

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Septiembre 2016

Encuesta IPoM

Como parte de nuestro esfuerzo para mejorar la calidad del Informe de Política Monetaria (IPoM), estamos interesados en conocer su opinión respecto de la estructura y contenidos del informe y qué tan útil es para usted.

Por favor tome algunos minutos para llenar este cuestionario. Sus respuestas nos serán de mucha utilidad.



**INFORME
DE POLÍTICA MONETARIA
Septiembre 2016**



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES	11
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	13
II. MERCADOS FINANCIEROS	17
III. ACTIVIDAD Y DEMANDA	21
IV. PRECIOS Y COSTOS	25
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN	29
GLOSARIO Y ABREVIACIONES	47
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	50
RECUADROS	
Crecimiento tendencial y potencial	33
Cambios en el escenario base de proyección durante el último año	35
ANEXOS	
BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	37
ADMINISTRACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	39
PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2016	44

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 30 de agosto de 2016.

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 presenten 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 01 de septiembre de 2016 para presentarse ante el Senado el 07 de septiembre de 2016.

El Consejo

RESUMEN

En línea con lo previsto, la inflación anual del IPC siguió descendiendo, llegando a 4% en julio. En ello incidió, principalmente, la menor inflación de bienes asociada al comportamiento del tipo de cambio. El escenario base de este IPoM prevé que la inflación seguirá disminuyendo, para converger a 3% algo antes de lo previsto en junio. Esto considera que, en el corto plazo, el tipo de cambio se mantendrá en torno a los niveles observados al cierre estadístico de este IPoM. Sin embargo, es evidente que ello está sujeto a grados relevantes de incertidumbre. La evolución del tipo de cambio se ha dado en un entorno externo donde, aunque con alguna reversión en lo más reciente, las condiciones financieras son mejores que lo previsto en IPoM previos. Esto último se relaciona con la percepción de los mercados de que las políticas monetarias en el mundo desarrollado se mantendrán altamente expansivas por más tiempo, lo que se ha moderado después de los últimos anuncios de miembros de la Fed. La inflación de servicios —típicamente asociada a los no transables— no muestra cambios mayores y se espera que continúe con su gradual proceso de desaceleración. Los datos de actividad y demanda del segundo trimestre tampoco mostraron mayores novedades y las proyecciones para este año y el próximo permanecen prácticamente inalteradas. En este contexto, el Consejo ha decidido mantener la TPM y ha anunciado que cambios futuros dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

En julio, la inflación anual volvió al rango de tolerancia. Como se indicó en anteriores IPoM, el comportamiento del tipo de cambio ha sido un factor clave en este proceso, pues ha permitido dejar atrás los efectos alcistas de la fuerte depreciación del peso entre el 2013 y el 2015. Considerando el promedio de los diez días previos al cierre estadístico, el dólar se ubicaba algo por debajo de \$670, equivalente a una apreciación nominal del peso del orden de 4% respecto del cierre del IPoM previo. La evolución del tipo de cambio ha tenido efectos notorios en la inflación de bienes del IPCSAE —típicamente asociada a los transables— cuya variación anual pasó desde tasas del orden de 5% a comienzos de año, a 3,7% en su última medición. La inflación de los servicios del IPCSAE ha tenido una corrección menos pronunciada, pasando, en igual lapso, desde 5 a 4,5% anual, en línea con su indexación a la inflación pasada y holguras de capacidad que permanecen acotadas. Con ello, el IPCSAE total ha ido reduciendo su tasa de expansión anual, acorde con lo esperado. Los elementos más volátiles de la canasta mostraron movimientos dispares en los últimos tres meses: mientras la inflación anual de alimentos subió, la de energía cayó.

**INFLACIÓN**

	2015	2016 (f)	2017 (f)	2018 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	4,3	3,9	3,2	
Inflación IPC diciembre	4,4	3,5	3,1	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCSAE promedio	4,7	4,1	2,5	
Inflación IPCSAE diciembre	4,7	3,3	2,6	
Inflación IPCSAE en torno a 2 años (*)				2,7

(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2018.

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario base de este IPoM considera que la inflación anual del IPC seguirá acercándose a 3% en los próximos meses, cerrando el 2016 en 3,5%. El IPCSAE tendrá un descenso hacia 3% más rápido que el IPC total, y a comienzos del 2017 se ubicará bajo ese valor. Este escenario contempla una convergencia algo más pronta que la prevista en junio, que en parte depende de que el tipo de cambio, en el corto plazo, muestre una relativa estabilidad. Como se mencionó, ello está sujeto a grados relevantes de incertidumbre, como lo ilustran las fluctuaciones que ha tenido la paridad a lo largo de los últimos meses. Como supuesto de trabajo, las proyecciones consideran que el TCR fluctuará en torno a sus niveles actuales a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la evaluación de que hoy no se encuentra muy lejos de lo predicho por sus fundamentos de largo plazo.

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

SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	Prom. 00-07	Prom. 10-14	2015	2016 (f)	2017 (f)	2018 (f)
	(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	8,2	1,6	-4,5	-1,7	-0,3	0,3
PIB socios comerciales (*)	3,6	4,2	3,1	2,8	3,2	3,4
PIB mundial PPC (*)	4,2	4,0	3,1	3,0	3,3	3,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,2	3,1	2,5	2,2	2,6	2,8
PIB desarrolladas PPC (*)	2,6	1,6	2,0	1,5	1,7	2,0
PIB emergentes PPC (*)	7,4	5,7	4,1	4,1	4,6	4,7
Precios externos (en US\$)	4,6	3,0	-9,8	-2,2	1,6	1,7
	(niveles)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	154	349	249	215	225	230
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	44	92	49	43	52	54
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	42	102	52	45	53	55
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	366	748	467	395	448	464
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	0,3	0,3	0,7	1,3	2,0

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En este contexto, la proporción de activos de renta fija con tasas negativas ha aumentado considerablemente. Así, el mayor apetito por riesgo y la búsqueda de retorno ha empujado al alza el precio de los activos riesgosos, reduciendo los premios soberanos y apreciando las monedas respecto del dólar. En todo caso, la intensidad con que este cambio en las condiciones financieras impactará la actividad o el precio de las materias primas no es del todo evidente. En el escenario base, las proyecciones de actividad mundial no cambian significativamente. Para el bienio 2016-2017 se prevé que la economía mundial crecerá 3,2% en promedio y los socios comerciales chilenos lo harán en 3,0%, ambas cifras muy parecidas a las de junio. Los términos de intercambio tendrán un menor deterioro a lo largo del horizonte de proyección, aunque las trayectorias previstas para el precio del cobre y el petróleo son similares a las de junio, situándolos al 2018, en US\$2,3 el cobre y en torno a US\$55 el petróleo.

Internamente, los datos de actividad y demanda del segundo trimestre confirmaron un acotado crecimiento de la economía. El PIB tuvo un aumento anual menor que el del primer trimestre, pero con una configuración en que los sectores de recursos naturales —en particular la minería— tuvieron un desempeño menos favorable y el PIB resto no mostró mayores cambios. En la demanda, el consumo total siguió creciendo a tasas anuales del orden de 2,5%, mientras que la inversión mostró una expansión positiva, ayudada por factores puntuales asociados a la internación de maquinaria y equipos. Al contrario, durante el segundo trimestre la inversión en construcción y otras obras tuvo un deterioro más marcado que lo previsto, al tiempo que el sector inmobiliario continuó mostrando debilidad.

En este contexto, el escenario base de este IPoM contempla que el PIB aumentará entre 1,5 y 2,0% este año. Esto, considerando que la información revisada del primer semestre no muestra mayores novedades respecto de la marcha de la economía. Para el 2017, se considera un rango para el PIB de entre 1,75 y 2,75%, menor que lo esperado en junio. En línea con lo previsto, el mercado laboral se ha deteriorado gradualmente respecto de comienzos de año. Las expectativas, tanto de empresas como de consumidores, siguen en niveles pesimistas. Todo esto en un escenario en que las tasas de interés de colocaciones se mantienen bajas. Como supuesto de trabajo, se considera que la trayectoria del gasto público será coherente con la regla fiscal y con los anuncios del Gobierno de seguir una senda de consolidación presupuestaria.

Estas proyecciones consideran que las bajas cifras de inversión efectiva y esperada han reducido el crecimiento tendencial y potencial de la economía. Por un lado, el tendencial se ubica en 3,2%, tres décimas menos que lo estimado hace un año. Por otro, para los años 2016 y 2017 se estima que el potencial se ubicará entre 2,5 y 3%, lo que se compara con valores entre 3 y 3,5% estimados hace un año para el mismo período. Además, los datos sugieren que la convergencia al crecimiento tendencial tardará más que lo previsto. De todos modos, la evaluación sobre el nivel actual de la brecha de actividad no es muy distinta que lo anticipado hace un año. Esto, porque, si bien desde entonces la proyección de crecimiento del PIB para el 2016 se ha corregido a la baja en algo más de un punto porcentual, al mismo tiempo se redujo la estimación de crecimiento potencial y, además, el crecimiento del 2015 se corrigió al alza (Recuadro V.1).

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

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

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2015	2016 (f)	2017(f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	2,3	1,5-2,0	1,75-2,75
Ingreso nacional	1,3	1,3	1,9
Demanda interna	2,0	1,0	2,4
Demanda interna (s/variación de existencias)	1,6	1,5	2,1
Formación bruta de capital fijo	-1,5	-1,5	0,7
Consumo total	2,5	2,4	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,9	1,2	2,2
Importaciones de bienes y servicios	-2,8	-1,6	2,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,1	-1,6	-1,8
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	20,3	19,7	19,6
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	22,4	21,3	21,4
FBCF (% del PIB nominal)	22,7	22,1	21,8
FBCF (% del PIB real)	23,7	22,9	22,6
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-4.761	-4.000	-4.650
Balanza comercial	3.494	3.600	3.900
Exportaciones	62.232	58.800	61.800
Importaciones	-58.738	-55.200	-57.900
Servicios	-3.812	-3.200	-3.350
Renta	-6.194	-6.200	-7.100
Transferencias corrientes	1.750	1.800	1.900

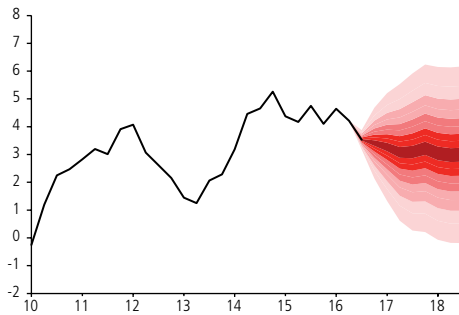
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



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 central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección considera como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante el horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

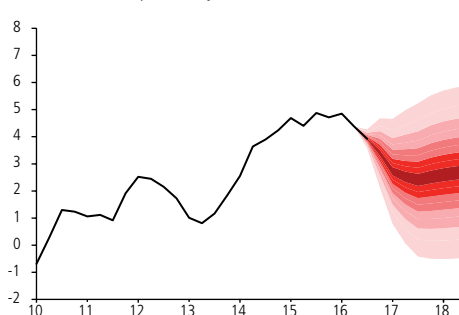
Internamente, los riesgos para la inflación en el corto plazo siguen ligados a la evolución del tipo de cambio y, por lo tanto, a los riesgos del plano externo. De todos modos, las expectativas de inflación a dos años plazo han seguido en torno a 3%. Por el lado de la actividad, las mejores condiciones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

Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y la actividad está equilibrado.

La inflación ha descendido en línea con lo previsto, y su convergencia a 3% será algo más rápida que la anticipada en junio. El panorama para la actividad y la demanda no muestra mayores cambios. El escenario externo sigue presentando riesgos, más allá de que su evolución reciente ha sido más favorable que lo esperado. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

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 central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. El escenario base de proyección considera como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante el horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS MESES

ANTECEDENTES: IPOM DE JUNIO 2016

El IPoM de junio daba cuenta de que, en general, el escenario macroeconómico había estado acorde con lo previsto. La inflación anual había descendido, mayormente por una moderación en el componente de bienes. Ello, porque, más allá de los vaivenes, el tipo de cambio no había mostrado aumentos significativos como entre el 2013 y el 2015. La inflación de servicios seguía alta, entre otros factores, por la indexación a la inflación pasada. Se sumaban el acotado tamaño de las holguras, pues, a pesar del deterioro, el mercado del trabajo aún mostraba bajas tasas de desempleo y salarios nominales creciendo por sobre 5,5%. En el primer trimestre, la actividad y la demanda interna habían crecido más que lo proyectado. Las sorpresas estaban en el sector agrícola y en las ramas ligadas al consumo privado, reflejo del ajuste gradual que había tenido este componente del gasto. Con todo, se estimaba que la economía continuaría creciendo por debajo de su potencial, afectada por el débil desempeño de los sectores más ligados a la inversión. En lo externo, la coyuntura seguía marcada por la decisión de la Reserva Federal (Fed) sobre la normalización de su política monetaria y los riesgos asociados al esfuerzo de las autoridades chinas por cumplir con sus objetivos de crecimiento. Aunque con una reversión parcial, la evaluación de los mercados sobre estos fenómenos se había traducido en condiciones financieras externas más holgadas, mientras que el crecimiento mundial y los precios de las materias primas no habían tenido grandes cambios respecto de lo previsto. Estos últimos habían permanecido por debajo de sus niveles de largo plazo. En este contexto, el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,5% en los últimos meses.

En el escenario base, la trayectoria para la inflación era similar a la del IPoM previo. Se estimaba que la inflación anual del IPC entraría en el rango de tolerancia en el tercer trimestre del 2016. Como supuesto de trabajo se consideraba que durante el horizonte de proyección el TCR fluctuaría en torno a sus valores entonces vigentes. La convergencia de la inflación también se relacionaba con una brecha de actividad que continuaría ampliándose y un mercado laboral que seguiría ajustándose durante el año, lo que debería contribuir a una reducción adicional —aunque moderada— de la inflación de servicios.

Respecto de la actividad, el crecimiento del PIB para el 2016 se acortaba a un rango entre 1,25 y 2,0% (1,25 y 2,25% en el IPoM previo). A pesar de las mejores cifras del primer trimestre, se esperaba un crecimiento más lento en lo que restaba del año, especialmente de la inversión minera y la construcción. Para el 2017, el rango se mantenía entre 2 y 3%. Ello se sustentaba en una trayectoria proyectada para la inversión no minera que retomaría una expansión coherente con la recuperación de la economía. También, en que los niveles de confianza volverían lentamente a terreno neutral. Los socios comerciales se mantendrían creciendo a la misma tasa del 2015, las condiciones financieras internacionales, si bien más estrechas que en el pasado, seguirían siendo favorables y los términos de intercambio se estabilizarían en el 2017. Se agregaba una trayectoria del gasto público coherente con la regla fiscal y los anuncios del Gobierno de seguir una senda de consolidación presupuestaria. Además, la política monetaria seguiría impulsando la economía. Como supuesto de trabajo se consideraban alzas adicionales de la TPM, aunque a un ritmo más pausado que en el IPoM previo.

Los riesgos eran similares a los de marzo. En lo externo, seguían siendo críticas la trayectoria de tasas que decidiera tomar la Fed y la situación en China, tanto por sus efectos sobre el crecimiento mundial, como porque podría provocar nuevos episodios de volatilidad financiera. También, un posible Brexit así como los procesos electorales en el mundo o un viraje hacia políticas más proteccionistas podrían generar mayores turbulencias en los mercados. Con todo, la consolidación del crecimiento en Europa y EE.UU. podría contribuir a una mayor expansión mundial. Aunque había mejores señales en Brasil y Argentina, seguían emanando riesgos importantes desde América Latina. En lo interno, los riesgos estaban ligados a la persistencia de los elevados registros de inflación. En el corto plazo, su evolución seguía muy ligada a la del peso y por tanto a los riesgos externos. En la actividad, los principales riesgos estaban relacionados con la evolución del mercado laboral y la economía mundial. Evaluado todos los elementos, el Consejo estimaba que el balance de riesgos para la inflación y la actividad estaba equilibrado.



REUNIONES DE JUNIO, JULIO Y AGOSTO

En la reunión de junio, las cifras conocidas desde el cierre del IPoM se enmarcaban dentro del escenario base. La inflación del IPC seguía sobre 4% anual, aunque con una moderación de la inflación de bienes, en particular en los ítems más sensibles al tipo de cambio, mientras la inflación de servicios presentaba cambios menores, reflejo de la indexación y de acotadas holguras de capacidad. La cifra de actividad de abril había sido baja, con un débil desempeño de los sectores ligados a la inversión minera. Los mercados financieros seguían con vaivenes asociados a la trayectoria esperada para la tasa de la Fed, pero también a la proximidad del referendo que definiría la permanencia del Reino Unido en la Eurozona.

La División Estudios planteó como única opción relevante mantener la TPM en 3,5%. Ello considerando que, por un lado, en el ámbito externo, si bien la materialización de los riesgos podrían generar una mayor inflación en el corto plazo, los efectos en la inflación proyectada a dos años plazo no eran obvios y dependerían de la persistencia de los *shocks* y sus efectos sobre la actividad y las expectativas de inflación. Por otro, los riesgos asociados a los prolongados altos registros de inflación —que en el pasado habían justificado la opción de subir la tasa como medida preventiva para evitar mayores alzas en el futuro— se habían reducido en los últimos meses: por el mayor deterioro del mercado laboral; por los recortes sucesivos del crecimiento del PIB esperado; por un TCR acorde a sus fundamentos; y porque la inflación había descendido y sus perspectivas a dos años plazo seguían ancladas en 3%. De todos modos, a futuro, la opción de subir la TPM seguía siendo válida para asegurar la convergencia inflacionaria. El Consejo decidió mantener la TPM en 3,5%.

Para la reunión de julio, los antecedentes recopilados seguían siendo coherentes con el escenario base del IPoM. El dinamismo de la actividad era bajo y la inflación continuaba con un gradual descenso. La principal novedad provenía del frente externo, donde el resultado a favor del Brexit generó una alta volatilidad en un inicio, tendencia que se fue revirtiendo en la medida que el mercado estimaba que los efectos negativos en la actividad estarían circunscritos principalmente al Reino Unido, y que la respuesta de los bancos centrales de los países desarrollados llevaría a una ampliación del estímulo monetario. En este contexto, tanto las tasas largas como los premios por riesgo para las emergentes habían bajado, al mismo tiempo que las monedas se habían apreciado frente al dólar. En Chile, los indicadores siguieron estos movimientos.

Los efectos sobre la inflación de mediano plazo de estos desarrollos no eran evidentes, pues dependían de la persistencia de los efectos cambiarios —donde existía alta incertidumbre— y su impacto sobre la actividad. Por un lado, la mejora de las condiciones

financieras para las emergentes se había dado en un contexto en que sus fundamentos no habían cambiado mayormente. Por otro, las diferencias entre el ciclo económico de EE.UU. y las otras economías desarrolladas podría presionar el dólar.

