



**PRESENTACIÓN DE LOS INFORMES DE POLÍTICA
MONETARIA Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA
ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL
HONORABLE SENADO DE LA REPÚBLICA***

Rodrigo Vergara
Presidente
Banco Central de Chile
21 de diciembre de 2015

* El *Informe de Política Monetaria* de diciembre de 2015 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del segundo semestre de 2015 se pueden encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Andrés Zaldívar, senadores miembros de esta Comisión, senadoras y senadores.

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco Central de Chile sobre los desarrollos macroeconómicos y financieros recientes, sus perspectivas y las implicancias para la política monetaria y financiera. Esta visión está contenida en detalle en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de diciembre de 2015 y en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre de 2015.

En los últimos meses, la inflación anual del IPC evolucionó acorde con lo que preveíamos en septiembre, aunque su componente subyacente —el IPCSAE— mostró un incremento algo superior. Esto, en línea con la mayor depreciación del peso que hemos observado en este período, con holguras de capacidad que siguen acotadas y con los patrones históricos de indexación.

A su vez, en el tercer trimestre el crecimiento de la actividad también estuvo acorde con lo previsto, mientras que el de la demanda interna resultó algo mayor. Con ello, la economía siguió creciendo entre 2 y 2,5 por ciento.

En lo externo, el escenario se ha deteriorado, por la caída de los términos de intercambio, particularmente del precio del cobre, el menor crecimiento de los socios comerciales y las condiciones financieras menos favorables. El aumento de la tasa de interés en Estados Unidos la semana pasada aparece como la gran noticia en lo más reciente.

En este contexto, en el escenario base que presentaré en unos momentos, se reducen las perspectivas de crecimiento para el 2016 y se retrasa en algo la convergencia de la inflación a la meta. Con esto, se ha intensificado el escenario que planteamos en septiembre, con mayores presiones inflacionarias de corto plazo que ceden en el mediano plazo.

En vista de ese escenario, en septiembre estimamos que para asegurar la convergencia de la inflación a la meta era necesario retirar parte del estímulo monetario entonces vigente. Iniciamos dicho proceso en octubre y lo continuamos en diciembre, subiendo la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 3,5 por ciento.

En el escenario base que les detallaré a continuación, contemplamos ajustes pausados a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre el panorama de inflación. La política monetaria seguirá siendo expansiva durante todo el horizonte de proyección, en línea con una actividad que crece por debajo de su potencial y una inflación que converge a 3 por ciento.

Permítanme ahora darles a conocer nuestro escenario base y los principales riesgos que vemos en los informes que hoy les presentamos.

Escenario macroeconómico

En noviembre, la alta base de comparación llevó a la inflación anual del IPC a 3,9 por ciento, descendiendo respecto de unos meses atrás. No obstante, tanto nuestro escenario base como las proyecciones de mercado esperan que vuelva a aumentar por sobre 4 por ciento y que se mantenga en esos niveles por una buena parte de 2016.

La depreciación del peso ha tenido una gran relevancia en el alza de la inflación, lo que se refleja, especialmente, en el alto nivel de la inflación IPCSAE de bienes, que tras promediar -1,9 por ciento en 2013, ha estado algo por debajo de 5 por ciento desde julio de este año. Se suma el efecto indirecto sobre otros precios, por ejemplo, a través de la indexación a la inflación pasada. Más allá de la sostenida depreciación del peso, la permanencia de la inflación en niveles elevados también se relaciona, como se destacó en septiembre, con que las holguras de capacidad, si bien se han ampliado, muestran una magnitud menor a la de otros ciclos de bajo crecimiento, lo que ha dificultado un ajuste mayor de la inflación de no transables (gráfico 1).

La evolución de las holguras de capacidad es particularmente evidente en el mercado laboral, donde la tasa de desempleo continúa baja y el crecimiento anual de la ocupación total oscila en torno a 2 por ciento, con un empleo asalariado que aumenta a tasas superiores en el margen. Aunque los salarios nominales han tenido una moderación gradual desde fines de 2014, se expanden cerca de 6 por ciento anual. (gráfico 2). Por su parte, los precios de los combustibles han bajado al tiempo que la inflación de alimentos se ha desacelerado. A su vez, el reajuste del sector público debería contribuir a una contención de las presiones salariales.

En el escenario base, estimamos que el PIB crecerá 2,1 por ciento en 2015, dentro del rango que proyectamos en septiembre. Como señalé al comienzo, el desempeño de la actividad en el tercer trimestre fue similar a la de cuartos previos, con lo que la economía siguió creciendo entre 2 y 2,5 por ciento anual. En el resultado se apreció un deterioro mayor al anticipado de los sectores de recursos naturales, en particular de la minería, por los recortes de producción que las compañías mineras han determinado ante la baja del precio del cobre. El desempeño del resto de los sectores fue algo más favorable, destacando la construcción y algunos sectores de servicios.

