluye operaciones en el mercado cambiario por decisiones de política y operaciones de cambio con fines operativos del BCCCh.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto del patrimonio del Banco, este pasó de -\$4.205,9 mil millones al 31 de diciembre de 2016 (equivalente a -2,5% del PIB) a -\$4.083,2 mil millones al 30 de junio de 2017 (-2,4% del PIB). Ello se explica principalmente por ganancias asociadas a la depreciación del peso respecto de las divisas por \$427 mil millones. El resto se debe a pérdidas provenientes del diferencial de tasas de interés entre el interés pagado por la deuda y el interés ganado por las reservas internacionales (\$263 mil millones) y gastos de administración (\$24 mil millones), más costos de emisión y distribución de billetes y monedas (\$17 mil millones).

PROYECCIONES DE LOS BALANCES DEL 2017 Y 2018

La proyección considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) no habrá operaciones de cambio durante el período de proyección; (ii) la FPD permanecerá en niveles

equivalentes a los del cierre del primer semestre del 2017; (iii) el saldo de los instrumentos de política monetaria, principalmente repos y depósitos de liquidez se mantendrá sin uso; (iv) los depósitos del Fisco seguirán en los niveles vigentes al 30 de junio de 2017; (v) la base monetaria evolucionará de forma coherente con el crecimiento de la economía y la inflación; y (vi) de acuerdo con el plan de deuda publicado en enero de 2017, durante el 2017 no se realizarán colocaciones de deuda de largo plazo. Para el 2018, se supone la renovación de los vencimientos y cupones pagados en el período, descontado el crecimiento esperado de la base monetaria. Las operaciones con PDPC se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos.

En el escenario base, en lo que resta del 2017 y durante el 2018 la brecha entre las tasas de interés local y externa disminuye ligeramente con respecto al cierre del primer semestre de este año. Con estos supuestos, por concepto de intereses netos, se proyectan pérdidas patrimoniales de aproximadamente 0,2% del PIB para el 2017 y 0,1% del PIB para el 2018.

Para la proyección del Balance del Banco, se asumen paridades que se moverán de acuerdo con lo que indican sus valores forward al cierre de este IPoM.

Por el lado de la inflación, en el escenario base, a diciembre del 2017 y del 2018 esta será 2,4% y 3,0%, respectivamente.

Con estos supuestos, se proyectan pérdidas asociadas a cambios de valoración por 0,3% del PIB el 2017 y ganancias por 0,1% del PIB el 2018.

Con todos los supuestos descritos, para fines del 2017 se prevé un tamaño del balance de 14,8% del PIB, el que se reducirá a 14,1% del PIB el 2018. A su vez, el patrimonio alcanzará un déficit de 3,1% del PIB tanto para el 2017 como para el 2018.

Anexo B: Administración de las reservas internacionales

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile para apoyar su política monetaria y cambiaria. Su gestión busca proveer, en forma eficiente, un acceso seguro a la liquidez internacional, cautelando el patrimonio financiero del Banco, y conforme al marco legal definido en el artículo 38, del Título III, de su Ley Orgánica Constitucional.

Los objetivos de gestión de las reservas internacionales son: (i) mantener las reservas internacionales en instrumentos de alta liquidez, esto es, que puedan hacerse efectivos en el más breve plazo posible, sin incurrir en costos de transacción significativos; (ii) que dichos instrumentos presenten riesgos financieros acotados de modo de que se limite el riesgo de generar pérdidas, preservando el capital; (iii) que la composición de activos permita minimizar la volatilidad que se produce en el valor del patrimonio del Banco producto de los cambios en las paridades de las distintas monedas en que se invierte respecto del peso, y (iv) reducir, en el margen, el costo de mantener las reservas.

Para la administración de las reservas internacionales, el Banco cuenta con separación de responsabilidades a distintos niveles jerárquicos, que van en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia. Asimismo, en forma periódica, se realizan ejercicios de auditoría internos y externos a la administración de las reservas internacionales, donde se revisan los distintos procesos de inversión. De esta manera, se garantiza que los procesos de toma de decisiones y de evaluación de la gestión al interior del Banco estén bien definidos y con riesgos acotados.

En la administración de las reservas internacionales se aplican principios de segregación de funciones. La Gerencia de Mercados Internacionales participa en la definición de la Política de Inversión que aprueba el Consejo del Banco y es responsable de su implementación en cuanto a la definición de estrategias de inversión, su ejecución y seguimiento. La Gerencia de Operaciones y Sistemas de Pago es responsable del perfeccionamiento de las operaciones de inversión, entendiendo por esto su registro, contabilización y generación de todas las instrucciones de pago y/o movimientos de fondos que aseguren el cumplimiento de las obligaciones que se contraen. Ambas gerencias dependen funcionalmente de la Gerencia de División de Mercados Financieros, quien propone al Consejo los cambios a la política de inversiones.