La División Estudios planteó como única opción relevante mantener la TPM en 3,5%. Más allá de que la inflación seguía alta y existía incertidumbre respecto del efecto de los hechos antes mencionados, se estimaba que las condiciones para la convergencia de la inflación eran mejores. Las proyecciones de inflación de corto plazo se habían recortado, mientras que las expectativas a dos años seguían ancladas en 3%. En este contexto, el Consejo decidió mantener la TPM en 3,5%.

Para la reunión de agosto, las tendencias de los mercados financieros mundiales observadas en la reunión previa se habían acentuado, con lo que las condiciones para las emergentes se preveían mejores. Respecto del IPoM de junio, el peso se apreciaba cerca de 5%. Las cifras internas ratificaban las principales tendencias delineadas en el IPoM de junio. La inflación de julio había vuelto a 4%. La inversión continuaba débil, afectada por una mayor debilidad de su componente de construcción. El consumo mostraba un crecimiento bajo y estable, en línea con un deterioro gradual del mercado laboral e índices de confianza que no repuntaban.

La División Estudios planteó como única opción mantener la TPM en 3,5%. La convergencia de la inflación se anticipaba algo más rápida de la prevista, especialmente porque la baja del tipo de cambio redundaría en una menor inflación de bienes transables. Esto, con una proyección de la inflación de no transables que no tenía mayores cambios. En todo caso, los riesgos de una reversión de las condiciones externas seguían latentes. A diferencia de otros episodios de mayor apetito por riesgo, el actual parecía más guiado por decisiones financieras que por una mejor visión respecto de los fundamentos para las economías emergentes. De hecho, las perspectivas para la inversión global seguían deprimidas, señal de que el apetito por riesgo de más largo plazo no mejoraba. Ello también hacía esperar que el efecto de las mejores condiciones financieras sobre la recuperación de la actividad chilena en el mediano plazo no sería muy significativo.

Además, la División de Estudios planteó comunicar que las tendencias delineadas en los últimos meses sugerían posponer la normalización de la política monetaria, en línea con la trayectoria que el mercado había ido incorporado. Esto era una trayectoria de la TPM que permanecía en 3,5% por un tiempo más prolongado. En este contexto, el Consejo decidió mantener la TPM en 3,5% y dar cuenta que ya no existía la necesidad de seguir subiendo la tasa.

I. ESCENARIO INTERNACIONAL

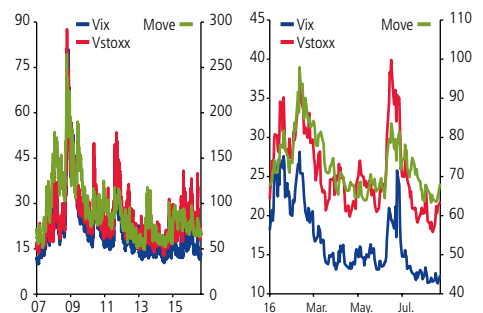
Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, así como los principales riesgos.

Desde junio la principal novedad en el ámbito internacional ha sido la conformación de un panorama de condiciones financieras externas más favorables que lo previsto en los últimos IPoM. Pese a la reversión de las últimas semanas, desde fines de junio el apetito por riesgo y la búsqueda de retorno ha aumentado en los mercados financieros globales (gráficos I.1 y I.2). Los precios de los activos han subido, en particular en los mercados emergentes: las tasas de interés y los premios por riesgo han descendido, las bolsas han repuntado y las monedas se han apreciado respecto del dólar. Aunque con alguna moderación después de los últimos anuncios de miembros de la Fed, un importante catalizador de estos movimientos ha sido la visión en los mercados de que las políticas monetarias de los países desarrollados seguirán siendo expansivas por un período más prolongado. Esta expectativa se vio reforzada tras la decisión del Reino Unido de salir de la Unión Europea (Brexit). Se añadió que en China el importante impulso monetario y fiscal ha permitido estabilizar la tasa de crecimiento de la economía, beneficiándose también de las mejores condiciones financieras internacionales. La posibilidad de que estas últimas se reviertan es uno de los principales riesgos del escenario externo.

El mayor optimismo de los mercados financieros contrasta con la evolución esperada para la actividad mundial, que, en el agregado, no ha sufrido modificaciones mayores en los últimos meses (tabla I.1). Las proyecciones para la inversión siguen apuntando a tasas de crecimiento bajas en la mayoría de las economías, y las materias primas tampoco se han beneficiado del mayor optimismo de los mercados financieros. Con todo, el impulso externo que recibirá la economía chilena durante los próximos dos años será algo mayor al previsto, esencialmente por las mencionadas mejores condiciones financieras externas y por términos de intercambio que se prevé tendrán un menor deterioro a lo largo del horizonte de proyección.

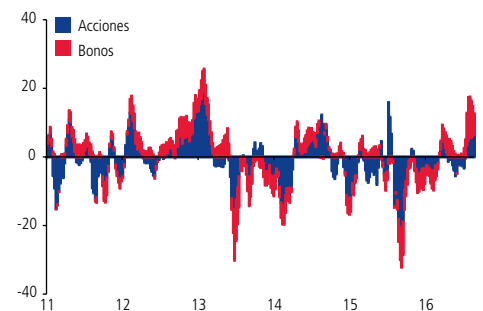
A fines de junio, el Brexit sorprendió a la comunidad internacional, materializándose uno de los escenarios de riesgo más temidos por el mercado. Si bien en un principio la reacción de los mercados fue la esperada —la volatilidad aumentó, los precios de los activos más riesgosos y las tasas de interés libres de riesgo cayeron y el dólar se apreció—, a los pocos días ya se percibía una mayor y sorpresiva disposición a tomar riesgo. A ello contribuyó la ausencia de accidentes financieros vinculados al Brexit, la estimación de que sus efectos reales estarían circunscritos principalmente al Reino Unido y, especialmente, la mencionada percepción de una expansividad de las políticas monetarias en el mundo desarrollado por un tiempo más prolongado, algo que ya venía ocurriendo de la mano de una actividad e inflación acotadas.

GRÁFICO I.1
Volatilidad en mercados financieros (*)
(porcentaje)



(*) Para la definición de los índices, ver Glosario.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.2
Flujos netos de capitales a economías emergentes
(miles de millones de dólares, mes móvil)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.



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

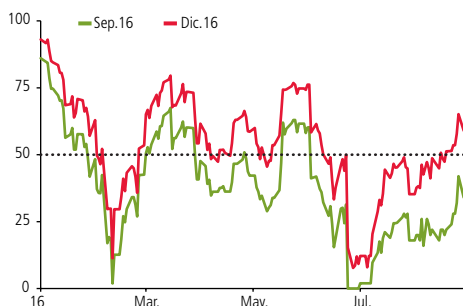
	Prom. 00-07	Prom. 10-14	2015	2016 (f)	2017 (f)	2018 (f)
Mundo a PPC	4,2	4,0	3,1	3,0	3,3	3,5
Mundo a TC de mercado	3,2	3,1	2,5	2,2	2,6	2,8
Socios comerciales	3,6	4,2	3,1	2,8	3,2	3,4
Estados Unidos	2,6	2,1	2,6	1,5	2,2	2,3
Eurozona	2,2	0,7	1,7	1,5	1,4	1,6
Japón	1,7	1,5	0,5	0,5	0,8	1,2
China	10,5	8,6	6,9	6,5	6,2	6,0
India	7,1	7,3	7,6	7,5	7,5	7,6
Resto de Asia	5,1	5,0	3,5	3,5	3,7	4,0
América Latina (excl. Chile)	3,5	3,6	-0,5	-0,9	1,7	2,0
Exp. de prod. básicos	3,1	2,5	1,8	2,0	2,4	2,4

(*) Para sus definiciones, ver Glosario.

(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.

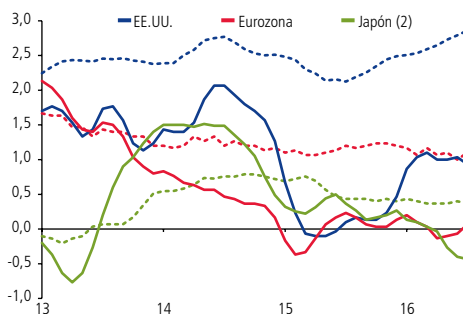
GRÁFICO I.3
Expectativas para la tasa de fondos federales (*)
(probabilidad acumulada, porcentaje)



(*) Corresponde a la probabilidad de que la tasa de los fondos federales suba a 0,75% en la fecha indicada. Probabilidad implícita en los futuros de tasa de fondos federales.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4
Inflación en economías desarrolladas (1)
(promedio móvil de 3 meses, variación anual, porcentaje)



(1) Líneas continuas corresponden al IPC total y líneas punteadas al IPC de servicios.

(2) Excluye el efecto de impuestos.

Fuentes: Bloomberg y Oficina de Estadísticas de Japón.

Las expectativas respecto de la trayectoria que tomará la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) para normalizar su tasa de interés de política son claves en la conformación del panorama de mejores condiciones financieras externas para las economías emergentes. Ello, tanto por su influencia en los mercados financieros globales como por la incertidumbre que la rodea. Durante gran parte del primer semestre los mercados consideraban evidente que la Fed haría al menos un alza durante el año. Sin embargo, la publicación de decepcionantes cifras de empleo y actividad de EE.UU. a mediados de año, la mantención de la tasa en las reuniones de junio y julio y el nuevo ajuste a la baja en la trayectoria esperada por la Fed, movieron las expectativas del mercado a una visión de que no habrían cambios por un tiempo prolongado. En lo más reciente, las expectativas nuevamente le asignan una alta probabilidad a que se concrete un aumento en lo que queda de este año (gráfico I.3). Más allá de cuándo este se produzca, los mercados asumen una normalización de la política monetaria más gradual que la indicada por la Fed. Así, un riesgo importante al escenario base de este IPoM es que la Fed actúe de manera más agresiva que lo esperado por el mercado, pues ello podría provocar un incremento significativo de la volatilidad a nivel global, afectando el precio de los activos, los flujos de capitales y el valor de las monedas.

Las diferentes apreciaciones respecto de cómo la Fed resolverá las tensiones entre la dinámica del sector real, la inflación y las condiciones cambiarias en esa economía pueden explicar las distintas expectativas respecto de la trayectoria que seguirá la Fed. De hecho, los posibles efectos negativos de la apreciación del dólar siguen siendo un tema de cuidado. Por otra parte, si bien las cifras de PIB de EE.UU. estuvieron por debajo de lo previsto (0,8 y 1,1% trimestral anualizado en el primer y el segundo trimestre del 2016), un conjunto de otros datos sugiere que la recuperación de la economía se ha consolidado. Destaca el crecimiento del consumo personal, impulsado por un mercado laboral que continúa con importantes tasas de creación de empleos y expectativas de consumidores positivas. Esto contrasta con la contracción que ha tenido la inversión. Este componente ha estado afectado principalmente por el efecto de la caída del precio del petróleo en las inversiones del sector energético, toda vez que la formación bruta de capital fijo excluyendo minería y energía muestra tasas de crecimiento positivas. Se añade que, si bien la inflación anual se ubica en torno a 1%, los registros subyacentes se aproximan más al 2% y la inflación de servicios al 3% (gráfico I.4). De todas formas, las proyecciones de crecimiento de este año para EE.UU. se ajustan a la baja de manera importante en este IPoM: a 1,5% (1,9% en junio).

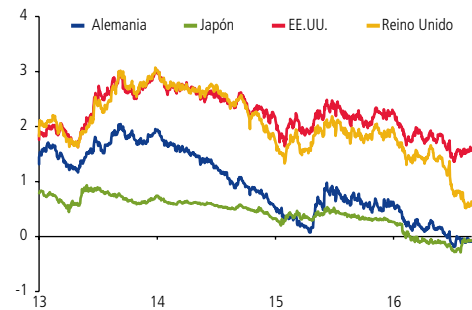
En este contexto, las tasas de interés de largo plazo de EE.UU. han permanecido en niveles muy bajos en perspectiva histórica. La de diez años plazo es inferior a 1,6%, y la de dos es cercana a 0,8% (gráfico I.5). En esto se conjugan factores estructurales y coyunturales. En los primeros, principalmente, factores demográficos que han aumentado el ahorro global, favoreciendo reducciones de las tasas de interés en las últimas décadas. En los segundos, el gran estímulo monetario en el resto de las economías desarrolladas, que han llevado a una importante fracción de las tasas de los bonos de gobierno a terreno negativo, contribuyendo a una mayor compresión de premios por plazo alrededor del mundo.

En otras economías desarrolladas, las autoridades de Inglaterra y, en menor medida, de Japón tomaron acciones concretas en pro de una mayor expansividad. En el primer caso, además de reducir la tasa de política a 0,25%, se anunció un nuevo programa de créditos bancarios y se incrementó el programa de compras de activos, incluyendo la compra de bonos corporativos. El Banco de Japón amplió la compra de activos y las medidas de liquidez en dólares, mientras el Fisco comprometió un paquete de impulso y postergó la entrada en vigencia del aumento de la tasa de IVA anunciado inicialmente para el 2017. El Banco Central Europeo no ha adoptado nuevas medidas, pero ha reiterado su disposición a incrementar los estímulos.

En China, las medidas de estímulo lograron estabilizar la tasa de crecimiento en 6,7% en el primer semestre del 2016. En todo caso, aunque el impulso es especialmente marcado en la inversión en infraestructura, la inversión privada no logra retomar dinamismo (gráfico I.6). Así, el proceso de rebalanceo del crecimiento de esta economía, en el que crecientemente los servicios estaban tomando más preponderancia que el sector industrial y el consumo estaba incrementando su incidencia en el PIB, se ha pausado. Aunque la mantención de condiciones financieras más favorables reduce la posibilidad de materialización de riesgos asociados al proceso de rebalanceo en esta economía, las preocupaciones respecto de su sistema financiero persisten, en particular los temas relacionados con el incremento del endeudamiento corporativo (gráfico I.7). Lo mismo aplica para la situación del sector inmobiliario, pues, pese a algunos ajustes, persisten elevados precios de propiedades en algunas regiones y exceso de oferta en otros. Además, la sostenibilidad de las medidas de impulso es parte de las dudas, especialmente porque el fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales podría presionar la política cambiaria. Con todo, en los últimos meses las autoridades han dejado que el renminbi se deprecie, mientras las reservas internacionales, que mostraron importantes caídas hace algunos meses, se han estabilizado. Las expectativas apuntan a que esta economía logrará efectuar un ajuste suave hacia tasas de crecimiento sostenibles en el tiempo y el escenario base de este IPoM supone que en el 2016-2018 se expandirá 6,3% en promedio. Como ha sido la tónica, el ajuste gradual que ha mostrado el crecimiento de China seguirá teniendo efectos en sus principales socios comerciales del sudeste asiático, pero también en otras economías con importantes nexos comerciales con ese país.

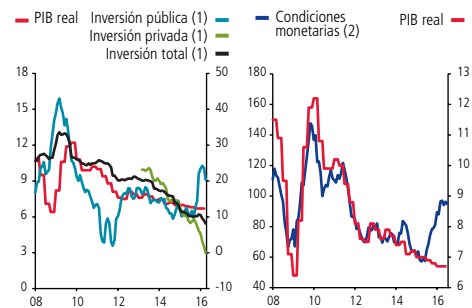
En América Latina, el panorama general ha mejorado en los últimos meses de la mano de, entre otros factores, mejores condiciones financieras internacionales y temas idiosincrásicos en varios países de la región. Así, en el escenario base de este IPoM las proyecciones de crecimiento para la región se ajustan al alza en una y dos décimas para el 2016 y el 2017, respectivamente. Con todo, en varios de ellos aún restan ajustes importantes por efectuar en materia fiscal y de cuentas externas (gráfico I.8). Por países, destaca la recuperación de las expectativas de consumidores y empresariales en Brasil, después de varios trimestres de continuo deterioro. Ello se ha plasmado en perspectivas de crecimiento que dejaron de caer. En Perú, el dinamismo del sector minero está detrás de la recuperación de las perspectivas, pero la industria muestra un panorama más rezagado. En Colombia, su Banco Central elevó nuevamente la tasa de interés de política, en medio de indicadores de actividad más débiles y un registro de inflación que bordea el 9% anual.

GRÁFICO I.5
Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo (porcentaje)



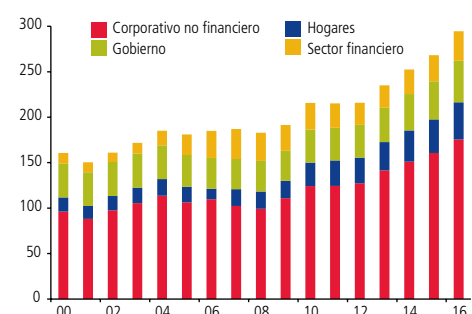
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6
Políticas de impulso en China (variación anual; índice; porcentaje)

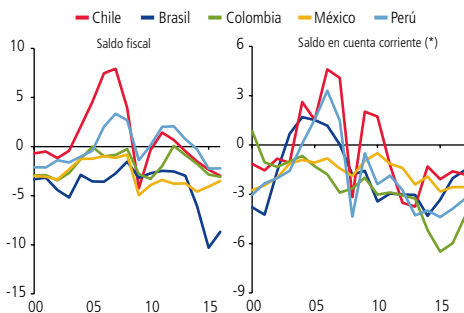


(1) Trimestre móvil.
(2) Corresponde al *Bloomberg intelligence monetary conditions index*.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.7
China: deuda total (*) (porcentaje del PIB)

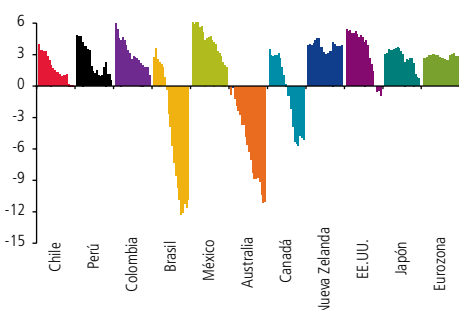


(*) Cifras del primer trimestre de cada año.
Fuente: Institute of International Finance.

GRÁFICO I.8**América Latina: saldo fiscal y de cuenta corriente (porcentaje del PIB)**

(*) Para Chile, considera proyecciones del escenario base de este IPoM, para el resto, del FMI.

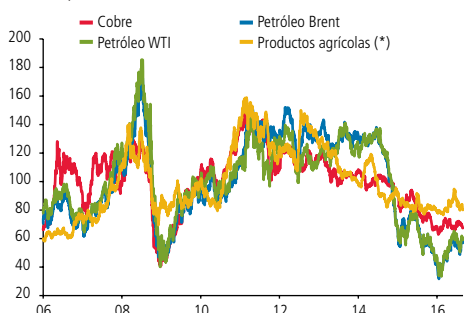
Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO I.9**Proyecciones de inversión para el 2016 (1)(2) (variación anual, porcentaje)**

(1) Corresponde a la proyección para la Formación Bruta de Capital Fijo, excepto para EE.UU., Japón y Australia, donde corresponde a la inversión privada.