En cuanto a la demanda interna, su crecimiento sigue débil, aunque fue algo mayor al que preveíamos en septiembre. Destaca el aumento de la formación bruta de capital fijo, donde se conjugan factores puntuales —como la elevada internación de equipos de transporte— y un mayor dinamismo en la edificación habitacional. El consumo privado mantuvo un crecimiento en torno a 2 por ciento anual (gráfico 3).

El desempeño de la demanda interna se ha dado en un contexto en que la confianza empresarial y de consumidores persiste en niveles pesimistas, pese a la mencionada resiliencia del mercado del trabajo y a que el crecimiento de la actividad, aunque bajo, se ha estabilizado. El costo de financiamiento interno sigue reducido en términos históricos, reflejando en parte la expansividad de la política monetaria. Pese a ello, con la excepción

del crédito hipotecario, el crecimiento real anual de las colocaciones continúa acotado (gráfico 4).

En el escenario base, el PIB crecerá entre 2 y 3 por ciento en 2016, rango inferior al previsto en septiembre. En esta proyección seguimos estimando que el crecimiento potencial de la economía —ritmo de expansión que no acelera la inflación— se encuentra en torno a 3 por ciento. Así, estimamos que las holguras de capacidad tendrán un aumento acotado durante 2016 y empezarán a reducirse hacia 2017.

En la demanda interna, la mantención de indicadores de confianza en niveles bajos y la menor inversión pública prevista para 2016 reduce las proyecciones de crecimiento para la formación bruta de capital fijo. El consumo privado también se corrige a la baja en línea con las bajas expectativas de los hogares y con un consumo habitual que ha sido algo más lento que lo esperado. El mercado laboral se ha mostrado resiliente, no obstante esperamos que presente algún deterioro durante el próximo año. Con todo, en 2016 el consumo crecerá a una tasa por sobre la de este año. La baja del precio del cobre y las condiciones financieras menos favorables también reducirán los incentivos a la inversión. En su componente de construcción, el impulso que la próxima entrada en vigencia del IVA le ha dado al sector se irá diluyendo paulatinamente. Medido como porcentaje del PIB, tanto en términos nominales como reales, la formación bruta de capital fijo se mantendrá en valores similares a los de 2015, en 21,9 y 23,5 por ciento, respectivamente.

El empeoramiento del escenario externo, que se detallará más adelante, tiene un efecto relevante en el mayor déficit de la cuenta corriente para 2015 y 2016: 1,7 y 2,6 por ciento del PIB, respectivamente (0,7 y 1,5 por ciento en septiembre). Ello, principalmente por la baja de los términos de intercambio. Se agrega este año un incremento mayor que lo previsto de las importaciones de bienes de capital, en particular de transporte. (tabla 1).

Esta proyección asume que la política fiscal continuará aportando al crecimiento del gasto, aunque con una intensidad menor que en 2015. En particular, el gasto fiscal evolucionará en concordancia con la regla fiscal y con los objetivos de consolidación planteados por el Gobierno, que ha comprometido una reducción del déficit estructural cercana a un cuarto de punto del PIB por año.

El deterioro del escenario externo relevante para Chile es la principal explicación para la revisión a la baja del crecimiento en 2016. Este es un fenómeno común a las economías emergentes y exportadoras de materias primas, principalmente por la importante caída de los términos de intercambio y condiciones financieras externas menos favorables.

El precio de las materias primas volvió a bajar en los últimos meses, influido por la sostenida apreciación del dólar y por un menor crecimiento global. En el cobre se suman perspectivas de que la recomposición sectorial de la economía china continuará mermando la demanda del metal. Así, al cierre estadístico de este IPoM, el cobre se transaba algo por debajo de 210 centavos de dólar la libra, acumulando un baja cercana a 30 por ciento en el año. Lo anterior, y perspectivas menos auspiciosas en el corto plazo, nos han hecho reducir de manera importante las proyecciones para el precio del cobre en 2016 y 2017. Así, ahora

estimamos que en ambos años el precio del metal promediará 225 centavos de dólar la libra, lo que se compara con los casi 250 que preveíamos en septiembre.

El precio del petróleo también ha disminuido en los últimos meses, situándose por debajo de 40 dólares el barril al cierre de este IPoM, lo que equivale a un descenso en torno a 30 por ciento respecto de comienzos de año. En este caso, a los factores globales que han afectado el precio de las materias primas se agregan condiciones de oferta que han tenido un impacto relevante en los precios en el último año y medio. Considerados todos estos factores, también se han reducido de forma importante las perspectivas para el precio del crudo en los próximos dos años, a 46 dólares promedio el barril WTI y a 48 dólares el Brent. Estas cifras se comparan con los 53 y 58 dólares que proyectábamos en septiembre para ambos petróleos.

En los últimos meses las condiciones financieras externas relevantes para Chile se han vuelto menos favorables. La antesala del ajuste en la tasa de política monetaria de EE.UU. provocó una volatilidad importante en los mercados financieros. No obstante, el aumento concretado la semana pasada fue recibido con tranquilidad por los mercados. En América Latina la mezcla de peores perspectivas económicas y factores idiosincráticos ha intensificado el aumento de los premios por riesgo, pero en Chile su magnitud ha sido más acotada (gráfico 5).