Para el monitoreo diario del cumplimiento de las pautas y parámetros de inversión definidos por el Consejo, el Banco cuenta con una Gerencia de Gestión y Evaluación de Riesgos Financieros, cuya dependencia jerárquica, a diferencia de los niveles anteriores, es la Gerencia General del Banco.

Para la administración del riesgo de crédito asociado a la inversión de las reservas internacionales, esto es, definición de elegibilidad y exposición máxima permitida a países, entidades supranacionales, bancos comerciales y agencias, se utilizan, entre otras, variables tales como clasificación de riesgo, patrimonio de las instituciones, tamaño de mercado, razones de deuda y garantías explícitas.

Para alcanzar los objetivos de gestión, se cuenta con una estructura referencial de portafolios definida de la siguiente manera: (a) portafolio de liquidez de corto plazo (24%); (b) portafolio de liquidez de mediano plazo (61%); y (c) portafolio de diversificación (15%). Estos portafolios constituyen el portafolio de inversiones de las reservas internacionales (tabla B.1). Dicho portafolio, sumado al portafolio de caja (saldos mantenidos en cuenta corriente por el Fisco, empresas públicas y empresas bancarias) y al portafolio de otros activos (derechos especiales de giro del FMI, oro certificado y otros), conforman el portafolio de reservas internacionales.

TABLA B.1

Estructura referencial del portafolio de inversiones de las reservas internacionales según tipo de riesgo y comparadores

Estructura	Riesgo de crédito	Participación	Comparador referencial
Portafolio de liquidez de corto plazo	Soberano	24%	<i>Índice Merrill Lynch: Treasury Bills Index (unhedge)</i> Tramo de duración 0 - 1 año (USD)
Portafolio de liquidez de mediano plazo	Soberano	61%	<i>Índice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge)</i> Tramo de duración 1 - 3 años (90%) Tramo de duración 3 - 5 años (10%) (USD, EUR, CAD, AUD)
Portafolio de diversificación	Soberano y Bancario	15%	<i>Índice Barclays Capital Global Aggregate: Treasury Bond Index (unhedge)</i> Tramo de duración 5 - 7 años (70,6%) Tramo de duración 7 - 10 años (9,4%) (USD, EUR, JPY, KRW, CHF, NZD, GBP) <i>Índice Bloomberg CGDRC:</i> Customizado para depósitos en CNH (20%)
Cartera total		100%	

Fuente: Banco Central de Chile.



La composición referencial del portafolio de inversiones contempla un total de diez monedas: dólar de EE.UU. (63,60%), euro (16,75%), dólar de Canadá (4,575%), dólar de Australia (4,575%), yen (0,45%), franco de Suiza (0,75%), libra esterlina (1,50%), won de la República de Corea del Sur (3,00%), dólar de Nueva Zelanda (1,80%) y renminbi de China (3,00%).

En cuanto a riesgo de crédito, el comparador referencial contempla 97% en riesgo soberano y 3% en riesgo bancario, siendo este último únicamente depósitos denominados en renminbi de China. El riesgo de tasa de interés global del portafolio de inversiones, medido por duración modificada, es de cerca de 23 meses (tabla B.2 al final del anexo).

Como complemento a la administración interna de las reservas, desde 1995 el Banco Central mantiene programas de administración externa para una fracción de ellas. Esto ha tenido como propósito disponer de un comparador activo para evaluar la gestión interna, agregar valor económico y facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología.

Al cierre del primer semestre del 2017, una porción del portafolio de Inversiones (2,94%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente: *BlackRock Institutional Trust Company N.A.* (*BlackRock*) y *Amundi Asset Management* (*Amundi*). Estas firmas comenzaron su mandato en febrero y octubre de 2016, respectivamente.

En el primer semestre del 2017, el retorno anualizado obtenido por la gestión interna de las reservas internacionales fue de 0,86% medido en moneda de origen, cifra que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio. Al expresar los retornos en pesos, la rentabilidad anualizada es 3,0%, explicada por la depreciación de la moneda local respecto de varias de las monedas en las que se invierten las reservas internacionales. Al expresar los retornos en dólares, se obtiene una rentabilidad anualizada de 5,13% (tabla B.3), cifra que además de incorporar los rendimientos de los activos en moneda de origen, considera la trayectoria que tuvieron las paridades de los activos en que se invierte. En este caso, al retorno positivo asociado a tasas de interés se suma el retorno positivo relacionado con movimientos de las paridades. En particular, se observó una apreciación de la canasta de monedas en las que se invierten las reservas internacionales respecto del dólar de EE.UU. (gráfico B.1). El retorno diferencial anualizado atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue de 4 puntos base por sobre el comparador referencial.