(2) Proyecciones mensuales desde enero del 2015.

Fuente: Consensus Forecasts.

GRÁFICO I.10**Precios de materias primas (índice, promedio 2006-2016=100)**

(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

Australia y Nueva Zelanda, importantes exportadores de materias primas, enfrentan una situación algo diferente. Sus bancos centrales han reducido la tasa de política monetaria durante el año en 50pb en total en ambos casos. En Nueva Zelanda, sus autoridades anunciaron incluso la necesidad de seguir reduciendo la tasa, para evitar que la apreciación cambiaria continúe afectando las expectativas de inflación. En Australia, si bien la depreciación de su moneda desde principios del 2013 había favorecido un rebalaceo de la economía hacia una mayor fortaleza relativa del consumo, de la inversión residencial y de sectores exportadores no mineros, su autoridad monetaria se mostró preocupada de que la reciente apreciación de la moneda pudiera complicar este proceso.

En suma, si bien las mejores condiciones financieras ayudarán a la recuperación de la actividad en el mediano plazo, no se espera que impliquen un impulso muy significativo para el PIB mundial. A diferencia de otros episodios de mayor apetito por riesgo, el actual parece estar más guiado por decisiones financieras, que por una visión mucho más optimista respecto de los fundamentos de las economías emergentes. De hecho, como se mencionó, las perspectivas para la inversión siguen deprimidas tanto en economías desarrolladas como en emergentes, señal de que el apetito por riesgo de más largo plazo no ha mejorado y de que prevalecen holguras de capacidad (gráfico I.9).

Los precios de las materias primas han tenido un comportamiento dispar en los últimos meses (gráfico I.10). Ante la estabilización de las expectativas de crecimiento de China, el precio del cobre ha fluctuado la mayor parte del tiempo entre US\$2,1 y 2,3 la libra, aunque hacia el cierre de este IPoM se ubicaba algo por debajo de ese rango. Las importaciones chinas del metal rojo se han mantenido en niveles superiores a los del último quinquenio, mientras los inventarios en bolsa no presentan grandes cambios desde junio y no ha habido grandes novedades en materia de oferta. Las proyecciones de este escenario base son iguales a las contenidas en el IPoM previo: US\$2,15 y 2,25 para el 2016 y el 2017, respectivamente. Para el 2018, se contempla un precio de US\$2,3. La dispersión en las expectativas de los analistas de mercado para el precio del cobre se mantiene, destacando que estas divergen para el 2017, con parte de ellos esperando que el precio se reduzca en lo venidero y otra parte considerando un incremento.

El petróleo ha registrado vaivenes importantes desde el cierre del último IPoM: a fines de julio llegó a transarse en valores incluso inferiores a US\$40 el barril de WTI y muy cerca de ese valor el del petróleo Brent. Sin embargo, posteriormente devolvió parte de las pérdidas para transarse ambos nuevamente entre US\$45 y 50 el barril. Algunos factores puntuales que estaban restringiendo la oferta en los meses previos se subsanaron —en particular, los incendios en Canadá y los recortes de producción en Nigeria—. Además, varias plataformas en EE.UU. que habían suspendido su producción ante los bajos precios a principios de año, la retomaron. Con todo, se estima que la rapidez de estos productores para entrar y salir del mercado dependiendo del precio podría ayudar a poner un piso y un techo a las fluctuaciones del crudo en adelante. El escenario base de este IPoM contempla precios muy similares a los supuestos en junio para el WTI y el Brent para el período 2016-2017. Para el 2018, se consideran precios cercanos a US\$55 el barril.

II. MERCADOS FINANCIEROS

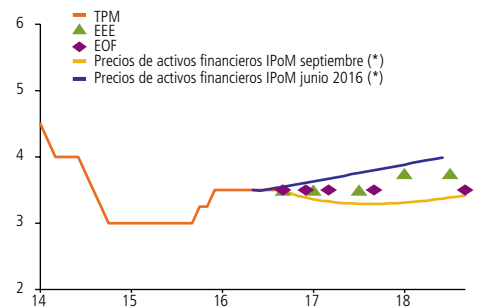
Este capítulo revisa la evolución de los mercados financieros locales en relación con la transmisión de la política monetaria.

POLÍTICA MONETARIA

En línea con lo previsto, la inflación anual del IPC siguió descendiendo, llegando a 4% en julio. En ello incidió, principalmente, la menor inflación de bienes asociada al comportamiento del tipo de cambio. El escenario base de este IPoM prevé que la inflación seguirá disminuyendo, para converger a 3% algo antes de lo previsto en junio. Esto considera que, en el corto plazo, el tipo de cambio se mantendrá relativamente estable. Sin embargo, es evidente que ello está sujeto a grados relevantes de incertidumbre. La evolución del tipo de cambio se ha dado en un entorno externo donde, aunque con alguna reversión en lo más reciente, las condiciones financieras son mejores que lo previsto en IPoM previos. Esto último se relaciona con la percepción de los mercados de que las políticas monetarias en el mundo desarrollado se mantendrán altamente expansivas por más tiempo, lo que se ha moderado después de los últimos anuncios de miembros de la Fed. La inflación de servicios —típicamente asociada a los no transables— no muestra mayores cambios y se espera que continúe con su gradual proceso de desaceleración. Los datos de actividad y demanda del segundo trimestre tampoco mostraron mayores novedades y las proyecciones para este año y el próximo permanecen prácticamente inalteradas. En este contexto, el Consejo ha decidido mantener la TPM y ha anunciado que cambios futuros dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

Las expectativas para la TPM se han ajustado a la baja respecto de lo observado al cierre del IPoM de junio. La Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la segunda quincena de agosto muestra una mantención a lo largo de todo el horizonte de proyección. Los precios de los activos financieros al cierre estadístico incorporan un descenso transitorio, cerrando el horizonte de proyección con una tasa equivalente a la actual (gráfico y tabla II.1). El escenario base considera como supuesto metodológico que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante el horizonte de proyección. De ser así, la TPM real fluctuará en valores cercanos a cero, con lo que se continuará ubicando entre las más bajas del mundo emergente.

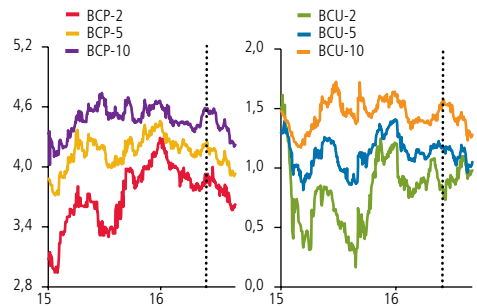
GRÁFICO II.1
TPM y expectativas
(porcentaje)



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

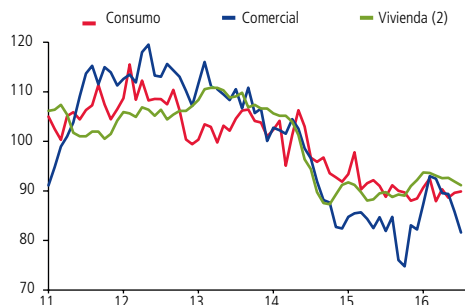
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2
Tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (*)
(porcentaje)



(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2016.

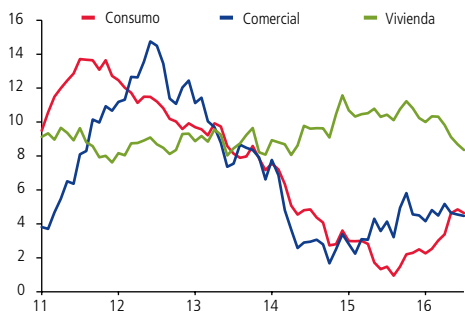
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.3
Tasa de interés por tipo de colocación (1)
 (índice 2011-2016=100)


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

(2) Corresponden a colocaciones en UF.

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

GRÁFICO II.4
Colocaciones reales por tipo de crédito
 (variación anual, porcentaje)


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

TABLA II.1
Expectativas para la TPM
 (porcentaje)

	A diciembre 2016		A un año		A dos años	
	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre	IPoM junio	IPoM septiembre
EEE (1)	3,75	3,50	3,75	3,50	4,00	3,75
EOF (2)	3,50	3,50	3,75	3,50	4,00	3,50
Precios de activos financieros (3)	3,61	3,39	3,74	3,29	3,99	3,42

(1) Corresponde a la encuesta de mayo 2016 y de agosto 2016.

(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de mayo 2016 y de la segunda quincena de agosto 2016.

(3) Para el IPoM de junio y septiembre considera el promedio de los últimos diez días hábiles al 30/05/16 y al 30/08/16, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto del cierre estadístico del IPoM de junio, las tasas de interés nominales y reales de los documentos del Banco Central de Chile y de la Tesorería mostraron reducciones —entre 15 y 35 puntos base (pb)—, en línea con lo observado en los principales mercados financieros. La excepción fue el bono a dos años en UF, que subió algo más de 10pb, coherente con el recorte de las perspectivas inflacionarias en los últimos meses (gráfico II.2).

CONDICIONES FINANCIERAS

En el ámbito local, las condiciones financieras se mantienen favorables desde una perspectiva histórica. Durante los últimos meses, las tasas de interés de las colocaciones continuaron disminuyendo, y permanecen entre sus valores más bajos del último quinquenio (gráfico II.3). En sus tramos más relevantes, las de consumo (más de tres años; 44% del total de estos créditos) y las comerciales (180 días a un año; 26% de los préstamos en este segmento) se redujeron alrededor de 40pb, mientras las hipotecarias cayeron marginalmente. El crecimiento de las colocaciones de consumo y comerciales ha ido aumentando gradualmente en los últimos trimestres. A julio, ambos se ubicaron en torno a 4,5% real anual. Ello contrasta con la situación del segmento de colocaciones hipotecarias, que ha reducido su crecimiento real anual desde fines del año pasado (8,4% en julio) (gráfico II.4).

Indicadores cualitativos, como la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre y el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de agosto, vuelven a dar cuenta de una demanda por crédito débil y de condiciones de oferta algo más restrictivas en algunos sectores. En la demanda, la ECB muestra un debilitamiento generalizado y el IPN informa dificultades para cumplir con las metas de colocación en algunos casos. Los entrevistados en el IPN reiteran la reticencia a endeudarse de los distintos agentes y la postergación en las decisiones de gasto. En el segmento personas, fundamentalmente por la preocupación por la estabilidad laboral, y en el hipotecario se agrega la dificultad para cumplir con el mayor pie exigido. En cuanto a la oferta, la ECB indica que los requisitos para acceder al crédito continúan mostrando una tendencia gradual hacia un mayor endurecimiento, en coincidencia con los entrevistados en el IPN, quienes señalan una mayor estrictez, particularmente para los clientes de perfil más riesgoso.

Otras fuentes de financiamiento también han evidenciado una menor demanda. Por ejemplo, las emisiones de bonos completaron un año de paulatino descenso (gráfico II.5). En lo que va del 2016, las colocaciones que más se han resentido son las corporativas en el exterior.

En lo externo, pese a cierta reversión en lo más reciente, las condiciones financieras son mejores que lo previsto. En este ámbito, la principal noticia de los últimos meses fue la materialización del Brexit, situación que, más allá de su impacto inicial, no causó disrupciones mayores en los mercados financieros. Por el contrario, la percepción de los mercados de que las políticas monetarias en el mundo desarrollado se mantendrán altamente expansivas por más tiempo y la estabilidad de la economía china —muy ligada a la implementación de políticas de estímulo— han contribuido a relajar las condiciones financieras globales. Las tasas de los bonos soberanos de largo plazo retrocedieron, y diversos indicadores dan cuenta de un apetito por riesgo mayor que hace tres meses. Desde el cierre estadístico anterior, los indicadores de volatilidad cayeron en los principales mercados financieros, los índices bursátiles y los premios por riesgo soberanos y corporativos mejoraron, y los flujos de capitales al mundo emergente se recuperaron (gráficos II.6 y II.7). Así, buena parte de estas economías evidenció una apreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense.

La mejora del panorama fue particularmente notoria en América Latina. Entre otros factores, esto se debió a una lectura positiva de los mercados respecto de los desarrollos políticos y económicos en la región, en especial en Brasil. La mencionada estabilidad de la economía china igualmente ha ayudado. En Chile, la bolsa (IPSA) subió 5% en moneda local desde el cierre estadístico pasado, mientras que los premios por riesgo soberano (CDS a 5 años) y corporativo (CEMBI) cayeron cerca de 35 y 30pb, respectivamente, por debajo de los niveles de un año atrás.

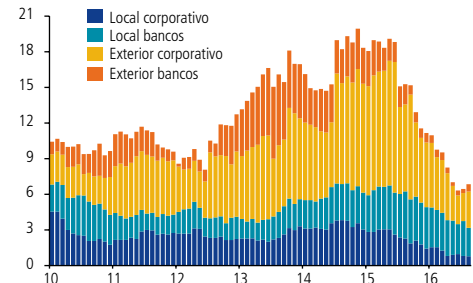
La expansión anual de los diferentes agregados monetarios nominales se redujo desde el cierre estadístico del IPoM de junio, destacando la baja del M1 (de 8,3 a 5,5% entre abril y julio). Al igual que en esa ocasión, ello obedeció, en gran medida, a la menor variación del componente de cuentas corrientes y de depósitos y ahorros a la vista. El crecimiento más bajo de estos saldos es congruente con el desempeño más bajo de la economía y del mercado laboral.

TIPO DE CAMBIO

El peso, aunque con vaivenes, se apreció respecto del cierre del IPoM pasado en cerca de 4% (gráfico II.8). Ello, coherente con las condiciones financieras externas señaladas. La volatilidad del peso chileno también ha disminuido desde el cierre estadístico previo, como sugieren las opciones a tres meses.

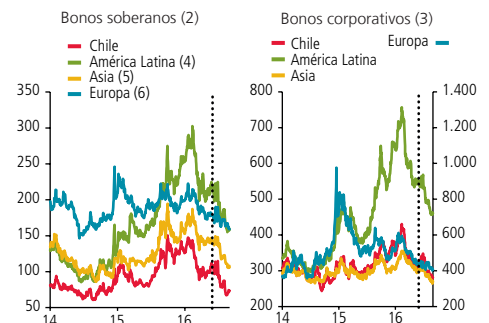
En general, las monedas de otras economías también se fortalecieron frente al dólar de EE.UU., en especial algunas emergentes y exportadoras de materias primas. Destacan la apreciación del real brasileño —muy ayudado por factores idiosincrásicos—, y el fortalecimiento de las divisas de Sudáfrica y Nueva

GRÁFICO II.5
Colocaciones de bonos de empresas y bancos (*)
(miles de millones de dólares acumulados en doce meses)



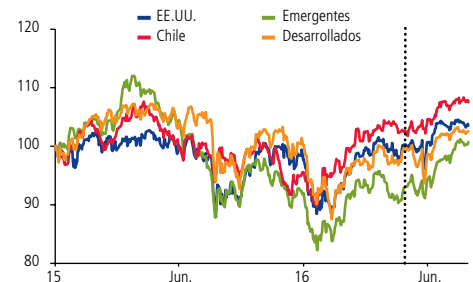
(*) Cifra de agosto 2016 considera información hasta el 19 del mes.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BCS y Bloomberg.

GRÁFICO II.6
Premios por riesgo en economías emergentes (1)
(puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2016. (2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (3) Medido por el CEMBI. (4) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (5) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia. (6) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.7
Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 1 enero 2015=100)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2016. (2) Para EE.UU. corresponde al Dow Jones, para Chile al IPSA, y para emergentes y desarrollados a los índices accionarios medidos en moneda local por región de Morgan Stanley Capital International.
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO II.8**

Tipo de cambio nominal (*)
(pesos por dólar estadounidense)

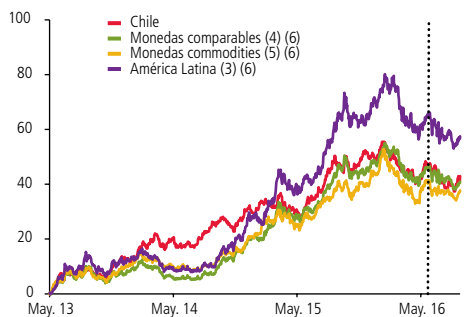


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2016.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.9

Tipo de cambio nominal (1) (2)
(variación acumulada, porcentaje)

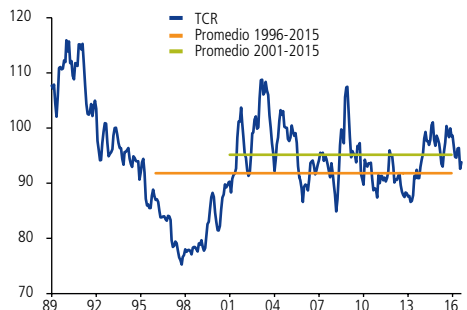


(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de junio 2016. (2) Variación respecto de la fecha en que el peso chileno alcanzó su valor mínimo en mayo del 2013, mes en el cual empezó la discusión acerca del ajuste de tasas en EE.UU. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. (4) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía. (5) Incluye a Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica. (6) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2016.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO II.10

Tipo de cambio real
(índice 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Zelanda (gráfico II.9 y tabla II.2). En este último país hubo, además, recortes de tasas. Así, en términos multilaterales, la apreciación del peso fue algo más acotada respecto de su paridad frente al dólar: alrededor de 3% el TCM desde el IPoM de junio.

TABLA II.2

Paridades respecto del dólar estadounidense (1)
(porcentaje)

	Variación TCN		
	IPoM Sep.16/ IPoM Jun.16	En un año	Spot/mínimo del 2013
Rusia	-2,2	-4,1	119,1
Sudáfrica	-11,1	6,5	71,5
Turquía	-0,7	0,7	69,4
Colombia	-4,8	-6,9	67,3
Brasil	-9,3	-8,9	66,7
América Latina (2) (5)	-5,2	-2,1	57,8
México	-0,1	9,3	57,1
Noruega	-1,1	-0,4	53,0
Chile	-4,2	-4,9	42,9
Monedas comparables (3) (5)	-4,2	-1,9	41,4
Australia	-5,1	-5,1	41,1
Monedas commodities (4) (5)	-3,6	-0,7	38,5
Indonesia	-2,5	-5,5	37,9
Canadá	-0,9	-2,0	33,2
Perú	0,1	2,4	33,2
Rep. Checa	-0,7	0,1	30,2
India	-0,3	1,6	26,2
Tailandia	-3,0	-2,9	20,7
Nueva Zelanda	-7,2	-10,3	19,6
Rep. Corea	-5,7	-5,9	6,7

(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 últimos diez días hábiles de agosto del 2015 y para el resto el promedio de los últimos diez días hábiles a los cierres estadísticos de cada IPoM.

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

(3) Incluye a Brasil, Colombia, Filipinas, Israel, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea y Turquía.

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

(5) Construido en base a los ponderadores WEO abril 2016.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En línea con la apreciación multilateral del peso así como la evolución local y externa de la inflación, el tipo de cambio real (TCR) se redujo poco más de 2% desde el cierre estadístico de junio, situándose en torno a 93 a julio en su medida 1986=100 (gráfico II.10). El escenario base de este IPoM contempla que el TCR fluctuará en torno a sus niveles actuales a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la evaluación de que hoy no se encuentra muy lejos de lo predicho por sus fundamentos de largo plazo.

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 de este año, la actividad y la demanda interna se expandieron 1,5 y 1,4% anual, respectivamente, cifras que continúan dando cuenta de un acotado crecimiento de la economía. La actividad siguió impulsada mayormente por los sectores ligados al consumo y por algunos servicios, mientras que las ramas asociadas a la inversión y a los recursos naturales, en particular la minería, continuaron mostrando debilidad. La expansión anual del consumo total no tuvo mayores cambios, con sus componentes de servicios y de gobierno que compensaron el peor desempeño de otras líneas. La inversión en maquinaria y equipos creció 9,7% anual en el trimestre, ayudada en parte importante por factores puntuales asociados a la internación de algunos vehículos de transporte no comunes. El componente de construcción y otras obras volvió a debilitarse y sus fundamentos apuntan a un mayor deterioro durante el resto del año. Cabe destacar que junto con la publicación de las cifras de actividad y demanda del segundo trimestre y la revisión de los datos del primer cuarto, se dio a conocer una revisión excepcional —que incorporó información de ventas del comercio que no había sido considerada en mediciones iniciales— de los datos del 2015. Esto llevó a una corrección al alza de dos décimas en el crecimiento del año pasado, situándolo en 2,3% anual.

El PIB de los sectores distintos de recursos naturales (PIB resto) creció 2,4% anual en el segundo trimestre, cifra similar al desempeño tanto del cuarto previo como al exhibido el 2015. Destacó el mayor dinamismo de servicios personales, impulsado nuevamente por las líneas de educación y salud. Comercio también mostró un mayor crecimiento anual respecto del trimestre anterior, al igual que administración pública y transportes. Por otra parte, algunos de los sectores típicamente más vinculados a la inversión, como los servicios empresariales y la construcción, disminuyeron su crecimiento anual. El sector agropecuario-silvícola se vio afectado por una menor producción de cultivos anuales. Industria incrementó su caída anual, por la menor elaboración de bebidas, tabaco y productos de la industria alimenticia.

En los sectores de recursos naturales el PIB cayó 3,3% anual en el segundo trimestre. Ello, explicado por una importante caída de la producción de cobre, afectada por menores leyes en algunos yacimientos. Electricidad, gas y agua

GRÁFICO III.1
PIB total y por sectores
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.1
Producto interno bruto
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond. 2015	2015				2016	
		I	II	III	IV	I	II
Agropecuario-silvícola	2,9	8,4	7,4	6,1	-2,4	4,4	0,2
Pesca	0,6	-3,9	-6,6	1,5	-2,5	-2,3	3,9
Minería	9,0	3,2	1,5	-3,0	-2,3	-1,9	-5,5
Industria	10,9	1,0	1,9	3,8	2,0	-0,5	-1,0
EGA	2,5	-2,3	-3,7	5,4	5,1	8,9	5,1
Construcción	7,5	1,0	2,3	3,5	2,3	1,1	-0,1
Comercio	8,7	1,3	1,8	3,3	0,9	4,1	5,0
Restaurantes y hoteles	1,9	2,6	2,8	3,4	2,9	1,0	0,6
Transportes	4,9	5,2	2,4	3,2	1,8	4,3	4,8
Comunicaciones	1,5	9,0	9,7	9,8	3,3	1,1	-0,6
Servicios financieros	4,9	3,2	4,0	5,2	4,7	4,1	4,1
Servicios empresariales	13,8	1,0	1,6	2,3	3,3	1,7	0,9
Propiedad de vivienda	5,4	1,8	1,6	1,7	1,7	1,9	2,1
Servicios personales (1)	12,0	3,9	2,6	2,6	2,9	4,7	6,0
Administración pública	4,8	3,4	4,2	4,6	2,9	3,7	4,1
PIB Total	100,0	2,7	2,3	2,5	1,7	2,2	1,5
PIB Resto (2)	79,1	2,9	2,6	3,2	2,3	2,6	2,4
PIB RRNN (2)	12,1	2,1	0,8	-1,4	-1,6	-0,4	-3,3

(1) Incluye educación, salud y otros servicios.

(2) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA III.2
Demanda interna

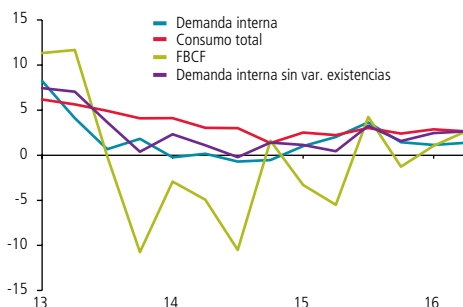
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond.	2015				2016	
		2015	I	II	III	IV	I
Demanda interna	100,3	1,0	2,0	3,7	1,4	1,1	1,4
Demanda interna (s/var. existencias)	100,6	1,1	0,4	3,3	1,6	2,5	2,6
Formación Bruta Capital Fijo	22,7	-3,3	-5,5	4,3	-1,3	1,1	2,7
Construcción y otras obras	15,1	-0,1	1,8	3,6	2,6	1,2	-0,2
Maquinaria y equipo	7,6	-9,6	-19,3	5,7	-8,4	1,0	9,7
Consumo total	77,9	2,5	2,2	3,0	2,4	2,9	2,6
Consumo privado	64,5	2,2	1,5	2,0	1,8	2,6	1,7
Bienes durables	6,4	-4,9	-1,1	2,0	2,4	4,0	3,1
Bienes no durables	26,5	2,5	1,2	1,8	1,0	2,6	-0,1
Servicios	31,7	3,4	2,3	2,2	2,4	2,3	2,8
Consumo Gobierno	13,4	4,5	5,6	7,8	4,9	4,4	7,0
Variación de existencias (*)	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,7	-1,0
Exportación bienes y servicios	30,0	1,1	-6,2	-1,4	-0,9	0,9	1,2
Importación bienes y servicios	30,3	-4,1	-7,3	1,7	-1,8	-3,2	0,6
PIB Total	100,0	2,7	2,3	2,5	1,7	2,2	1,5

(*) 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
Demanda interna y sus componentes

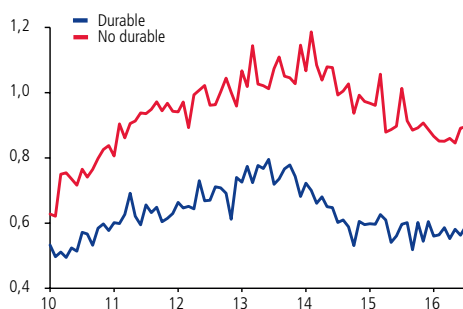
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.3
Importaciones nominales de bienes de consumo (*)

(miles de millones de dólares)



(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

(EGA) acotó su crecimiento anual, debido a la menor generación hidroeléctrica provocada por la escasez de recursos hídricos (gráfico y tabla III.1).

Para el 2016 y el 2017, la Encuesta de Expectativas Económicas de agosto anticipa una tasa de variación anual del PIB de 1,6 y 2,0%, respectivamente. El escenario base de este IPoM considera que el crecimiento anual del PIB para este año se ubicará entre 1,5 y 2,0% (1,25 y 2,0% en junio)^{1/} y para el próximo entre 1,75 y 2,75% (2,0 y 3,0% en junio), con un balance de riesgos equilibrado. Esta proyección contempla que los sectores asociados al PIB resto se mantendrán con un desempeño similar al de los últimos trimestres, y que los ligados a recursos naturales —en particular la minería— retomarán mayores tasas de crecimiento anual hacia el 2017, luego de las caídas exhibidas en los últimos trimestres.

DEMANDA INTERNA

La demanda interna registró una expansión de 1,4% anual en el segundo trimestre, resultado algo mayor al del cuarto previo. La variación de existencias dio cuenta de una desacumulación superior a la del trimestre anterior, principalmente asociada a la industria y coincidente con el incremento de las exportaciones de este sector. Así, al descontar la variación de existencias, la demanda interna aumentó 2,6% anual. Ello, impulsado por un crecimiento anual superior de la formación bruta de capital fijo (FBCF), con un componente de maquinaria y equipos que, en el trimestre, más que compensó el menor desempeño de construcción y otras obras. El consumo total siguió presentando un crecimiento acotado (gráfico y tabla III.2). Por su parte, los fundamentos del consumo no han presentado mayores cambios y han evolucionado relativamente en línea con lo previsto. Lo mismo ha ocurrido con los determinantes de la inversión, con excepción de los asociados a la edificación habitacional, que plantean una desaceleración más marcada de esta.

El consumo total creció 2,6% anual el segundo trimestre, similar a lo exhibido el 2015. No obstante, las cifras dan cuenta de una recomposición, con un repunte del consumo de gobierno y una expansión menor del consumo privado. Respecto de los componentes de este último, se observa una desaceleración del consumo de bienes no durables, que estuvo parcialmente compensada por el incremento del componente de servicios y, en menor medida, del de bienes durables.

Los datos más recientes apuntan a que este escenario de crecimiento acotado del consumo se mantendrá. Las importaciones nominales de este tipo de bienes —descontada la estacionalidad— han aumentado marginalmente, aunque siguen en niveles similares a los de hace un año (gráfico III.3). Los principales fundamentos del consumo no muestran grandes cambios: las expectativas de los consumidores (IPEC) siguen en niveles pesimistas (gráfico III.4) y el mercado laboral continúa ajustándose según lo previsto.

El crecimiento anual de los salarios reales y nominales —promediando sus distintas medidas— mostró pocas variaciones en el segundo trimestre, situándose algo por debajo de 1,4% los primeros y en torno a 5,6% los segundos. Con todo,

^{1/} Según lo estipulado, en este IPoM corresponde reducir el rango de crecimiento para el año en curso desde 75 hasta 50 puntos base (Recuadro V.1, IPoM Marzo 2016).

los salarios reales siguen expandiéndose por debajo de sus promedios históricos, mientras que los nominales crecen en torno a ellos. Por su parte, la creación de empleo a nivel nacional continúa en niveles bajos —incluso ha presentado cierto debilitamiento en el margen—, con un crecimiento anual de los trabajos por cuenta propia que sigue compensando la debilidad que mantiene el empleo asalariado. Si algo, resalta que entre los ocupados ha aumentado el número de personas que indican trabajar a tiempo parcial de forma involuntaria^{2/}. Con todo, la masa salarial real continuó creciendo a tasas anuales similares a las exhibidas al cierre del IPoM anterior (gráfico III.5).

La tasa de desempleo nacional se ha incrementado paulatinamente, ubicándose en 7,1% en el trimestre móvil finalizado en julio (gráfico III.6). Ello ha sido particularmente notorio en los hombres de entre 25 y 54 años, grupo cuya tasa de desempleo suele estar más asociada al ciclo económico. De todos modos, el indicador se mantiene en niveles bajos desde una perspectiva histórica. Por regiones, la tasa de desempleo sigue presentando valores más elevados en la zona norte del país. En el Gran Santiago, tanto el indicador reportado por el INE como el de la Universidad de Chile exhibieron un desempeño similar, y se ubicaron en 7,6% en sus últimas mediciones.

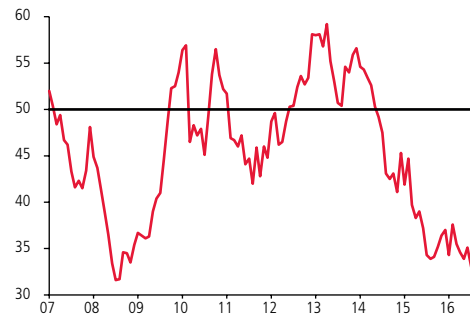
La FBCF creció 2,7% anual en el segundo trimestre, cifra superior a lo exhibido el cuarto anterior. Esto, explicado por una expansión de 9,7% anual del componente de maquinaria y equipos, favorecida por importaciones puntuales de bienes de capital asociadas a internaciones de vehículos de transporte no comunes. No obstante, excluyendo estas últimas y corrigiendo por efectos estacionales, las importaciones nominales de bienes de capital han permanecido en niveles bajos considerando información hasta julio (gráfico III.7). Lo anterior hace prever que el componente de maquinaria y equipos mantendrá un desempeño más bien acotado en lo próximo.

Por su parte, el componente de construcción y otras obras volvió a exhibir un peor resultado respecto del trimestre previo, con una baja de 0,2% anual. Si bien su desempeño sigue fuertemente afectado por la baja inversión minera, en esta oportunidad la principal sorpresa provino de la desaceleración más marcada de la edificación habitacional. Ello es coherente con los bajos niveles de ventas de viviendas en el Gran Santiago (CChC) durante el segundo trimestre. El magro desempeño que muestran algunos indicadores como los despachos de hormigón, la superficie autorizada, la venta de proveedores y la creación anual de empleo en la construcción, apuntan a que, en lo próximo, la edificación habitacional seguirá contribuyendo negativamente a esta parte de la inversión. Por su parte, el Catastro de la CBC de junio revisó a la baja los montos previstos para proyectos de inversión contemplados para este año, principalmente por recortes en los proyectos mineros, mientras que para los próximos años se corrigió al alza.

Así, el desempeño que mostró el componente de maquinaria y equipos en el segundo trimestre explica la menor caída de la FBCF proyectada para este año. De todas formas, el crecimiento anual de la FBCF seguirá afectado por la baja de la inversión minera, lo que será atenuado en parte por el incremento de la inversión en el resto de los sectores, especialmente en el 2017 (gráfico V.5).

^{2/} Ocupados que trabajan habitualmente dos tercios de las 45 horas semanales y que señalan estar dispuestos a trabajar más horas (inmediatamente o dentro de los próximos 15 días).

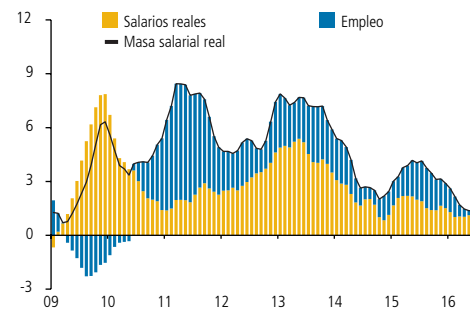
GRÁFICO III.4
IPEC: Expectativas de los consumidores (*)
(índice)



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

Fuente: Adimark.

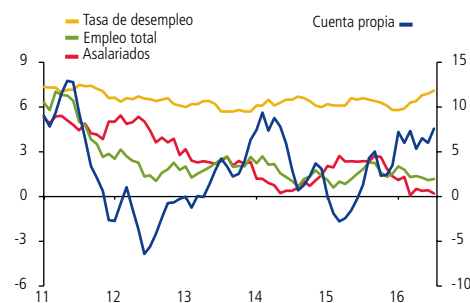
GRÁFICO III.5
Incidencia en el crecimiento anual de la masa salarial real (*)
(puntos porcentuales)



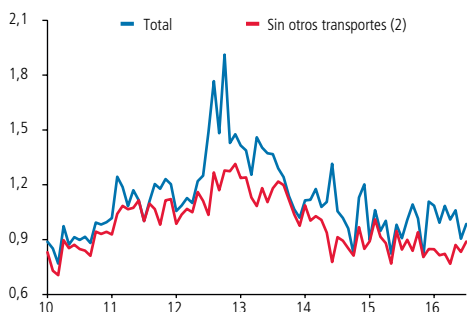
(*) Promedio móvil trimestral.

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

GRÁFICO III.6
Tasa de desempleo y creación de empleo según categoría ocupacional
(porcentaje; variación anual, porcentaje)



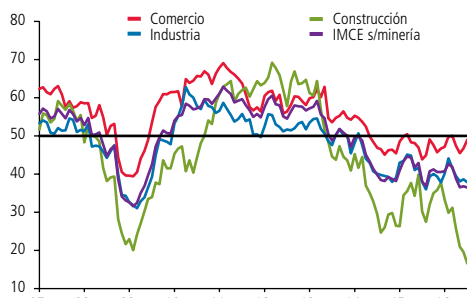
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO III.7
Importaciones nominales de bienes de capital (1)
 (miles de millones de dólares)


(1) Series desestacionalizadas.

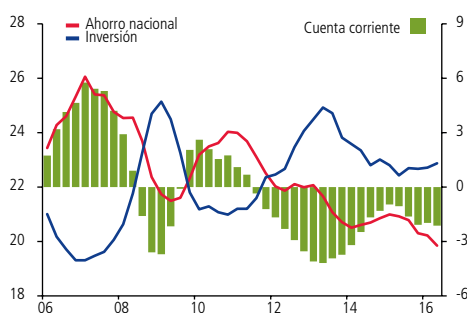
(2) Excluye vehículos de transporte no comunes (aviones, trenes, helicópteros y barcos).

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.8
IMCE: Percepción de los empresarios (*)
 (índice)


(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO III.9
Cuenta corriente, ahorro nacional e inversión
 (porcentaje del PIB, acumulado en un año móvil)


Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de los empresarios (IMCE), excluyendo minería, se han mantenido en la zona de pesimismo. Sectorialmente, destaca que las perspectivas del comercio repuntaron y volvieron a acercarse a la zona neutral, aunque siguen por debajo de su promedio de los últimos 10 años. En tanto, las expectativas de la construcción muestran un marcado deterioro y cayeron a nuevos mínimos históricos (gráfico III.8). Esto último, coherente con las menores perspectivas para el sector expresadas por los entrevistados en el *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de agosto. Los consultados prevén un deterioro adicional de las ventas de viviendas, lo que ellos relacionan tanto al mayor pie exigido por los bancos, como al aumento de la incertidumbre laboral, fenómenos que, según algunos encuestados, también podrían aumentar los desistimientos de promesas de compra efectuadas en el pasado. En este contexto, varios señalan que se ha suspendido el inicio de nuevos proyectos.

Respecto de las condiciones financieras, el costo del crédito sigue favorable desde una perspectiva histórica, con una baja más marcada en las tasas de interés de los préstamos comerciales, y en menor medida, en los de vivienda. El crecimiento real del crédito permanece por sobre los niveles de un año atrás para los segmentos de consumo y comercial. Por su parte, la expansión anual de los créditos hipotecarios continúa mostrando una tendencia descendente, que se comenzó a observar desde fines del 2015. En línea con lo anterior, la ECB del segundo trimestre nuevamente reportó un debilitamiento de la demanda —particularmente evidente en los segmentos hipotecario y de consumo— y una oferta algo más restrictiva, en especial para empresas constructoras e inmobiliarias.