TABLA B.3

Retornos absolutos y diferenciales, gestión reservas internacionales (1) (2) (3)
(porcentaje)

Periodo	En moneda de origen		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2017	0,86	0,77	5,13	5,09	0,04
2016	0,90	0,90	0,13	0,17	-0,04
2015	0,73	0,90	-3,74	-3,58	-0,16
2014	1,65	1,52	-2,94	-3,14	0,21
2013	0,26	0,21	-0,71	-0,77	0,06
2012	0,66	1,01	1,43	1,77	-0,35
2011	2,43	2,41	1,22	1,20	0,02
2010	2,10	2,19	-0,15	-0,06	-0,09
2009	2,15	1,65	3,34	2,85	0,50
2008	5,70	5,37	4,14	3,81	0,33

(1) Cifras del año 2017 corresponden a retornos anualizados del primer semestre.

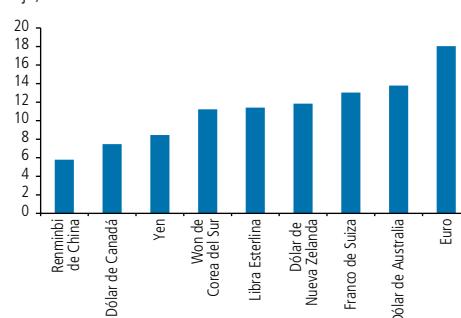
(2) Excluye tenencias en oro monetario, derechos especiales de giro, posición de reserva en FMI, acuerdos de créditos reciprocos y otros activos de reservas.

(3) A contar de 2014 se considera el retorno medido en moneda de origen, el que no incorpora apreciaciones o depreciaciones de las monedas del portafolio, mientras que entre 2008 y 2013 se muestra el retorno expresado en divisas, como aproximación del retorno en moneda de origen. El retorno en divisas, es el retorno expresado en la canasta de monedas del comparador referencial y es equivalente al retorno en moneda de origen en la medida que las inversiones se ciñan al *benchmark*.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO B.1

Variación de monedas con respecto al dólar de EE.UU. (1) (2)
(porcentaje)



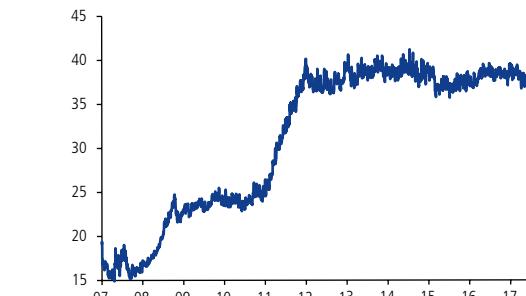
(1) Variación anualizada de las monedas durante el primer semestre.

(2) Síntesis negativo (positivo) corresponde a una apreciación (depreciación) del dólar de EE.UU respecto de la moneda.

Fuente: Bloomberg.

Al 30 de junio de 2017, las reservas internacionales alcanzaron US\$38.914,9 millones (gráfico B.2). Del total de estas reservas, US\$34.585,3 millones correspondían al portafolio de inversiones, US\$3.349,7 millones al portafolio de caja y US\$979,9 millones a otros activos. Del total de reservas internacionales, 65,2% estaban invertidas en dólares de EE.UU., 14,8% en euros y 19,9% en otras divisas.

GRÁFICO B.2
Reservas internacionales (*)
(stock, miles de millones de US\$)



(*) Incluye portafolio de inversiones y portafolio de caja. Excluye otros activos.
Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2017, las reservas internacionales totalizaron US\$1.578,8 millones menos que al cierre del 2016. Por una parte, se observó una disminución del portafolio de caja (US\$2.606,8 millones), cuya variación refleja cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco Central. Por otro lado, el portafolio de inversiones aumentó US\$1.016,2 millones respecto del cierre del 2016, explicado por la apreciación de la canasta de monedas en las que se invierte respecto del dólar de EE.UU. y por ganancias de capital asociadas al incremento en el valor de los activos de renta fija. Adicionalmente, durante el período se observó un aumento de US\$11,8 millones en otros activos, explicado en parte por operaciones realizadas con el FMI (tabla B.4).