CUENTA CORRIENTE

En cuanto al sector externo, en el segundo trimestre el volumen de las exportaciones de bienes y servicios subió 1,2% anual (0,9% en el trimestre previo), explicado en gran parte por un crecimiento de 0,6% anual en los envíos de bienes. Ello, por el buen desempeño de los envíos industriales —mayormente productos químicos—, que fue parcialmente compensado por la caída de los envíos mineros, principalmente de cobre. A su vez, las exportaciones de servicios crecieron 6,1% anual. Por su parte, el volumen de las importaciones de bienes y servicios aumentó 0,6% anual (-3,2% anual en el trimestre previo) en razón del incremento de las internaciones de productos metálicos y de maquinaria y equipos. Las importaciones de servicios dieron cuenta de un incremento anual más acotado respecto del cuarto previo. El precio de las exportaciones e importaciones cayó en términos anuales, afectados fundamentalmente por menores precios de cobre y combustibles, respectivamente.

Con todo, el saldo positivo de la balanza de bienes y servicios (US\$850 millones) y de las transferencias corrientes (US\$365 millones) no alcanzó a compensar el saldo negativo de la renta (US\$1.848 millones). La cuenta corriente presentó un déficit de 2,1% del PIB acumulado en el último año móvil (2% en el trimestre previo) (gráfico III.9). Para el 2016, el escenario base contempla un déficit de cuenta corriente de 1,6% del PIB y de 1,8% del PIB para el 2017, inferior a lo proyectado en el IPoM de junio. Ello, por un mejor desempeño esperado de la balanza comercial, en particular para los envíos no cobre, además favorecidos por mejores precios.

IV. PRECIOS Y COSTOS

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

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En lo más reciente, la inflación anual ha descendido, en línea con lo previsto en el IPoM de junio, volviendo a ubicarse en el rango de tolerancia en julio (4%) (gráfico y tabla IV.1). Como se adelantó, esto se explica, en gran medida, por una trayectoria del tipo de cambio que ha dejado de aumentar con la intensidad que lo hizo entre el 2013 y el 2015. Ello ha facilitado una menor expansión anual de la inflación subyacente (IPCSAE), mayormente de su parte de bienes. La inflación anual de los servicios del IPCSAE ha mostrado una baja menor, en línea con la indexación a la inflación pasada y holguras de capacidad que se mantienen acotadas, por lo que no constituyen un factor que reduzca las presiones inflacionarias en forma relevante en esta coyuntura. Hacia adelante, se sigue previendo que la variación anual del IPC continuará descendiendo, con una convergencia a 3% algo más rápida que la considerada en junio.

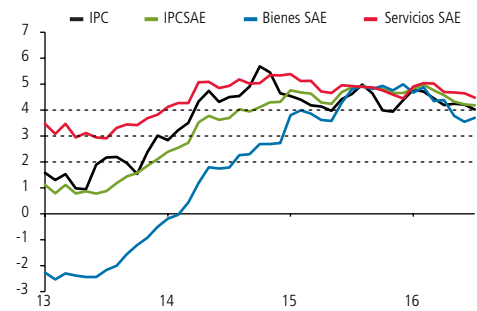
TABLA IV.1
Indicadores de inflación (*)
(variación anual, porcentaje)

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

(*) 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)

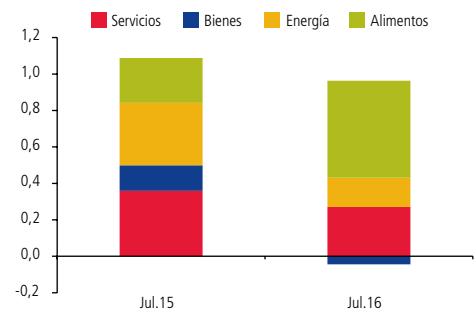


(1) Para su definición, ver Glosario.

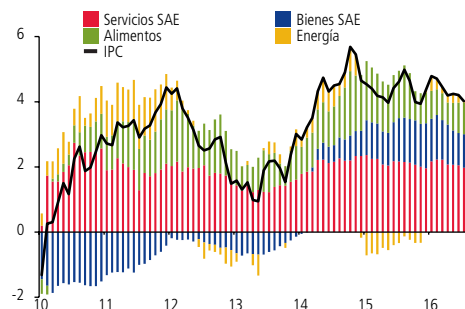
(2) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.2
Incidencia en la inflación acumulada en tres meses
(puntos porcentuales)

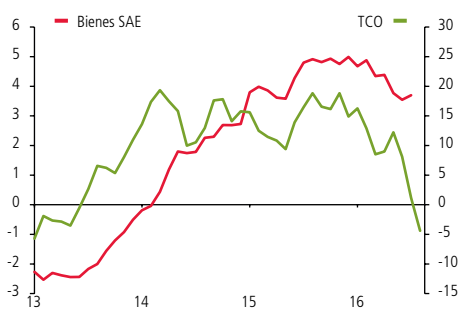


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

GRÁFICO IV.3**Incidencias en la inflación anual del IPC (*)**
(puntos porcentuales)

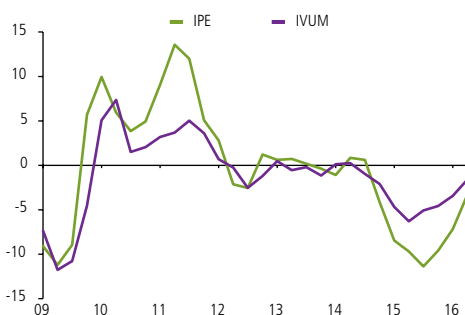
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

GRÁFICO IV.4**Bienes SAE y tipo de cambio nominal (*)**
(variación anual, porcentaje)

(*) Para agosto, el promedio mensual del tipo de cambio nominal considera valores hasta el cierre estadístico.

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

GRÁFICO IV.5**IPE e IVUM**
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

Entre mayo y julio, la inflación total acumuló 0,9 puntos porcentuales (pp), lo que es inferior a lo registrado en igual lapso del año pasado (1,1pp) (gráfico IV.2). En este resultado destaca que todos los ítems, a excepción de alimentos, redujeron su incidencia. De hecho, la de bienes del IPCSAE fue negativa. Ello coincide con que tras un incremento fuerte, pero transitorio, a comienzos de año, el tipo de cambio ha oscilado en cifras por debajo de los \$690 por dólar. En los alimentos, el alza de su incidencia en el trimestre en cuestión, se debió principalmente al componente de frutas y verduras frescas.

En términos anuales, a julio la variación del IPCSAE cayó hasta 4,2%, desde el 4,6% de abril, reduciendo su incidencia anual en 0,3pp (gráfico IV.3). Al interior del IPCSAE, el componente de bienes fue el que más contribuyó al descenso de la tasa de variación, alcanzando a 3,7% anual a julio (4,4% en abril) (gráfico IV.4).

El *Informe de Percepciones de Negocios* (IPN) de agosto muestra que ha disminuido la preocupación por el impacto de la depreciación del peso sobre los márgenes de las empresas. De hecho, de acuerdo con los entrevistados, estos no han mostrado cambios relevantes en los últimos meses. Ello contrasta con lo observado hace un año, cuando los consultados del IPN señalaban que el aumento del tipo de cambio era un factor determinante en el alza de sus costos y además generaba presión en sus márgenes, que ya se encontraban comprimidos. En todo caso, el mismo IPN da cuenta que la capacidad de las empresas para traspasar mayores costos a precios ha disminuido, principalmente porque perciben una menor demanda.

La evolución de los precios externos, medidos en dólares, no muestra presiones adicionales sobre la inflación. El Índice de Precios Externos (IPE) y el Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) de bienes de consumo, medidos en dólares, continúan mostrando variaciones anuales negativas al cierre estadístico de este IPoM, aunque menores que las de trimestres previos (gráfico IV.5). Ese desempeño se debe a inflaciones de los socios comerciales que, en su mayoría, continúan bajas. La excepción son algunos países de América Latina. Se suma que, aunque han ganado valor en los últimos meses, respecto de un año las monedas de los principales socios comerciales siguen estando depreciadas respecto del dólar estadounidense. Con todo, la perspectiva de un dólar algo menos apreciado e inflaciones en el mundo que aumentan gradualmente, llevan a que las proyecciones para el IPE sigan adelantando un leve incremento en el horizonte de política (cerca de 1,6% en promedio para el 2017 y el 2018).

En cuanto al componente de servicios del IPCSAE, su tasa de variación anual se redujo levemente en los últimos meses, ubicándose a julio en 4,5% (4,7% en abril). Este componente de la canasta, en promedio, tiene un carácter más inercial, pues en parte responde a procesos de indexación a la inflación pasada. Además, se evalúa que el nivel actual de la brecha de actividad es acotado, lo mismo que su efecto directo en la trayectoria de la inflación (Recuadro V.1).

En relación con los costos laborales, los salarios nominales, aunque con vaivenes, persisten con tasas de variación anual cercanas a sus promedios históricos (gráfico IV.6). Esto, en un contexto en que el mercado laboral siguió deteriorándose gradualmente, mostrando un leve incremento de la tasa de desempleo.

Otras fuentes de información indican menores presiones de costos asociadas a la mano de obra. En el IPN de agosto, los entrevistados comentan que, si bien los sueldos se reajustan de acuerdo con el IPC, ha disminuido la parte considerada más variable, como ciertos bonos y comisiones por ventas. También destacan que los postulantes declaran menores pretensiones salariales. Esto, en un panorama donde existe mayor disponibilidad de mano de obra, cayó la rotación y las personas muestran mayor cuidado por sus puestos de trabajo.

Los elementos de la canasta considerados más volátiles mostraron movimientos dispares en los últimos tres meses. Los alimentos subieron su variación anual (de 3,4 a 4,9% entre abril y julio), mientras la de la energía se redujo (de 2,7 a 0,5%). Lo primero obedece, en buena parte, al alza de los precios de las frutas y verduras frescas y, en menor medida, al resto de los alimentos. Ello, de acuerdo con el INE, responde principalmente a factores internos de oferta como menor producción y/o aumentos de costos. Los precios internacionales del resto de los alimentos, medidos en dólares, siguen con variaciones anuales negativas (gráfico IV.7). No obstante, aumentaron de forma relevante en los últimos meses, lo que incide en la proyección de inflación del escenario base.

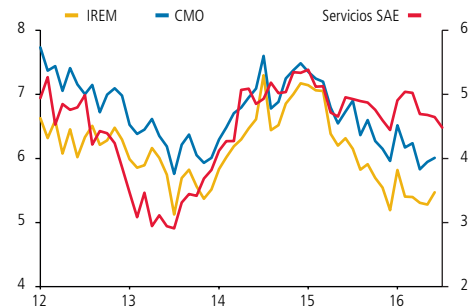
En la energía, la menor expansión anual de la tarifa eléctrica (de 14 a 8% entre abril y julio) explica casi la totalidad de la caída en la incidencia anual de esta parte de los precios. Ello, debido a que están saliendo de la base de comparación incrementos importantes verificados durante el 2015. En efecto, a junio, volvió a mostrar una tasa de variación anual de un dígito, en contraposición con lo ocurrido desde febrero del 2015 (16% promedio en ese período). Los combustibles siguen con un comportamiento similar al de abril, mostrando descensos anuales de magnitud parecida. Lo último, porque se sigue corroborando la baja anual del precio internacional de la gasolina (gráfico IV.8). Se suma la evolución del peso en los últimos meses.

PERSPECTIVAS PARA LA INFLACIÓN

Hacia adelante, se sigue esperando que la inflación disminuya, con una convergencia a 3% que será algo más rápida que lo previsto en junio. En el escenario base, la inflación anual del IPC cerrará el 2016 en 3,5%. El IPCSAE tendrá un descenso hacia 3% más rápido que el IPC total, y a comienzos del 2017 estará bajo ese valor. Ello, en buena medida, porque el tipo de cambio nominal y real se han apreciado en los últimos meses y porque se considera que, en el corto plazo, el tipo de cambio se mantendrá en torno a los niveles observados al cierre estadístico de este IPoM. Sin embargo, es evidente que ello está sujeto a grados relevantes de incertidumbre. El escenario base de este IPoM considera que, como supuesto de trabajo, el TCR fluctuará en torno a los niveles actuales a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la evaluación de que hoy no se encuentra muy lejos del predicho por sus fundamentos de largo plazo. En la trayectoria descendente de la inflación también contribuirá el efecto de las elevadas bases de comparación en algunos meses del tercer trimestre y la desaparición del incremento del impuesto de timbres y estampillas que se dio por una vez a principios de este año.

GRÁFICO IV.6

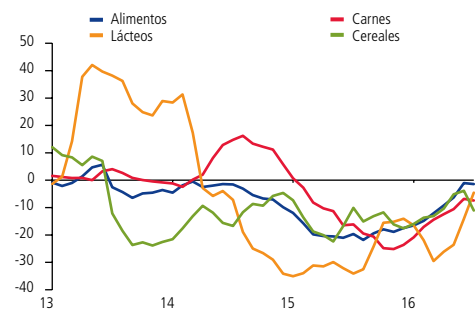
Salarios nominales y servicios SAE (variación anual, porcentaje)



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

GRÁFICO IV.7

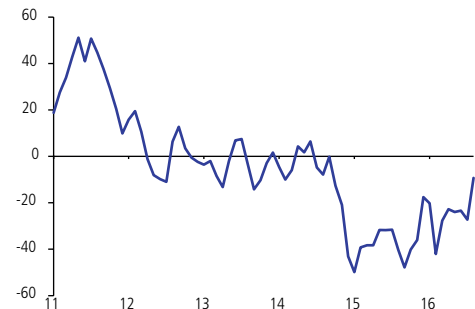
Precios de alimentos en dólares (variación anual, porcentaje)



Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO).

GRÁFICO IV.8

Precio de la gasolina del Golfo de México (*) (variación anual, porcentaje)



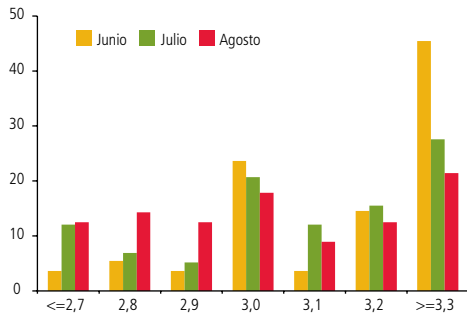
(*) Para agosto, el promedio mensual considera valores hasta el cierre estadístico.

Fuente: Bloomberg.



GRÁFICO IV.9

EEE: Distribución de expectativas de inflación a 1 año (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de mercado muestran un panorama similar para los próximos meses. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto mantiene en 3,5% la inflación esperada a diciembre del 2016 y, a un año plazo, la redujo de 3,2 a 3% entre la medición de junio y agosto, respectivamente. En todo caso, destaca el incremento del porcentaje de entrevistados que esperan que la inflación se ubique levemente por debajo de 3% (gráfico IV.9). La Encuesta de Operadores Financieros (EOF) también ajustó a la baja la inflación esperada a un año: de 3,1 a 2,8% entre el sondeo de la segunda quincena de junio y agosto, en ese orden. Los seguros de inflación situaban la inflación a un año cerca de 2,9% hacia el cierre estadístico de este Informe. A dos años plazo, las diferentes medidas de expectativas permanecen en torno a 3%.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN

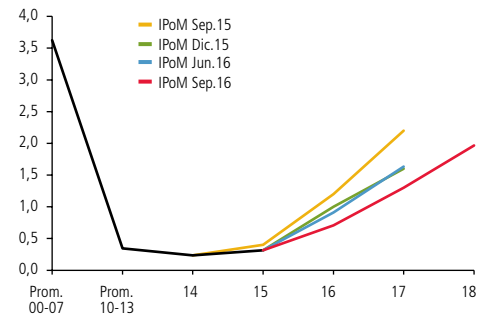
Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables para la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además se presenta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

ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN

El escenario macroeconómico previsto para los próximos dos años no muestra grandes cambios respecto de junio. El impulso externo es algo mayor, por condiciones financieras internacionales más favorables de lo previsto y términos de intercambio (TDI) que tendrán un deterioro menor al proyectado. El tipo de cambio no ha vuelto a mostrar depreciaciones de la magnitud de las que se observó entre el 2013 y el 2015, lo que ha implicado que las presiones sobre la inflación sean menores. La evaluación sobre el nivel actual de las holguras de capacidad es que siguen siendo acotadas, lo mismo que su impacto en la trayectoria de la inflación. En este contexto, la convergencia de la inflación a 3% será algo más rápida que la considerada en junio. Fundamental en este resultado es una inflación subyacente —IPCSAE— que se ubicará bajo 3% ya en el primer trimestre del 2017.

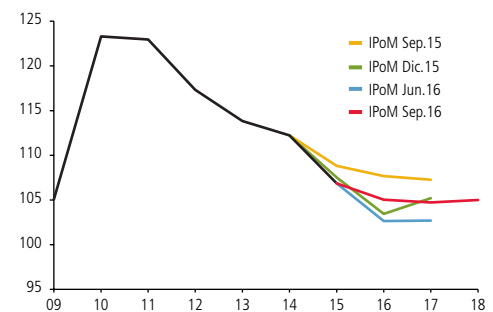
Pese a la reversión de las últimas semanas, las condiciones financieras externas para las economías emergentes son mejores que las previstas en los escenarios bases de los últimos IPoM (gráfico V.1). Esto ha ido de la mano de una percepción en los mercados de que la expansividad de la política monetaria en el mundo desarrollado será más persistente, lo que se fue consolidando posterior a la materialización del Brexit. Así, bajaron las tasas largas, volvieron a entrar flujos de capitales a las economías emergentes y se apreciaron las monedas frente al dólar. Los cambios en las expectativas sobre la conducción de la política monetaria de la Fed han tenido especial importancia, tanto por su influencia en los mercados financieros, como por la incertidumbre que la rodea. Los mercados asumen una normalización de la política monetaria más gradual que la indicada por la Fed. Ello, por cuanto hay diferentes apreciaciones respecto de cómo ésta resolverá las tensiones entre la dinámica del sector real, la inflación y las condiciones cambiarias en esa economía. En Japón, Reino Unido y Europa, las expectativas de mercado indican una continuación o incremento de la expansividad de sus políticas, considerando perspectivas inflacionarias por debajo de los objetivos de sus bancos centrales.