En cuanto a la exposición del portafolio de inversiones por tipo de riesgo y país, al cierre de este reporte existían grados de diversificación apropiados para los distintos tipos de riesgo en que se invierten las reservas internacionales. Al cierre de junio de 2017, las inversiones en riesgo soberano representaban 87,0% del portafolio de inversiones, y se encontraban mayoritariamente en EE.UU. (47,4%) y Alemania (23,0%). Al cierre del período, las inversiones en riesgo supranacional representaban 8,5% y el riesgo de agencias, 0,1%. El riesgo bancario, que representaba un 4,4% del total del portafolio de inversiones, se encontraba en bancos de Australia, China, Francia, Japón, Reino Unido, Suecia y Suiza (tablas B.5 y B.7¹). Adicionalmente, se mantenía la exposición a un *BIS Investment Pool* (BISIP) denominado en renminbi (equivalentes a US\$101,3 millones), gestionado directamente por el Banco de Pagos Internacionales. A través de este instrumento se tiene exposición al mercado de renta fija chino *onshore*.

¹ Las tablas B.5 y B.7 muestran el detalle del portafolio de inversiones desagregado por administración interna y externa.

TABLA B.4
Composición de las reservas internacionales
(millones de US\$)

Tipo de Portafolio	Moneda	2016		2017	
		Dic.	%	Jun.	%
Portafolio de Inversiones					
Monedas y Depósitos		33.569,1	82,9	34.585,3	88,9
	Dólar de EE.UU.	771,7	1,9	810,8	2,1
	Euro	4,0	0,0	6,8	0,0
	Dolar de Canadá	26,6	0,1	1,0	0,0
	Dolar de Australia	1,2	0,0	0,2	0,0
	Otras Divisas	683,4	1,7	713,5	1,8
Valores		20.914,1	51,6	21.215,8	54,5
	Euro	5.484,5	13,5	5.771,7	14,8
	Dolar de Canadá	1.536,3	3,8	1.655,2	4,3
	Dolar de Australia	1.498,1	3,7	1.594,8	4,1
	Otras Divisas	2.649,3	6,5	2.815,6	7,2
Totales		21.685,7	53,6	22.026,5	56,6
	Euro	5.488,5	13,6	5.778,5	14,8
	Dolar de Canadá	1.562,9	3,9	1.656,2	4,3
	Dolar de Australia	1.499,3	3,7	1.594,9	4,1
	Otras Divisas	3.332,6	8,2	3.529,1	9,1
Portafolio Caja					
Monedas y Depósitos		5.956,5	14,7	3.349,7	8,6
	Dólar de EE.UU.	5.956,5	14,7	3.349,7	8,6
Otros Activos					
	Oro Monetario	968,0	2,4	979,9	2,5
	Otras Divisas	9,1	0,0	9,9	0,0
	DEG FMI	727,5	1,8	753,0	1,9
	Posición Reservas FMI	215,0	0,5	213,7	0,5
	Acuerdos de Crédito Recíprocos	15,0	0,0	2,1	0,0
	Monedas y Depósitos	1,4	0,0	1,2	0,0
Total Reservas Internacionales					
		40.493,6	100,0	38.914,9	100,0
	Dólar de EE.UU.	27.658,6	68,3	25.379,5	65,2
	Euro	5.488,5	13,6	5.778,5	14,8
	Dolar de Canadá	1.562,9	3,9	1.656,2	4,3
	Dolar de Australia	1.499,3	3,7	1.594,9	4,1
	Otras Divisas	4.284,3	10,6	4.505,7	11,6

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2017, la composición de monedas del portafolio de inversiones era: 63,3% en dólares de EE.UU., 16,7% en euros, 4,7% en dólares de Canadá y 4,7% en dólares de Australia. El restante 10,6% estaba invertido en libras esterlinas, francos de Suiza, dólares de Nueva Zelanda, renminbi de China, won de República de Corea y yen de Japón (tabla B.6).

Al cierre de junio, los administradores externos *Amundi* y *BlackRock* gestionaban un total de US\$1.017 millones, pertenecientes al portafolio de diversificación (tabla B.7).

**TABLA B.5**

Portafolio de administración interna. Inversiones por país y tipo de riesgo
(millones de US\$)

País	Soberano (1)	Bancario	Agencias (2)	Supranacionales (3)	Total
Alemania	6.856		40		6.895
Australia	1.360	69			1.429
Austria	936				936
Bélgica	731				731
Canadá	1.574				1.574
China	164	450			613
Corea del Sur	805				805
España	192				192
EE.UU	14.060				14.060
Francia	92	200			291
Irlanda	462				462
Italia	226				226
Japón	336	417			752
Nueva Zelanda	472				472
Polonia	424				424
Reino Unido	287	51			337
Suecia		160			160
Suiza	197	143			340
Supranacional			2.853		2.853
Varios (Cash)		13			13
TOTAL	29.173	1.502	40	2.853	33.568