GRÁFICO V.1
Libor US\$ nominal a 90 días
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

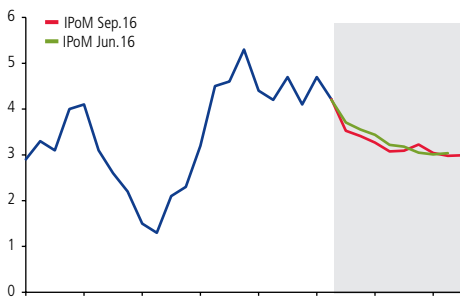
GRÁFICO V.2
Términos de intercambio
(índice 2008=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.3**Proyección de inflación IPC (*)**

(variación anual, porcentaje)

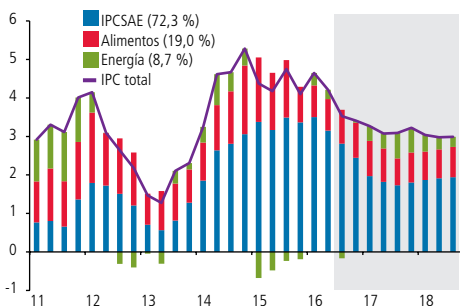


(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2016, corresponde a la proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.4**Incidencias en la inflación anual del IPC (*)**

(puntos porcentuales)

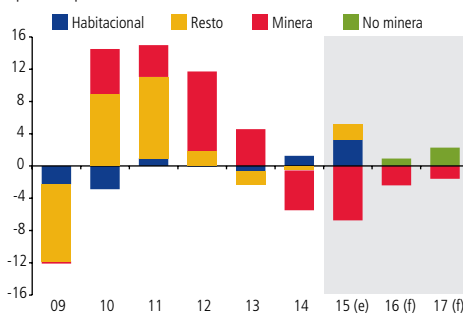


(*) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC. El área gris, a contar del tercer trimestre del 2016, corresponde a la proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.5**Incidencias reales anuales en la FBCF (*)**

(puntos porcentuales)



(*) Para el 2015 la inversión minera se estima considerando información disponible en las FECUS. La inversión habitacional considera información de la CChC y de las CCNN por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para el 2016 y 2017, se utilizan modelos de proyección del Banco Central y fuentes sectoriales, como los planes de inversión y el Catastro de la CBC.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto del crecimiento de los socios comerciales, en el escenario base se sigue contemplando tasas crecientes entre el 2016 y 2018, similar a las previstas en el IPoM anterior, aunque en su composición hay algunos cambios. En EE.UU. se da el mayor recorte de las proyecciones para el 2016 (-0,4pp respecto del IPoM de junio), por el débil desempeño de la actividad en la primera mitad del año. En Europa, el cambio es marginal (-0,2pp respecto de junio) y se concentra en el 2017, cuando se harán más visibles los efectos del Brexit. En sentido contrario, en América Latina, las perspectivas mejoran para el 2016 y 2017, aunque crecerán algo por debajo de 2% anual en promedio en el 2017 y 2018.

En el horizonte de proyección, los TDI tendrán un deterioro menor al proyectado en junio. Ello, por los mejores precios industriales de exportación, como los del salmón y de metales distintos del cobre (gráfico V.2). En el escenario base, los precios del cobre y del petróleo se mantendrán por debajo de sus niveles de largo plazo, y serán similares a los del IPoM previo. El del cobre se ubicará en US\$2,15 la libra en el 2016 y llegará a US\$2,3 promedio en el 2018. El del petróleo, considerando el promedio WTI y Brent, se situará en US\$44 el barril en el 2016 y llegará a cerca de US\$55 en el 2018. El Índice de Precios Externos (IPE) tendrá una caída algo menor en el 2016: 2,2% anual (3,8% en el IPoM de junio) y un aumento de 1,6% en promedio en el bienio 2017 y 2018.

En lo interno, la inflación anual del IPC evolucionó en línea con lo previsto, y descendió a 4% en julio. El escenario base de este IPoM considera que la inflación anual del IPC seguirá acercándose a 3% en los próximos meses, cerrando el 2016 en 3,5%. El IPCSAE tendrá un descenso hacia 3% más rápido que el IPC total (gráficos V.3 y V.4). Este escenario contempla una convergencia algo más pronta que lo previsto en junio, que en parte depende de que el tipo de cambio, en el corto plazo, muestre una relativa estabilidad. En todo caso, ello está sujeto a grados relevantes de incertidumbre, como lo ilustran las fluctuaciones que ha tenido la paridad a lo largo de los últimos meses. Como supuesto de trabajo, las proyecciones consideran que el TCR fluctuará en torno a sus niveles actuales a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la evaluación de que hoy no se encuentra muy lejos de lo predicho por sus fundamentos de largo plazo.

En el escenario base se prevé que el mercado laboral continuará ajustándose durante este año y la brecha de actividad se ampliará, lo que contribuirá, aunque en menor medida, a disminuir las presiones inflacionarias en el mediano plazo. La revisión habitual que se realiza en septiembre muestra que el tamaño de la brecha no es muy distinto de lo anticipado hace un año, pues si bien las proyecciones de crecimiento se revisaron a la baja en el último año, también ha disminuido el crecimiento del PIB potencial estimado. Se suma que la revisión de cifras del 2015 redujo el tamaño de la brecha en dicho año. De cualquier forma, la velocidad a la que se ha abierto la brecha en los últimos trimestres es mayor, lo mismo que el tiempo que tardará el crecimiento potencial en aproximarse al tendencial (Recuadro V.1).

Para este año, el escenario base contempla un crecimiento del PIB entre 1,5 y 2,0% y para el 2017 entre 1,75 y 2,75%. Ello considera que la actividad en los sectores más ligados a la demanda interna (PIB resto) se mantendrá con un

desempeño similar al de los últimos trimestres, y que los sectores de recursos naturales, en particular la producción minera, retomarán mayores tasas de crecimiento hacia el 2017, luego de la caída anual que exhibió en los últimos trimestres.

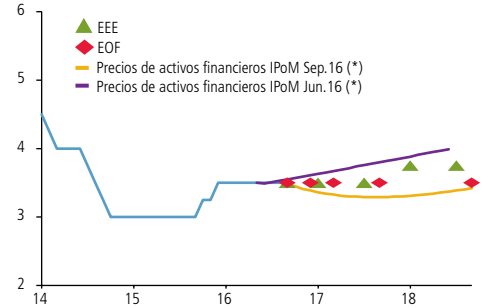
La demanda interna, descontada las existencias, mantendrá una recuperación modesta en el 2017: 2,1% anual, luego de crecer 1,5% en el 2016. En todo caso, el aumento previsto para este año es mayor al considerado en junio, pues se estima una menor caída de la FBCF (-1,5% anual versus -2,4% en el IPoM de junio), en particular por el comportamiento que tuvo el ítem de maquinaria y equipos en el segundo trimestre. De todos modos, ello se compensa parcialmente con la caída anual esperada en construcción y otras obras, donde resalta la debilidad del sector inmobiliario. Para el 2017, la proyección del crecimiento de la FBCF se mantiene cercana a 1% anual, y sigue afectada por la baja de la inversión minera y compensada por el crecimiento de la inversión en el resto de los sectores (grafico V.5). Como porcentaje del PIB, la FBCF real y nominal continuarán siendo inferiores a sus valores del 2015. La real promediará 22,8% del PIB en el bienio 2016 y 2017 y la nominal 21,9%. En cuanto al consumo, los cambios son menores, y sigue considerándose que crecerá en torno a 2,5% anual en igual períodos, similar a la expansión del 2015.

Las proyecciones toman en cuenta que los determinantes del gasto interno no han tenido grandes cambios en los últimos meses. Las importaciones de bienes, descontado algunos factores puntuales, han tenido un crecimiento acotado y la confianza de consumidores y empresas se ha sostenido en niveles pesimistas. El mercado laboral ha tenido un ajuste gradual, lo que se espera continúe en el escenario base. Como supuesto de trabajo, también se considera que la trayectoria del gasto público será coherente con la regla fiscal y con los anuncios del Gobierno de seguir una senda de consolidación presupuestaria. Sobre la política monetaria, como supuesto de trabajo se considera que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante el horizonte de proyección (gráfico V.6).

Respecto del sector externo, la cuenta corriente tendrá un déficit menor que el proyectado antes. En el 2016, se ubicará en 1,6% del PIB (2,2% en el IPoM anterior) y en el 2017 lo hará en 1,8% del PIB (2,1% en junio). La revisión de la proyección se debe al mejor desempeño esperado de la balanza comercial, en particular en el crecimiento anual previsto para los envíos no cobre. Ya en el segundo trimestre se apreció un mejor desempeño de las exportaciones industriales, favorecidas también por mejores precios. El déficit en cuenta corriente medido a precios de tendencia^{1/} también exhibe una mejora respecto de junio y promediará cerca de 1,5% en el bienio 2016-2017.

^{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 valoriza utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos en los precios del cobre y el 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, IPoM Diciembre 2015).

GRÁFICO V.6
TPM y expectativas
(porcentaje)



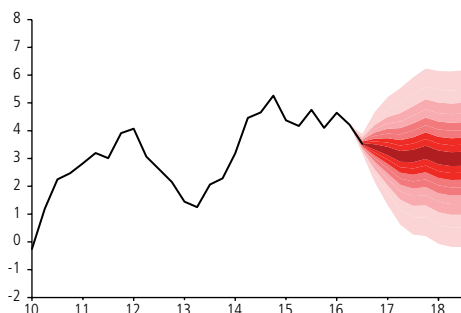
(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos swap hasta 10 años.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.7
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)



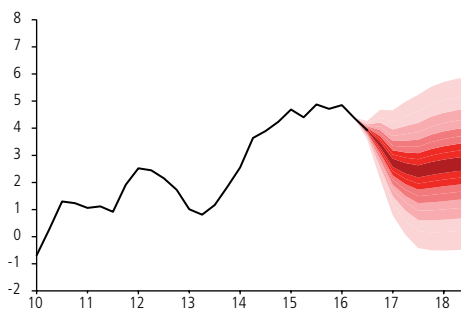
(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.8**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 central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. Como supuesto de trabajo, el escenario base considera que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante el horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.9**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 central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. Como supuesto de trabajo, el escenario base considera que la TPM se mantendrá en su nivel actual durante el horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

ESCENARIOS DE RIESGO

Como siempre, la implementación de la política monetaria y eventuales ajustes en la TPM serán contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación (gráficos V.7, V.8 y V.9).

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

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

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

Evaluados estos riesgos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y la actividad está equilibrado.

RECUADRO V.1 CRECIMIENTO TENDENCIAL Y POTENCIAL

Este Recuadro actualiza la medición de PIB potencial y tendencial para Chile. Como se discutió en el IPoM de septiembre del 2015, el primer concepto 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. Si bien en el mediano plazo el crecimiento potencial converge al valor del tendencial, en el corto plazo existen diferencias por la presencia de elementos transitorios que alteran la capacidad productiva, como *shocks* temporales a la productividad y limitaciones al uso de factores^{1/}.

Los principales resultados son los siguientes: el crecimiento del PIB tendencial para los próximos cinco años —2017-2021— es 3,2%, tres décimas inferior al que se estimó en el 2015 para el período 2016-2020^{2/}. La corrección se relaciona principalmente con el menor crecimiento esperado del capital, afectado por la menor inversión. Para el PIB potencial, se estima que su tasa de crecimiento se encuentra hoy entre 2,5 y 3%, nivel inferior al estimado previamente. La evidencia también sugiere que demorará mayor tiempo en converger hacia el nivel tendencial.

Crecimiento tendencial del PIB resto

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

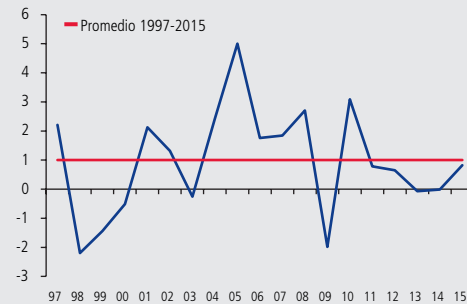
$$\Delta Y = \Delta PTF + \alpha \Delta L + (1 - \alpha) \Delta K,$$

donde ΔY es el crecimiento porcentual del PIB tendencial, ΔPTF es el crecimiento de tendencia de la productividad total de factores, 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 esperado del capital.

Para el crecimiento tendencial de la PTF del PIB resto se mantiene la proyección de 1% en los siguientes cinco años, número similar a su crecimiento promedio entre 1997 y el 2015^{3/}. Cabe recordar

que la estimación del crecimiento tendencial de la productividad está sujeta a un importante grado de incertidumbre, por lo que este supuesto debe ser monitoreado con especial cuidado, especialmente porque desde el 2011 el crecimiento efectivo de la PTF ha estado por debajo de la estimación de largo plazo (gráfico V.10). En todo caso, desviaciones de esta magnitud no son infrecuentes, lo que refleja tanto el comportamiento cíclico propio de la productividad como los problemas de medición comunes a este ejercicio, por ejemplo, la dificultad para medir correctamente la utilización de la capacidad instalada^{4/}.

GRÁFICO V.10
Crecimiento de la PTF
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La contribución del trabajo se calcula con la misma metodología utilizada en la proyección de septiembre del 2015. Su valor cae marginalmente para el quinquenio 2017-2021, debido a la convergencia hacia valores de largo plazo. Como se documentó en detalle en Albagli *et al.* (2015), el envejecimiento de la población y la menor tasa de natalidad harán que la población en edad de trabajar crezca 1%, a lo que se añade que la tendencia secular a reducir las horas trabajadas restará del orden de 0,4% al crecimiento de las horas totales. Estos efectos serán compensados por una mayor participación de la mujer y por la calidad del empleo, que sumarán 0,2 y 0,7%, respectivamente. Con esto, las horas totales ajustadas por calidad aportarán 0,8% al crecimiento del PIB tendencial.

^{1/} Para una explicación detallada de la metodología ver Recuadros V.1 y V.2 del IPoM de septiembre 2015 y las minutas asociadas.

^{2/} El comité de expertos que cita el M. Hacienda, también revisó a la baja su estimación de crecimiento tendencial, con un promedio en torno a 3,2% para el período 2017 y 2021.

^{3/} El crecimiento promedio del período 1997-2014 es 0,97%. Con datos estimados del stock de capital del 2015, este promedio cae a 0,96%. Con datos estimados del stock de capital resto para el período 1990-1996, el promedio del crecimiento de la PTF entre 1991 y 2014 es 1,09%, mientras que para el período 1991-2015 es 1,03%.

^{4/} De la Huerta y Luttini (2016) presentan diversos argumentos estadísticos que apoyan el uso de la productividad promedio como un estimador razonable del crecimiento tendencial de la PTF. Por otra parte, una tasa de crecimiento de 1% parece razonable desde una perspectiva internacional. Entre 1987 y 2014, ajustando por calidad del trabajo, esa fue la tasa de crecimiento promedio de la PTF para países de la OCDE (OCDE, 2015). Respecto de cómo controlar por la utilización de factores durante el ciclo, en la construcción de la serie de PTF presentada en el gráfico V.10 se utiliza la desviación cíclica de la generación eléctrica y la desviación de la tasa de desempleo respecto de su valor de largo plazo como *proxy* de la utilización del capital y trabajo, respectivamente.



Finalmente, la debilidad de la inversión, y sus peores perspectivas, llevan a revisar a la baja la contribución del crecimiento del capital. Hace un año, se esperaba que el capital de los sectores distintos de RR.NN. creciera en promedio 3,6% entre el 2016 y 2020, lo que se redujo a 3,2% para el quinquenio 2017-2021. Esto, en parte importante por la mayor debilidad esperada para este año y el próximo en el nuevo escenario base. Ello implica que la contribución esperada del crecimiento del capital al crecimiento del PIB tendencial en el lapso 2017-2021 será 1,5% (se esperaba 1,7% hace un año para el 2016-2020). Hacia adelante, la recuperación de tasas de crecimiento más cercanas al tendencial, unido al bajo costo de uso del capital, debería ayudar al aumento de las tasas de crecimiento del capital hacia niveles similares a los esperados previamente (Contreras y Luttini, 2016).

Crecimiento tendencial del PIB total

Para el cálculo del crecimiento tendencial del PIB total se añade la proyección del crecimiento 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. Los resultados no cambian respecto de un año atrás y se sitúa algo por debajo de 3% (tabla V.1).

TABLA V.1

Proyección de crecimiento del PIB tendencial para los cinco años siguientes (porcentaje)

Período	Crecimiento tendencial (*)			En Contribución al crec. PIB Resto		
	PIB	RR.NN.	Resto	PTF	Horas trab.	Capital
Sept. 2015	3,5	2,9	3,6	1,0	0,9	1,7
Sept. 2016	3,2	2,9	3,3	1,0	0,8	1,5

(*) RR.NN. pondera 12,1% 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%.

Fuentes: Albagli *et al.* (2015) y Contreras y Luttini (2016).

Crecimiento potencial y brechas de actividad

Respecto del crecimiento potencial, los resultados^{5/} muestran que ha descendido respecto de lo estimado el año pasado, ubicándose entre 2,5 y 3,0% (tabla V.2). Esto, unido a la revisión al alza del crecimiento del PIB resto en el 2015, implica que la brecha de capacidad se encuentra hoy en niveles similares a los que se preveía hace un año, pese a que la proyección de crecimiento para el 2016 se corrigió más de un punto porcentual a la baja durante dicho lapso. Hacia adelante, se espera que esta se abra a una velocidad mayor que la estimada hace un año. Por último, si bien el nivel al que converge el crecimiento potencial

^{5/} Se reestiman los modelos detallados en el IPoM de septiembre 2015 y en Albagli *et al.* (2015). Los resultados son coherentes con estimaciones alternativas de holguras de capacidad basadas en encuestas a empresas y variables del mercado laboral.

hacia el 2020-21 es similar a lo estimado hace un año atrás, la velocidad de convergencia es algo más lenta^{6/}.

Desde el punto de vista de la teoría Neo Keynesiana, que relaciona la brecha de actividad con las presiones inflacionarias, y además es la base de varias de las metodologías usadas en esta sección, la baja del crecimiento del PIB potencial es coherente con los cambios en el entorno económico. El crecimiento ha sido bajo por varios años y se proyecta que siga siéndolo, todo en un contexto donde la inflación, en especial la de servicios, ha descendido gradualmente y se ubica todavía por sobre 4%. Se agrega que el mercado del trabajo se ha ajustado lentamente y muestra holguras acotadas.

TABLA V.2

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

Período	PIB resto (1)(2)		Potencial (2)		Brecha de actividad (2)	
	Sept. 2015	Sept. 2016	Sept. 2015	Sept. 2016	Sept. 2015	Sept. 2016
2015	2,3	2,7	2,9	2,6	-0,7	0,0
2016	3,0	2,0	3,1	2,5	-0,8	-0,5
2017	3,3	2,0	3,4	2,8	-0,9	-1,3

(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.

La disminución transitoria del crecimiento potencial también está en línea con un crecimiento de la productividad bajo su valor tendencial (gráfico V.10). Además, dicha modificación es coherente con una reducción de la tasa de interés real neutral, la que se sitúa entre 1,0 y 1,5% (Ceballos *et al.*, 2016). Esta baja se da en un contexto de bajísimas tasas reales en el mundo, las que son reflejo no solo de la elevada expansividad de las políticas monetarias en el mundo desarrollado, sino que también de una tendencia secular a la baja que se extiende por varias décadas y de la que Chile no es la excepción^{7/}.

Conclusiones

Este Recuadro revisa las estimaciones de crecimiento tendencial y potencial para Chile. Respecto del primero, se confirma un nivel algo más bajo, explicado principalmente por la menor inversión estimada. El crecimiento del PIB potencial también es menor al estimado hace un año, lo que explica parte de la revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento en el último año. Esto resulta en una brecha de actividad se abre con mayor rapidez que lo estimado, hasta superar los niveles considerados previamente para el 2017, los que, sin embargo, aún son acotados.