- (1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - 2.352,3 millones), Export Development Canada (EDC / Canadá - 86,9 millones), Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - 726,8 millones), Japan Bank for International Cooperation (JBIC / Japón - 198,2 millones) e Instituto de Crédito Oficial (ICO / España - 10,3 millones). La exposición soberana en EE.UU. incluye recursos mantenidos en el FED de Nueva York por USD 6,2 millones (USD 4,7 millones en depósito overnight y USD 1,5 millones en cuenta corriente). Se incluye en el riesgo soberano de China US\$101,3 millones del instrumento BISIP-CNY, el que es gestionado directamente por el BIS.
- (2) La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (USD 40 millones).
- (3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: Council of Europe Development Bank (COE - USD 49,1 millones), European Bank for Reconstruction & Development (EBRD - USD 147,6 millones), Inter-American Development Bank (IADB - USD 74,1 millones), International Bank for Reconstruction and Development (IBRD - USD 58,1 millones), European Investment Bank (EIB - USD 715,3 millones), Eurofima (USD 240 millones), International Finance Corporation (IFC - USD 4,9 millones), Nordic Investment Bank (NIB - USD 11,2 millones) y Bank for International Settlements (BIS - USD 1.557,7 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.6

Portafolio de inversiones por moneda
(porcentaje)

Moneda	Participación (1)
Dólar de EE.UU.	63,3
Euro	16,7
Dólar de Canadá	4,7
Dólar de Australia	4,7
Libra esterlina	1,5
Won de Corea del Sur	3,0
Yen japonés	0,4
Renminbi chino	3,1
Dólar de Nueva Zelanda	1,9
Franco de Suiza	0,7
Otras (2)	0,1
TOTAL	100,0

(1) Incluye posiciones mantenidas en forwards de monedas.

(2) Incluye DKK, NOK, SEK, MYR, SGD y PLN.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.7

Portafolio de administración externa. Inversiones por país y tipo de riesgo

(millones de US\$)

País	Soberano (1)	Bancario	Agencias	Supranacionales (2)	Total
Alemania	59				59
Austria	32				32
Canadá	23				23
Corea del Sur	219				219
España	19				19
EE.UU	212				212
Francia	0				0
Italia	16				16
Japón	92				92
Nueva Zelanda	123				123
Polonia	13				13
Reino Unido	71				71
Suiza	29				29
Supranacional				85	85
Varios		26			26
TOTAL	907	26		85	1.017

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - USD 25,9 millones), Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - USD 31,7 millones), Japan Bank for International Cooperation (JBIC - USD 58,6 millones) y Export Development Canada (EDC - USD 15,0 millones).

(2) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: Eurofima (Eurofima - USD 5,6 millones), European Investment Bank (EIB - USD 12,2 millones), Inter-American Development Bank (IADB - USD 15,1 millones), International Bank for Reconstruction and Development (IBRD - USD 10 millones), International Finance Corporation (IFC - USD 30,6 millones) y Nordic Investment Bank (NIB USD - 11 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.2

Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna (al 30 de junio 2017)

		USD		EUR		AUD		CAD		CHF		GBP	
		Participación	Duración (meses)										
Portafolio de Líquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano												
	0-1 año	24,7%	3,7										
	Subtotal LCP	24,7%	3,7										
Portafolio de Líquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	1-3 años	33,9%	22,6	14,1%	20,8	4,2%	24,4	4,2%	20,6				
	3-5 años	3,8%	45,7	1,6%	44,7	0,5%	42,8	0,5%	43,6				
	Subtotal LMP	37,7%	25,0	15,7%	23,2	4,7%	26,2	4,7%	22,9				
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	5-7 años	2,22%	67,9	1,1%	67,9					0,6%	62,4	1,1%	63,2
	7-10 años	0,30%	92,3	0,2%	100,8					0,1%	90,8	0,2%	86,8
	Bancario												
	0-1 año												
	Subtotal PD	2,51%	70,7	1,3%	71,7					0,6%	65,7	1,3%	66,0
Cartera total		64,9%	16,3	17,0%	28,6	4,7%	26,2	4,7%	22,9	0,6%	65,7	1,3%	66,0
		JPY		KRW		NZD		CNY		Total			
		Participación	Duración (meses)	Participación	Participación	Participación	Duración (meses)						
Portafolio de Líquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano												
	0-1 año												
	Subtotal LCP									24,7%	3,7		
Portafolio de Líquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	1-3 años												
	3-5 años												
	Subtotal LMP										62,7%	24,5	
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	5-7 años	0,3%	69,0	2,2%	63,1	1,3%	60,2						
	7-10 años	0,0%	98,2	0,3%	90,0	0,2%	92,7						
	Bancario												
	0-1 año												
	Subtotal PD	0,4%	72,4	2,5%	66,3	1,5%	64,0	2,5%	1,5	12,6%	54,6		
Cartera total		0,4%	72,4	2,5%	66,3	1,5%	64,0	2,5%	1,5	100,0%	23,1		

Fuentes: Banco Central de Chile.



Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2017

ENERO

4. El Banco Central de Chile informó que el Consejo, en su sesión de fecha 20 de diciembre de 2016, aprobó el Plan de Deuda del año 2017, que consideró no emitir nuevos bonos durante el citado año.

10. El Banco Central de Chile, a través del Acuerdo N° 2029E-01-170110 modificó el capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, y su Manual, en lo concerniente a la información cambiaria recabada en inversiones del exterior y que son efectuadas a través de custodios o depositarios internacionales de valores.

Lo indicado, con el fin de proporcionar una alternativa a los inversionistas extranjeros que no cuentan con RUT en el país, obtenido mediante el procedimiento simplificado establecido por el Servicio de Impuestos Internos (Res. 36), para que puedan detentar los instrumentos representativos de una inversión efectuada en Chile, a través de un custodio internacional que sí cuente con ese sistema de identificación tributario, y de esta manera facilitar la operación de custodios internacionales respecto de valores emitidos en Chile, en línea con lo contemplado en la Ley N° 20.956 que establece medidas para impulsar la productividad y la orientación general de la política económica del Gobierno.

19. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,25% anual.

FEBRERO

9. El Consejo, por Acuerdo N° 2040-01-170209, dispuso la publicación para comentarios de la propuesta de modificación al capítulo III.F.6 del Compendio de Normas Financieras, sobre límite para las inversiones de las compañías de seguros en el exterior.

En conformidad con las modificaciones que la Ley N° 20.956 realizó al DFL N° 251, y con informe previo de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), se propuso incrementar de manera gradual el límite para las inversiones en el exterior de las

entidades aseguradoras y reaseguradoras, de vida y generales, expresado como porcentaje de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo. Lo anterior para promover una mayor diversificación y liquidez del portafolio de inversiones de dichas compañías.

14. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,25% anual.

27. Por Acuerdo N° 2043E-01-170227, el Consejo modificó el Capítulo III.F.6 del Compendio de Normas Financieras, sobre límite para las inversiones de las compañías de seguros en el exterior.

MARZO

9. El Consejo, por Acuerdo N° 2047-01-170309, dispuso la publicación para comentarios de la propuesta de normativa sobre emisión y operación de tarjetas de crédito, débito y pago con provisión de fondos, que reemplaza la regulación vigente del Compendio de Normas Financieras.

Las modificaciones propuestas corresponden a una revisión integral y sistemática de la regulación sobre tarjetas de pago, para actualizarla con el desarrollo de este mercado, sin descuidar la seguridad y eficiencia de los sistemas de pago, además de incorporar las disposiciones necesarias para la implementación de la Ley N° 20.950, que autoriza la emisión y operación de medios de pago con provisión de fondos por entidades no bancarias.

16. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3% anual.

27. El Consejo, por Acuerdo N° 2051E-01-170327, considerando los acuerdos adoptados por las Juntas de Accionistas del Banco de Chile efectuadas con fecha 23 de marzo de 2017, respecto de la distribución de dividendos y aumento de capital mediante la emisión de acciones liberadas de pago por la parte correspondiente al 40% de las utilidades del ejercicio del año 2016, resolvió optar por que la totalidad de los excedentes que le corresponden, incluida la parte de la utilidad proporcional a

la capitalización acordada, le sean pagados en dinero efectivo, de conformidad con lo dispuesto en la letra b) del artículo 31 de la Ley N° 19.396, sobre modificación de la forma de pago de la obligación subordinada, y en las demás normas aplicables.

ABRIL

6. El Consejo, por Acuerdo N° 2054-01-170406, acordó autorizar, a MCC S.A. Corredores de Bolsa para formar parte del mercado cambiario formal, en los términos previstos en el capítulo III del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

13. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 2,75% anual.

27. El Consejo, por Acuerdo N° 2059-01-170427, para fines de transparencia institucional, determinó difundir la metodología de cálculo aplicada por el Instituto Emisor respecto del tipo de cambio del dólar observado, cuyo valor se publica de conformidad con el artículo 44 de su Ley Orgánica Constitucional.