^{6/} Esto se debe, en parte, a que las expectativas de mercado respecto de la convergencia del crecimiento potencial —variable que entra como información adicional en el FMV y el modelo MEP— muestran hoy menor crecimiento hacia adelante y, en particular, una mayor persistencia del crecimiento potencial, respecto de la trayectoria contemplada en encuestas un año atrás.

^{7/} Por ejemplo, Rachel y Smith (2015) muestran que, en promedio, las tasas de interés de largo plazo en el mundo han caído del orden de 450pb en los últimos treinta años.

RECUADRO V.2

CAMBIOS EN EL ESCENARIO BASE DE PROYECCIÓN DURANTE EL ÚLTIMO AÑO

En julio, la inflación anual del IPC llegó a 4%, tras varios trimestres en que se ubicó por sobre el rango de tolerancia. Se espera que cierre el año en 3,5%, para converger luego seguir su descenso hacia 3%. Esta trayectoria está en línea con lo previsto en el IPoM de septiembre del 2015. Allí, se planteó que la inflación acabaría el 2016 en 3,7% anual y que la convergencia a 3% se daría en el curso del 2017. Respecto de la actividad, si bien el crecimiento del PIB en el 2015 estuvo en línea con lo proyectado en septiembre de ese año, los datos y proyecciones para el 2016 se corrigieron significativamente a la baja en diciembre del 2015 y marzo del 2016, de la mano de un menor impulso externo, de peores perspectivas para la inversión y de indicadores de confianza que no repuntaron. Desde marzo a la fecha, las proyecciones no han tenido cambios mayores.

Durante el último año, la política monetaria ha continuado contribuyendo a la suavización del ciclo económico, con niveles de TPM por debajo de lo que se considera su valor neutral, incluso después del alza de 50pb de fines del 2015. La TPM real^{1/} se ubica hoy en 0,5%, después de haber estado bajo cero hasta los primeros meses del 2016. Las tasas reales de mediano plazo no han tenido cambios significativos en el último año y permanecen en torno a sus mínimos históricos.

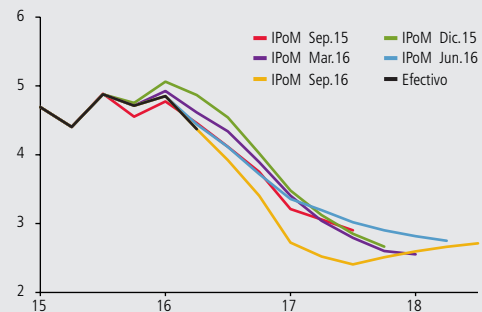
El alza de la TPM a fines del 2015 se dio en un contexto en que una serie de factores modificaron la visión para la convergencia de la inflación. Esta había superado lo previsto y se proyectaba que la convergencia a 3% tardaría más, prolongándose el período en que se ubicaría sobre 4%. La fuerte depreciación del peso era la principal causa del cambio en las proyecciones, pero a sus efectos directos se añadían con más fuerza los efectos indirectos, derivados, entre otros de la indexación a la inflación pasada. Además, la relativa resiliencia que mostraba el mercado laboral, el alto crecimiento anual de los salarios y holguras de capacidad que se estimaban acotadas, en parte por una corrección importante al PIB potencial en septiembre del 2015, apuntaban a que la inflación de no transables no colaboraría significativamente a la reducción de la inflación.

En ese contexto, los riesgos para la inflación en el corto plazo estaban sesgados al alza. Primero, los riesgos del escenario externo habían aumentado, lo que podría gatillar una nueva

depreciación. Entre ellos, la normalización de la política monetaria en EE.UU. y las dudas sobre China. Segundo, se consideraba que la persistencia de altas inflaciones constituía un riesgo para las expectativas inflacionarias. Así, el Consejo consideró que las presiones inflacionarias eran mayores y que era necesario reducir algo el impulso monetario para asegurar la convergencia a la meta. La reducción terminó siendo un poco más rápida que lo previsto, pues los riesgos para la inflación se fueron intensificando. La TPM subió 25pb en octubre y diciembre del 2015, hasta 3,5%. Para el IPoM de diciembre, el escenario de inflación daba cuenta de estos cambios, en particular por una mayor inflación subyacente (IPCSAE) en el 2016 (gráfico V.11).

GRÁFICO V.11

Proyecciones de la inflación anual del IPCSAE a dos años plazo (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El primer trimestre del 2016 trajo nuevas turbulencias en los mercados externos, ante los mayores temores respecto de China y dudas sobre la política monetaria en EE.UU. La paridad peso/dólar alcanzó sus máximos nominales en varios años, los precios de las materias primas tuvieron nuevas bajas y las perspectivas para América Latina se volvieron a deteriorar. En todo caso, aunque significativos, los períodos de volatilidad fueron de corta duración. Internamente, la inflación estuvo acorde con lo proyectado. Su nivel seguía alto, en lo principal por los efectos rezagados de la depreciación del peso, el que, no obstante, había abandonado la tendencia alcista que lo caracterizó entre el 2013 y el 2015. Todo esto con una indexación a la inflación pasada y acotadas holguras de capacidad que impedían un descenso más rápido de la inflación de servicios.

^{1/} Diferencia entre la TPM actual y la inflación esperada a un año.



Respecto de la actividad, en marzo del 2016 se conoció el primer cierre del 2015, que dio cuenta de una economía más débil que lo anticipado. Ello, junto con niveles de confianza que no se recuperaban y un menor impulso externo, reducía en 75pb el rango de crecimiento del PIB para el 2016 respecto de diciembre y situaba el crecimiento del PIB en el 2017 entre 2 y 3%. Este último era menor al crecimiento tendencial, pero consideraba una recuperación de la velocidad del crecimiento hacia fines del 2017. El mercado laboral, mostraba signos más claros de desaceleración. Así, en el IPoM de marzo se proyectaba que la inflación evolucionaría algo por debajo de lo previsto en diciembre, con un IPCSAE bajo 4% hacia el último trimestre del 2016 (gráfico V.11). El Consejo consideró que la convergencia de la inflación a la meta requería de un retiro parcial del estímulo monetario, pero anunció que lo haría a un ritmo más pausado que el previsto en diciembre.

En junio, la calma en los mercados financieros mundiales se había mantenido. Pese a ello, el escenario base consideraba que las condiciones de financiamiento externo empeorarían, por la alta probabilidad de nuevos episodios de volatilidad. En lo interno, la economía iba acorde con lo previsto en marzo. La inflación bajaba a 4,2% y las nuevas proyecciones indicaban que retornaría al rango de tolerancia en los próximos meses. En el primer trimestre del 2016 elementos puntuales habían ayudado a que la actividad creciera por sobre lo proyectado, pero las perspectivas para el resto del año eran de menor crecimiento, de modo que continuaría expandiéndose por debajo de su potencial. El mercado laboral seguía deteriorándose, especialmente notorio en el empleo asalariado. La tasa de desempleo tenía un aumento gradual, acorde a lo previsto. Las encuestas y los precios de mercado indicaban que la normalización de la política monetaria tomaría algo más de tiempo, escenario que el Consejo consideró adecuado usar como supuesto de trabajo en el IPoM de junio.

A fines de junio se concretó uno de los riesgos considerados en el IPoM: el Brexit. Si bien los pronósticos auguraban fuertes efectos negativos en los mercados globales, más allá de las reacciones inmediatas, la sorpresa fue que con el paso de los días las condiciones financieras globales mejoraron. La razón fundamental fue la percepción del mercado de que las condiciones monetarias en el mundo desarrollado serían igual o más expansivas, y por más tiempo. Así, se fue intensificando el proceso de búsqueda de retorno, lo que, en un contexto de tasas muy bajas en las economías desarrolladas, impulsó la llegada de capitales a mercados emergentes y apreció las monedas. El escenario base de este IPoM considera mejores condiciones financieras externas que las previstas en la primera mitad del año, aunque reconoce que existen varios riesgos asociados. Aun así, se prevé un crecimiento de los socios comerciales y precios de las materias primas similares a los de junio.

El peso ha dejado atrás las fuertes depreciaciones de años previos, permitiendo que la inflación comience a descender en línea con lo proyectado. En todo caso, los riesgos de corto plazo para la inflación se han mantenido, pues cualquier episodio de volatilidad global puede provocar una nueva depreciación del peso. La proyección de crecimiento para el 2016 se ha corregido de forma significativa en el último año (tabla V.3). Una parte importante del cambio se relaciona con la corrección a la baja del crecimiento potencial (Recuadro V.1). La evaluación sobre la brecha de actividad no es sustancialmente distinta a la que se tenía hace un año. Por un lado, la revisión excepcional de las cuentas nacionales del 2015 —por la inclusión de información de ventas del comercio no considerada en las mediciones iniciales— dio cuenta que la actividad del sector resto había crecido algo más durante ese año, lo que también contribuye a niveles de brechas más acotados. Con todo, se espera que esta se mantenga abierta por un tiempo más prolongado, lo que contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en el mediano plazo.

Por el lado del gasto, la principal corrección del último año ha sido la trayectoria para la inversión. En septiembre del 2015, se proyectaba que la FBCF crecería 1,9% este año, cifra que hoy se estima será de -1,5% (tabla V.3). Detrás de este cambio está una desaceleración más marcada del componente de construcción y obras. En lo principal porque la caída de la inversión en el sector minero ha sido más profunda de lo esperado. Se ha sumado que, tras el fuerte aumento del 2015, las perspectivas para la edificación habitacional han tenido un fuerte deterioro. Maquinaria y equipo, aunque ayudada por factores puntuales, mostró tasas de expansión anual positivas en el primer semestre.

En este contexto, el Consejo ha decidido mantener la TPM y ha anunciado que cambios futuros dependerán de las implicancias de las condiciones macroeconómicas internas y externas sobre las perspectivas inflacionarias.

TABLA V.3
Crecimiento económico para el 2016
(variación anual, porcentaje)

	Sep. 15	Dic. 15	Mar. 16	Jun. 16	Sep. 16
PIB	2,5-3,5	2,0-3,0	1,25-2,25	1,25-2,0	1,5-2,0
Balance de riesgo actividad	sesgado a la baja	sesgado a la baja	equilibrado	equilibrado	equilibrado
Demanda interna	3,1	2,6	1,5	1,0	1,0
Demanda interna (s/variación existencias)	3,0	2,5	1,5	1,1	1,5
- Consumo total	3,3	2,7	1,8	2,1	2,4
- Formación bruta de capital fijo	1,9	1,7	0,5	-2,4	-1,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	-1,6

Fuente: Banco Central de Chile.

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 2016, para luego presentar las proyecciones de activos y pasivos para fines del 2016 y del 2017.

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 55% 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 se conforman principalmente de dólares de Estados Unidos (63,6%) y euros (16,8%), además de otras monedas como la libra esterlina, el yen, franco suizo, renminbi, won coreano, dólar australiano, dólar neozelandés y dólar canadiense.

EVOLUCIÓN EN EL PRIMER SEMESTRE DEL 2016

En comparación con el cierre del 2015, durante la primera mitad de este año, los activos y los pasivos como porcentaje del PIB disminuyeron, mientras que el déficit del patrimonio aumentó (tabla A.1).

TABLA A.1

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

	2013	2014	2015	jun.16	2016 (f)	2017 (f)
ACTIVOS	17,2	17,4	18,0	16,7	16,8	16,2
Reservas internacionales	15,7	16,6	17,4	16,2	16,2	15,8
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	0,8	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Instrumentos de política monetaria	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Activos	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
PASIVOS	20,0	19,8	19,2	18,9	18,8	18,2
Pagarés con mercado secundario	9,5	8,7	8,6	9,2	9,1	8,6
Instrumento de política con bancos	2,6	3,5	3,6	2,7	2,7	2,5
Otros pasivos con bancos	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros pasivos excepto base monetaria	0,8	1,5	0,9	0,8	0,8	0,8
Base monetaria	6,4	5,5	5,8	5,7	5,7	5,9
PATRIMONIO (A+B+C)	-2,8	-2,4	-1,3	-2,1	-2,0	-2,0
A. Patrimonio inicial	-3,3	-2,6	-2,3	-1,2	-2,1	-1,9
B. Resultado Neto	0,5	0,2	1,0	-0,9	-0,8	-0,1
No financieros	-0,1	-0,8	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2
Por variación TC y de UF	0,8	1,2	1,4	-0,9	-0,5	0,3
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Posición pagadera en moneda extranjera (*)	13,6	14,2	14,9	14,0	14,1	13,7

(*) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Así, entre el 31 de diciembre de 2015 y el 30 de junio de 2016, el tamaño del balance disminuyó en \$1.182 mil millones, pasando de 18 a 16,7% del PIB entre ambas fechas. En los activos, las reservas internacionales disminuyeron en \$1.076 mil millones, explicado principalmente por una desvalorización de las inversiones de reservas por \$699 mil millones y menores depósitos en DEG y reservas FMI por \$356 mil millones. Entre otras cuentas del activo, destaca que la deuda subordinada bajó en \$123 mil millones. En los pasivos, aumentó la deuda de PDBC en \$2.481 mil millones, mientras que la deuda de largo plazo se redujo en \$1.034 mil millones. A su vez, disminuyó el uso de la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) en \$1.099 mil millones y los depósitos de los bancos comerciales en \$180 mil millones.



En términos de flujos y coherente con lo anterior, durante el primer semestre las variaciones del balance explicaron incrementos de la base monetaria por \$84 mil millones y de las operaciones de cambio con fines operativos por \$24 mil millones (tabla A.2).

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

	2013	2014	2015	jun.16	2016 (f)	2017 (f)
1. Reservas Internacionales Netas	-127	354	-120	81	81	0
2. Instrumentos de política en MN	997	401	135	72	260	913
3. Pagarés del Banco Central en dólares	0	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-136	-979	777	-12	36	-35
5. Otras operaciones en ME (3)	130	-347	177	-58	-29	35
Base Monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	864	-571	969	84	349	914
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio=1+3+5) (4)	3	6	56	24	53	35

(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 BCCh.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto del patrimonio del Banco, este pasó de -\$1.975,8 mil millones el 31 de diciembre de 2015 (equivalente a -1,3% del PIB) a -\$3.448,9 mil millones el 30 de junio de 2016 (-2,1% del PIB). Ello se explica principalmente por pérdidas asociadas a la apreciación del peso respecto de las divisas por \$1.403 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 (\$42 mil millones) y gastos de administración más costos de emisión y distribución de billetes y monedas (\$27 mil millones).

PROYECCIONES DE LOS BALANCES DEL 2016 Y 2017

La proyección considera varios supuestos de trabajo. Los principales son: (i) no habrá operaciones de cambio durante el período de proyección; (ii) la FDP permanecerá en niveles equivalentes a los del cierre del primer semestre del 2016; (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 2016; (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 del 2016, para lo que resta del 2016 se realizarán colocaciones de deuda de largo plazo (BCP) por \$200 mil millones. Para el 2017, se supone la renovación de los vencimientos y cupones pagados en el período, descontado el crecimiento esperado de la base monetaria. Las operaciones con PDBC se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos.

En el escenario base, en lo que resta del 2016 y durante el 2017 la brecha entre las tasas de interés local y externa disminuye levemente respecto del cierre del primer semestre de este año. Con estos supuestos, por concepto de intereses netos, se proyectan pérdidas patrimoniales de aproximadamente 0,3% del PIB para el 2016 y 0,2% del PIB para el 2017.

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 2016 y 2017 esta será 3,5 y 3,1%, respectivamente.

Con estos supuestos, se proyectan pérdidas asociadas a cambios de valoración por 0,5% del PIB el 2016 y ganancias por 0,3% del PIB el 2017.

Con todos los supuestos descritos, para fines del 2016 se prevé un tamaño del balance de 16,8% del PIB. Para el 2017, se proyecta que el tamaño del balance se reducirá a 16,2% del PIB. A su vez, el patrimonio alcanzará un déficit de 2,0% del PIB tanto para el 2016 como para el 2017.

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 de capital 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 Servicios Financieros 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 Operaciones Financieras, 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.

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 (100%) (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.

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.



La composición referencial del Portafolio de Inversiones contempla un total de diez monedas: dólar de Estados Unidos (63,60%), euro (16,75%), dólar de Canadá (4,57%), dólar de Australia (4,57%), 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 aproximadamente 23 meses (tabla B.2).

Como complemento a la administración interna de las reservas, desde 1995 el Banco 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 2016, una porción del portafolio de inversiones (2,98%) era gestionada por dos administradores externos de manera independiente: Pacific Investment Management Company (PIMCO) y BlackRock Institutional Trust Company N.A. (BlackRock). Esta última firma comenzó el mandato de administración en febrero de 2016.

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

Período	En moneda de origen		En dólares		Diferencia
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2016	2,65	2,72	4,26	4,42	-0,16
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	0,05
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
2007	4,81	4,78	8,86	8,83	0,03

(1) Cifras del año 2016 corresponden a retornos anualizados del primer semestre.

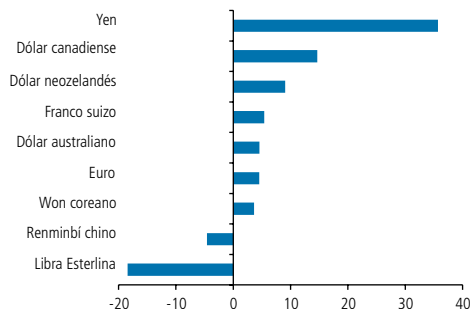
(2) Excluye tenencias en oro monetario, derechos especiales de giro, posición de reserva en FMI, acuerdos de créditos recíprocos y otros activos de reservas.

(3) A contar del 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 el 2007 y el 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.

En el primer semestre del 2016, el retorno anualizado obtenido por la gestión interna de las reservas internacionales fue 2,65% 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 -9,22%, explicada por la apreciación de la moneda local respecto de las monedas en las que se invierten las reservas internacionales. Al expresar los retornos en dólares se obtiene una rentabilidad anualizada de 4,26% (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 asociado a movimiento en paridades. En particular, se observó una apreciación de la canasta de monedas en las que se invierten las reservas internacionales respecto del dólar de Estados Unidos (gráfico B.1). El retorno diferencial anualizado atribuible a la gestión de las reservas internacionales fue 16 puntos base por debajo del comparador referencial.

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) Signo negativo (positivo) corresponde a una depreciación (apreciación) de la moneda respecto del dólar de Estados Unidos.

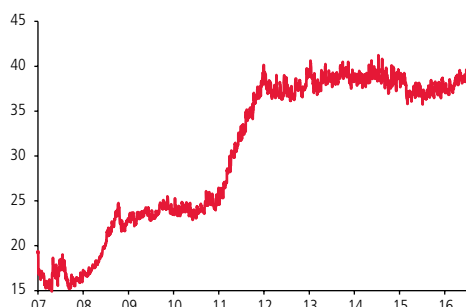
Fuente: Bloomberg.

Al 30 de junio de 2016, las reservas internacionales alcanzaron US\$39.693,9 millones (gráfico B.2). Del total de estas reservas, US\$34.376,8 millones correspondían al portafolio de inversiones, US\$4.307,7 millones al portafolio de caja y US\$1.009,4 millones a otros activos. Del total de reservas internacionales, 65,6% estaban invertidas en dólares de Estados Unidos, 14,5% en euros y 19,9% en otras divisas.

TABLA B.2
Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna

		USD		EUR		AUD		CAD		CHF		GBP	
		Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano 0-1 año	24,7%	3,7										
	Subtotal LCP	24,7%	3,8										
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	1-3 años	33,9%	21,9	14,1%	21,5	4,2%	21,3	4,2%	19,0				
	3-5 años	3,8%	45,5	1,6%	45,0	0,5%	43,6	0,5%	42,4				
	Subtotal LMP	37,7%	24,3	15,7%	23,9	4,7%	23,6	4,7%	21,3				
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	5-7 años	2,22%	66,5	1,1%	66,8					0,6%	68,5	1,1%	63,8
	7-10 años	0,30%	90,4	0,2%	93,5					0,1%	96,7	0,2%	93,8
	Bancario 0-1 año												
	Subtotal PD	2,51%	69,3	1,3%	70,0					0,6%	71,9	1,3%	67,3
Cartera total		64,9%	18,2	16,9%	27,3	4,7%	23,6	4,7%	21,3	0,6%	71,9	1,3%	67,3
		JPY		KRW		NZD		CNY		Total			
		Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)
Portafolio de Liquidez de Corto Plazo (LCP)	Soberano 0-1 año												
	Subtotal LCP									24,7%	3,8		
Portafolio de Liquidez de Mediano Plazo (LMP)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	1-3 años												
	3-5 años												
	Subtotal LMP									62,8%	23,7		
Portafolio de Diversificación (PD)	Soberano												
	Tramos de madurez												
	5-7 años	0,3%	63,7	2,2%	58,9	1,3%	64,9						
	7-10 años	0,0%	90,2	0,3%	84,3	0,2%	87,1						
	Bancario 0-1 año							2,5%	1,5				
	Subtotal PD	0,4%	66,9	2,5%	61,9	1,5%	67,5	2,5%	1,5	12,6%	54,0		
Cartera total		0,4%	66,9	2,5%	61,9	1,5%	67,5	2,5%	1,5	100,0%	22,7		

Fuentes: Banco Central de Chile, Merrill Lynch y Barclays, al 30 de junio de 2016.

**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 2016, las reservas internacionales totalizaron US\$1.051,4 millones más que al cierre del 2015. Por una parte, se observó un aumento del portafolio de caja (US\$272,5 millones), cuya variación refleja cambios en el stock de depósitos y saldos en cuentas que mantiene el sistema financiero en el Banco. Por otro lado, el portafolio de inversiones aumentó US\$1.239,5 millones respecto del cierre del año anterior, explicado por la apreciación de la canasta de monedas en las que se invierte respecto del dólar de los Estados Unidos y por ganancias de capital asociadas al incremento en el valor de los activos de renta fija. Adicionalmente, el portafolio de inversiones recibió un aporte por US\$438,1 millones asociado a una operación de compra de Derechos Especiales de Giro (DEG's) con el Fondo Monetario Internacional (FMI), movimiento que tiene una contrapartida en los otros activos, los que durante el período disminuyeron en US\$460,6 millones (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 riesgos en que se invierten las reservas internacionales. Al cierre de junio del 2016, las inversiones en riesgo soberano representaban 90,1% del portafolio de inversiones, y se encontraban mayoritariamente en Estados Unidos (53,9%) y Alemania (19,2%). Las inversiones en riesgo supranacional representaban 5,5% y el riesgo de agencias 0,2%. El riesgo bancario, que representaba 4,2% del total del portafolio de inversiones, se encontraba en bancos de Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, China, Francia, Holanda, Japón, Singapur, Suecia y Suiza (tablas B.5 y B.7). Adicionalmente, se mantenía exposición a un BIS Investment Pool (BISIP) denominado en Renminbi (equivalentes a US\$103,6 millones), gestionado directamente por el Banco de Pagos Internacionales. A través de este instrumento se tiene exposición al mercado de renta fija chino onshore.

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

Tipo de Portafolio	Moneda	2015		2016	
		Dic.	%	Jun.	%
Portafolio de Inversiones		33.137,4	85,8	34.376,8	86,6
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	704,0	1,8	756,3	1,9
	Euro	0,1	0,0	1,8	0,0
	Dólar de Canadá	0,1	0,0	0,1	0,0
	Dólar de Australia	0,0	0,0	0,0	0,0
	Otras Divisas	836,1	2,2	688,7	1,7
Valores	Dólar de EE.UU.	19.829,9	51,3	20.970,6	52,8
	Euro	5.559,5	14,4	5.742,8	14,5
	Dólar de Canadá	1.871,9	4,8	1.637,2	4,1
	Dólar de Australia	1.574,3	4,1	1.638,5	4,1
	Otras Divisas	2.761,6	7,1	2.940,8	7,4
Totales	Dólar de EE.UU.	20.533,9	53,1	21.726,9	54,7
	Euro	5.559,6	14,4	5.744,6	14,5
	Dólar de Canadá	1.871,9	4,8	1.637,3	4,1
	Dólar de Australia	1.574,3	4,1	1.638,5	4,1
	Otras Divisas	3.597,6	9,3	3.629,6	9,1
Portafolio Caja		4.035,1	10,4	4.307,7	10,9
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	4.035,1	10,4	4.307,7	10,9
Otros Activos		1.470,1	3,8	1.009,4	2,5
Oro Monetario	Otras Divisas	8,5	0,0	10,5	0,0
DEG FMI	Otras Divisas	1.058,3	2,7	756,8	1,9
Posición Reservas FMI	Otras Divisas	363,1	0,9	225,5	0,6
Acuerdos de Crédito Recíprocos	Dólar de EE.UU.	39,3	0,1	16,1	0,0
Monedas y Depósitos	Dólar de EE.UU.	0,8	0,0	0,6	0,0
Total Reservas Internacionales		38.642,6	100,0	39.693,9	100,0
	Dólar de EE.UU.	24.609,2	63,7	26.051,2	65,6
	Euro	5.559,6	14,4	5.744,6	14,5
	Dólar de Canadá	1.871,9	4,8	1.637,3	4,1
	Dólar de Australia	1.574,3	4,1	1.638,5	4,1
	Otras Divisas	5.027,6	13,0	4.622,3	11,6

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio de 2016, la composición de monedas del portafolio de inversiones era: 63,4% en dólares de Estados Unidos, 16,6% en euros, 4,5% en dólares de Canadá y 4,5% en dólares de Australia. El restante 11,0% estaba invertido en libras esterlinas, francos de Suiza, dólares de Nueva Zelanda, Renminbi de China, won de República de Corea y yen (tabla B.6).

Al cierre de junio, los administradores externos PIMCO y BlackRock gestionaban un total de US\$1.023,9 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	5.904	58	31		5.993
Australia	1.510	53			1.564
Austria	231				231
Bélgica		100			100
Canadá	2.353	30			2.383
China	199	511			710
Corea del Sur	855				855
España	184				184
Estados Unidos	16.456				16.456
Francia	461	138			599
Holanda	12	147			158
Irlanda	352				352
Italia	96				96
Japón	142	161			303
Noruega	10				10
Nueva Zelanda	497				497
Polonia	185				185
Reino Unido	407				407
Singapur		93			93
Suecia		68			68
Suiza	212	54			266
Supranacional				1.821	1.821
Varios (cash)		23			23
TOTAL	30.064	1.437	31	1.821	33.353

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - 1.451,7 millones), Export Development Canada (EDC / Canadá - 792,4 millones) y Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - 230,7 millones). La exposición soberana en EE.UU. incluye recursos mantenidos en el FED de Nueva York por US\$ 1.5 millones (US\$1,0 millón en depósito overnight y US\$0,5 millones en cuenta corriente). Se incluye en el riesgo soberano de China US\$103,6 millones del instrumento BISIP-CNY, el que es gestionado directamente por el BIS.

(2) La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (US\$31,2 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: Asian Development Bank (ADB - US\$6,2 millones), European Investment Bank (EIB - US\$634,7 millones), Eurofima (US\$4,1 millones), International Finance Corporation (IFC - US\$60,1 millones) y Bank for International Settlements (BIS - US\$1.115,9 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA B.6

Portafolio de inversiones por moneda
(porcentaje)

Moneda	Participación (1)
Dólar de Estados Unidos	63,4
Euro	16,6
Dólar de Canadá	4,5
Dólar de Australia	4,5
Libra esterlina	1,4
Won de Corea del Sur	3,1
Yen japonés	0,5
Renminbi chino	3,2
Dólar de Nueva Zelanda	1,9
Franco de Suiza	0,8
Otras (2)	0,0
TOTAL	100,0

(1) Incluye posiciones mantenidas en *forward* de monedas.

(2) Incluye DKK, NOK, SEK, SGD y CZK.

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 (2)	Supranacionales (3)	Total
Alemania	51		4		55
Austria	61				61
Canadá	15				15
China	17				17
Corea del Sur	206				206
España	19				19
Estados Unidos	218		32		250
Francia	4				4
Italia	20				20
Japón	57				57
Nueva Zelanda	105				105
Reino Unido	79				79
República Checa	5				5
Suiza	35				35
Supranacional				87	87
Varios (cash)		7			7
TOTAL	894	7	36	87	1.024

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW / Alemania - USD 34,9 millones), Oesterreichische Kontrollbank (OKB / Austria - USD 61,4 millones), Japan Bank for International Cooperation (JBIC - USD 18,9 millones) y Export Development Canada (EDC - USD 15,0 millones).

(2) La exposición a Agencias de los Estados Unidos corresponde a Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac - USD 32,3 millones). La exposición a Agencia de Alemania corresponde a Landwirtschaftliche Rentenbank (USD 3,7 millones).

(3) La exposición a Supranacionales incluye los siguientes emisores elegibles: African Development Bank (ADB - USD 10,0 millones), European Investment Bank (EIB - USD 20,1 millones), Inter-American Development Bank (IADB - USD 15,1 millones), International Bank for Reconstruction & Development (IBRD - USD 10,0 millones), International Finance Corporation (IFC - USD 27,4 millones), Nordic Investment Bank (NIB - USD 4,3 millones).

Fuente: Banco Central de Chile.



Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2016

ENERO

7. El Banco Central de Chile informó que el Consejo, en su Sesión de fecha 17 de diciembre de 2015, aprobó el Plan de Deuda del año 2016, que contempla el vencimiento programado de títulos por un monto equivalente a \$2.860 mil millones, de los cuales \$1.400 mil millones serán absorbidos por PDBC; y la emisión de hasta \$800 mil millones en bonos denominados en pesos y con vencimiento en el 2019.

Se dejó constancia que los bonos serán emitidos acogiéndose a lo dispuesto en el artículo 104 de la Ley de Impuesto a la Renta; y que el referido programa está sujeto a modificaciones, en caso de cambios en las condiciones de mercado.

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 3,5%.

28. El Banco Central de Chile, a través del Acuerdo N° 1955-08-160128 actualizó las monedas extranjeras de general aceptación en los mercados internacionales de cambios, cuyos tipos de cambio y paridades son publicados en el Diario Oficial, en los términos del inciso segundo del artículo 44 de la LOC.

Lo indicado, con el objeto de incorporar en la lista de esas monedas a la Corona de la República Checa, el Nuevo Shekel de Israel, el Ringgit de Malasia y el Zloty de Polonia, atendido que las mismas fueron incluidas dentro de las monedas extranjeras elegibles para efectos de la inversión de las reservas internacionales del Banco Central.

FEBRERO

11. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5%.

MARZO

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 3,5%.

28. El Consejo, por Acuerdo N° 1967E-01-160328, considerando los acuerdos adoptados por las Juntas de Accionistas del Banco de Chile efectuadas el 24 de marzo, respecto de la distribución de dividendos y aumento de capital mediante la emisión de acciones liberadas de pago por la parte correspondiente al 30% de las utilidades del ejercicio del año 2015, resolvió optar porque 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.

Lo anterior, de conformidad con la letra b) del artículo 31 de la Ley N° 19.396, sobre modificación de la forma de pago de la obligación subordinada.

ABRIL

4. El Banco Central de Chile informó el calendario de licitaciones de bonos que serán emitidos conforme al Plan de Deuda del año 2016.

7. El Consejo, por Acuerdo N° 1970E-01-160407, aceptó la Agencia Fiscal encomendada al Banco Central de Chile mediante Decreto Supremo (D.S.) N° 2.047, del 23 de diciembre de 2015, 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 los Bonos representativos de Deuda Pública Directa a que se refiere dicho Decreto (los "Bonos"), y la administración de los mismos. Este encargo podrá desempeñarse mediante una o más operaciones, conforme a los montos, mecanismos, reglas y fechas que determine el Ministerio de Hacienda. Los requisitos aplicables, serán establecidos mediante Decretos de Operación. Para estos efectos, los D.S. N°s. 214 y 232, del 2016, del Ministerio de Hacienda, publicados en el Diario Oficial de 26 de abril de 2016, autorizan la emisión de Bonos indicada.

Adicionalmente, luego de la adopción del Acuerdo N° 1970E-01, el Gerente General del Banco, aprobó el Reglamento Operativo correspondiente al desempeño de esta Agencia Fiscal, disponible en el sitio web institucional.

12. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5% anual.

MAYO

17. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5% anual.

26. El Consejo, por Acuerdo N° 1979-02-160526, aprobó la Convocatoria y Bases de Postulación del concurso público de antecedentes que debe realizar el Banco Central, para la designación del reemplazante en el cargo vacante de Ministro Titular abogado del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, con motivo de la renuncia voluntaria de don Enrique Vergara Vial, a raíz de su designación como Presidente de ese Tribunal, cargo asumido a contar del 13 de mayo.

JUNIO

9. Mediante Acuerdo N° 1985-02-160609, el Consejo designó en carácter de miembro titular del Consejo Técnico de Inversiones a que se refiere el Título XVI del DL 3.500 de 1980, por el período de cuatro años a contar del 11 de junio de 2016, a don Rodrigo Andrés Cerda Norambuena, y en carácter de miembro suplente del citado Consejo Técnico, por igual período, a doña Catherine Carolina Tornel León. En el Acuerdo se deja constancia que estas designaciones corresponden a la renovación, por un periodo consecutivo de los nombrados, conforme al artículo 168 del cuerpo legal citado.

16. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5% anual.

16. Por Acuerdo N° 1985-01-160609, el Consejo dispuso la creación del Comité de Ética del Banco Central de Chile, cuya composición, funciones y atribuciones se regirán por el Estatuto que forma parte integrante del citado Acuerdo.

28. El Consejo por Acuerdo N° 1983-01-160602, designó a don Jesús Caupolicán Riveros Gutiérrez en carácter de miembro integrante del Comité de Auditoría y Cumplimiento del Banco

Central de Chile, por el plazo de tres años, a contar del 17 de junio de 2016.

JULIO

14. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5% anual.

14. El Consejo, por Acuerdo N° 1991-01-160714, designó a don Jaime Navón Cohen, como miembro integrante del Comité Asesor de Tecnología de la Información del Banco, por un nuevo período de tres años, a contar del 1 de agosto de 2016.

AGOSTO

11. En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5% anual.

11. El Consejo, por Acuerdo N° 1979-02-160526, designó a don Jaime Arancibia Mattar, para desempeñar el cargo de Ministro Titular abogado del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia en reemplazo de don Enrique Vergara Vial, quien renunció a dicho cargo para asumir la presidencia del mismo organismo.

Asimismo, esta designación se comunicó al Ministro de Economía, Fomento y Turismo, para efectos de la dictación del decreto de nombramiento correspondiente, por el tiempo que resta para completar el período legal por el cual fue originalmente designado don Enrique Vergara Vial, esto es, hasta el 12 de mayo de 2018.

24. El Consejo, mediante Acuerdo N° 1997-01-160825, acordó autorizar a Corredores de Bolsa SURA S.A. para formar parte del Mercado Cambiario Formal.

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 World Economic Outlook (WEO, abril 2016). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2016-2018 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 el período 2016-2018.

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 World Economic Outlook (WEO, abril 2016). Los países considerados representan aproximadamente 90% del PIB mundial. Para el 10% restante se considera un crecimiento promedio de 1,8% para el período 2016-2018.

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 93% del total de las exportaciones, en promedio, para el período 1990 – 2015.

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.

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.

Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE): Índice que mide la volatilidad implícita en opciones de tasas de interés de bonos del Tesoro de EE.UU.

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

PIB resto: 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 2015: 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, Suiza 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.

Volatility Index (VIX): Calculado por el Chicago Board of Trade, es el índice más utilizado para medir la volatilidad bursátil mundial. Mide la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice S&P 500.

Vstoxx: Similar al VIX, corresponde a un índice europeo de volatilidad bursátil. Específicamente, mide la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice Euro stoxx 50.

ABREVIACIONES

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos de BCCh reajustables en UF

CCNN: Cuentas Nacionales

ECB: Encuesta de crédito bancario

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

IMCE: Indicador mensual de confianza empresarial

IPCSAE: Índice de precios al consumidor sin alimentos y energía.

IPEC: Índice de confianza de consumidores

TPM: Tasa de política monetaria

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Albagli, E., G. Contreras, C. De la Huerta, E. Luttini, A. Naudon y F. Pinto. 2015. Crecimiento Tendencial de Mediano Plazo en Chile. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2016. Informe de Percepciones de Negocios. Agosto.
- Barclays Capital. 2016. Global Economics Weekly. Varios números.
- Ceballos L., J. Fornero y A. Gatty. 2016. Estimación de la Tasa Real Neutral en Chile. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Consensus Forecasts. 2016. A Digest of International Forecast. Varios números.
- Contreras, G. y E. Luttini. 2016. Inversión y Crecimiento Tendencial de Mediano Plazo en Chile. Mimeo, Banco Central de Chile.
- CRU. 2016. Copper Market Outlook. Varios números.
- De la Huerta, C. y E. Luttini. 2016. Productividad Total de Factores en Chile: Análisis Sectorial y Proyecciones. Mimeo, Banco Central de Chile
- Deutsche Bank. 2016. Macro Forecast Weekly. Varios números.
- Emerging Portfolio Fund Research. 2016. Global Fund Allocations. <http://www.epfr.com/>.
- Fondo Monetario Internacional. 2016. World Economic Outlook. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2016. World Economic Outlook Update. Julio.
- Food and Agriculture Organization. 2016. FAOSTAT. <http://faostat.fao.org/>.
- International Energy Agency. 2016. Oil Market Report. Varios números.
- Institute of International Finance. 2016. EM Portfolio Flows Tracker. Varios números.
- JP Morgan Chase. 2016. Global Data Watch. Varios números.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. 2015. The Future of Productivity Report. OECD 2015
- Rachel L. y T. D Smith. 2015. Secular Drivers of the Global Real Interest Rate. Bank of England. Staff Working Paper No. 571. Diciembre.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

SEPTIEMBRE 2016

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 2016