MAYO

18. El Consejo, por Acuerdo N° 2065-03-170518, modificó el capítulo VI del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, aumentando las comisiones por concepto de solicitudes de reembolso cursadas por el Banco Central de Chile a las instituciones autorizadas locales (empresas bancarias) al amparo del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos ALADI, en relación con operaciones de exportación cuyos pagos se cursean a través de este mecanismo, respecto de otros bancos centrales miembros de dicho Convenio. Asimismo, estableció disposición transitoria para la aplicación de la nueva comisión.

18. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 2,5% anual.

26. El Consejo, por Acuerdo N° 2067E-01-170526, aceptó las modificaciones a la agencia fiscal encomendada al Banco Central de Chile mediante el Decreto Supremo N° 2.047, de 2015, modificado por el Decreto Supremo N° 423, de 2017, ambos del Ministerio de Hacienda, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco, en la colocación o pago anticipado total o parcial de valores representativos de deuda pública directa emitidos por el Fisco en el mercado de capitales local, ya sea en una o más operaciones, conforme a los montos, mecanismos, reglas y fechas que se establezcan mediante una

o varias instrucciones del Ministro de Hacienda o quien éste designe mediante resolución.

Conforme a la modificación antes señalada, los pagos que correspondan efectuarse respecto de la colocación, operación de pago anticipado o servicio de los bonos, serán efectuados directamente por la Tesorería General de la República u otro agente designado para estos efectos. Adicionalmente, los pagos que correspondan a pagos anticipados o el servicio de los bonos en que el Banco Central de Chile haya sido designado anteriormente como Agente Fiscal, serán realizados directamente por la Tesorería General de la República u otro agente designado para estos efectos, al igual que la mantención del o los Registros, quedando en consecuencia el Banco Central de Chile liberado de tales obligaciones en los casos en que haya sido designado previamente.

30. El Consejo, por Acuerdo N° 2068E-01-170530, acordó dejar sin efecto, a solicitud de GBM Corredores de Bolsa Limitada, la autorización conferida a esta última para formar parte del mercado cambiario formal.

JUNIO

1. El Consejo, por Acuerdo N° 2070-02-170601, acordó renovar la designación de don José Luis Cea Egaña en carácter de miembro y Presidente del Comité de Auditoría y Cumplimiento del Banco Central de Chile, por un período de tres años, a contar del día 17 de junio de 2017.

15. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,5% anual.

29. El Consejo, por Acuerdo N° 2074-02-170629, aprobó la nueva normativa sobre emisión y operación de tarjetas de crédito, débito y pago con provisión de fondos, que reemplaza íntegramente la sección J del Compendio de Normas Financieras.

JULIO

6. Por Acuerdo N° 2075-01-170706, se acordó efectuar ciertas modificaciones al Reglamento de Funcionamiento del Consejo del Banco Central de Chile, referidas fundamentalmente a la actualización de los personeros del Banco que asisten a las sesiones de política monetaria del Consejo.

13. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,5% anual.



28. Por Acuerdo N° 2079-01-170728, el Consejo dispuso la publicación para comentarios de la propuesta de modificación al capítulo III.F.3 del Compendio de Normas Financieras, respecto de la definición de mercados secundarios formales externos, en los cuales pueden invertirse los recursos de los fondos de pensiones.

AGOSTO

10. El Consejo, por Acuerdo N° 2083-01-170810, designó a don Alejandro Hevia Angulo, como miembro integrante del Comité Asesor de Tecnología de la Información del Banco Central de Chile, por un período de tres años, a contar del 1 de agosto de 2017.

Asimismo, nombró a don José Pino Urtubia en el cargo de Presidente del referido Comité por el período de un año, a contar de la misma fecha ya indicada.

10. El Consejo, por Acuerdo N° 2083-02-170810, designó a don Marcus Cobb Craddock, en reemplazo de don Gonzalo Echavarría Martí, en carácter de representante subrogante del titular don Francisco Ruiz Aburto, ante la Comisión Nacional Encargada de Investigar la Existencia de Distorsiones en el Precio de las Mercaderías Importadas a que se refiere la Ley N° 18.525.

17. El Consejo, por Acuerdo N° 2084-01-170817, aprobó modificación al capítulo III.F.3 del Compendio de Normas Financieras sobre mercados secundarios formales (MSFE) para la transacción de títulos de fondos de pensiones.

Al efecto, se agrega como categoría adicional de MSFE a las bolsas de valores o de futuros extranjeras, ubicadas en jurisdicciones que cuenten con una clasificación de riesgo soberano vigente igual a las categorías "A" y "BBB", o su equivalente, otorgada por clasificadoras internacionales de reconocido prestigio, en base a las equivalencias de clasificación determinadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo del D.L. 3.500 de 1980. Estos mercados, además deben corresponder a "Mercados Reconocidos" de acuerdo a la regulación establecida por la SVS (Norma de Carácter General N° 352).

17. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,5% anual.

22. El Consejo, por Acuerdo N° 2085E-01-170822, designó a don Anthony Dawes Martindale, como miembro integrante del Comité de Auditoría y Cumplimiento del Banco Central de Chile por un período de tres años, a contar del 22 de agosto de 2017.

GLOSARIO

América Latina: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Brecha de actividad: Medida relevante para la medición de las presiones inflacionarias, y que constituye la diferencia entre el nivel actual de actividad y la capacidad productiva de la economía hoy para los sectores distintos de Recursos Naturales (PIB resto).

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en el World Economic Outlook (WEO, Abril 2017). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2017-2019 se calculan a partir de una muestra de países que representa aproximadamente 86% del PIB mundial. Para el 14% restante se considera un crecimiento promedio de 3,4% para dicho período.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en el World Economic Outlook (WEO, Abril 2017). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2017-2019.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino, aproximadamente, del 94% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2016.

Credit Default Swap (CDS): Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de no pago de deuda soberana o corporativa. Los premios implícitos en los costos de esta cobertura (CDS spread) se utilizan habitualmente como indicador de riesgo soberano o corporativo.

Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI): Indicador de riesgo corporativo, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por bancos y empresas en economías emergentes, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

Exportadores de productos básicos: Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Federal Open Market Committee (FOMC): Comité de la Reserva Federal de EE.UU. encargado de fijar la política monetaria en ese país.

Holguras de capacidad: Conjunto más amplio de indicadores para la medición de las presiones inflacionarias. Para ello, además de la brecha de actividad, se considera entre otros elementos, las condiciones en el mercado laboral, el consumo eléctrico y el uso de la capacidad instalada de las empresas.



IPCSAE: IPC excluyendo los precios de combustibles y alimentos, permaneciendo 72% de la canasta total.

IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los índices de Precios al por Mayor (IPM), expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales que componen el TCM.

IVUM: Índices de precios de importaciones.

PIB potencial: Constituye la capacidad productiva actual de la economía. Esta medida también se denomina PIB potencial de corto plazo.

PIB resto: Corresponde a los sectores distintos de recursos naturales. Agrupa los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

PIB RRNN: PIB de recursos naturales, incluye los sectores de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

PIB tendencial: Constituye el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena, donde el efecto de los shocks que usualmente alteran la capacidad productiva en el corto plazo se han disipado y donde los factores productivos se usan de manera normal. En este contexto, el crecimiento depende de las características estructurales de la economía y del crecimiento promedio de la productividad, variables que determinan, a su vez, el crecimiento de los factores productivos.

Resto de Asia: Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán.

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2016: Alemania, Argentina, Bélgica, Bolivia, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Países Bajos, India, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, República de Corea, y Tailandia.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

TCR: Tipo de cambio real. Representa una medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

CCNN: Cuentas Nacionales

CdR: Compilación de Referencia

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

ICMO: Índice de Costo de la Mano de Obra

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía

IPN: Informe de Percepciones de Negocios

IPEC: Índice de Percepción Económica

IR: Índice de Remuneraciones

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adrian T., R. K. Crump y E. Moench. 2013. Pricing the Term Structure with Linear Regressions. *Journal of Financial Economics* 110. No 1, 110-138. Octubre 2013.
- Albagli, E., J. Fornero, A. Gatty, M. Kirchner, E. Luttini, R. Tranamil y A. Yanny. 2015. Producto Potencial Relevante para la Inflación". Mimeo Banco Central de Chile.
- Barclays Capital. 2017. Global Economics Weekly. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2017. Crecimiento Tendencial: Proyección de mediano plazo y análisis de sus determinantes. Septiembre.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2017. Informe de Percepciones de Negocios. Agosto.
- Consensus Forecasts. 2017. A Digest of International Forecast. Varios números.
- CRU. 2017. Copper Market Outlook. Agosto.
- Deutsche Bank. 2017. Macro Forecast Weekly. Varios números.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2017. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Fondo Monetario Internacional. 2017. World Economic Outlook. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2017. World Economic Outlook Update. Julio.
- Food and Agriculture Organization. 2017. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- Fornero, J. y R. Zúñiga. 2017. PIB Potencial y Brechas de Capacidad. Mimeo, Banco Central de Chile.
- International Energy Agency. 2017. Oil Market Report. Varios números.
- JP Morgan Chase. 2017. Global Data Watch. Varios números.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

SEPTIEMBRE 2017

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Septiembre 2017