Se suma que el crecimiento proyectado para los socios comerciales en el período 2016-2017 ha bajado marginalmente respecto de lo previsto en septiembre. El mundo desarrollado, en particular Estados Unidos, muestra una recuperación sostenida. Por su parte, el mundo emergente se ha seguido desacelerando. En China, los temores de una desaceleración mayor y las turbulencias en sus mercados financieros han amainado, pero su crecimiento ha disminuido, con una cierta debilidad del sector industrial. América Latina enfrenta una situación compleja, en particular Brasil que atraviesa por su mayor recesión en décadas. La pérdida de su grado inversor durante la semana pasada revela las dificultades que atraviesa esta economía. En el caso de Argentina, sus nuevas autoridades se enfrentan a desafíos importantes. La inflación en América Latina, a diferencia del resto del mundo, ha aumentado, limitando el espacio para políticas monetarias más laxas (tabla 2).

En el escenario base, la inflación anual del IPC se mantendrá por sobre 4 por ciento durante gran parte de 2016, finalizando el año dentro del rango de tolerancia y llegando a la meta hacia fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el cuarto trimestre de 2017. Se destaca que las expectativas de inflación se mantienen ancladas en la meta en el horizonte de proyección (gráfico 6).

La proyección de inflación de este IPoM considera que, en el horizonte de proyección, las holguras de capacidad, aunque se ampliarán en el corto plazo, se mantendrán acotadas y que el tipo de cambio real tendrá una leve apreciación.

El Consejo ya ha comenzado a retirar parte del estímulo monetario, como lo planteó en septiembre, llevando la TPM a 3,5 por ciento. El escenario base considera como supuesto metodológico una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas al cierre estadístico de este IPoM (gráfico 7). De este modo, en

esta proyección la política monetaria seguirá siendo expansiva, acorde con un contexto donde se prevé que el crecimiento estará bajo su potencial por un tiempo y la inflación convergerá a la meta en el horizonte de proyección. Así, la tasa de política monetaria medida en términos reales seguirá en valores en torno a cero por un buen tiempo, una de las más expansivas dentro del conjunto de economías emergentes (gráfico 8).

El escenario base refleja los eventos con mayor probabilidad de ocurrencia dada la información al cierre de este IPoM. Sin embargo, existen riesgos que, de concretarse, modificarían el panorama macroeconómico y, por tanto, el curso de la política monetaria.

En lo externo, aún es temprano para evaluar los efectos del ajuste de la tasa de política monetaria de Estados Unidos en la economía global. Por lo pronto, la reacción de los mercados tras el anuncio fue de calma, con bolsas que aumentaron y un dólar que perdió algo de valor respecto del resto de las monedas. Sin embargo, es evidente que la forma en que se desarrolle este proceso constituye una importante fuente de riesgos. Especialmente, porque todavía hay diferencias entre lo que indican las expectativas de mercado y lo señalado por la Reserva Federal sobre la velocidad del proceso y el nivel al que llegaría la tasa. Se agrega la divergencia de la política monetaria entre los países desarrollados y sus posibles efectos en el valor global del dólar. En la medida que esta se mantenga, las presiones para un dólar más apreciado persistirán, con los efectos sobre el precio de las materias primas y de nuestra propia moneda.

En China, la probabilidad de un ajuste abrupto se ha reducido, pero persisten dudas sobre su contribución a la recuperación de la actividad global y al precio de las materias primas, especialmente ante el rebalanceo de su crecimiento hacia los sectores de servicios y de consumo. Por último, la compleja situación de Brasil y la necesidad de un mayor ajuste en algunas economías de América Latina continúan siendo un riesgo importante. Un empeoramiento de las perspectivas económicas en la región afectaría la demanda externa y, posiblemente, las condiciones de financiamiento que enfrente Chile.

De materializarse alguno de estos riesgos, es muy posible que la reacción del tipo de cambio presione al alza la inflación en el corto plazo, pero sus efectos de mediano plazo son menos evidentes, toda vez que es probable que la actividad también se resienta.

En lo interno, la inflación se ha mantenido alta por un tiempo prolongado, lo que podría afectar su velocidad de convergencia, tanto por sus efectos vía indexación como por sus posibles impactos sobre la formación de expectativas. Todo ello en un contexto de márgenes que siguen acotados y de holguras de capacidad reducidas. Por otra parte, la caída del precio del petróleo y la menor inflación externa relevante para Chile podrían aminorar estas presiones inflacionarias.

A mediano plazo, existen riesgos que podrían llevar a un desempeño de la actividad menor al previsto en el escenario base, ampliando las holguras de capacidad y reduciendo las presiones inflacionarias. Por un lado, aunque el mercado del trabajo se ha mantenido resiliente, no puede descartarse un ajuste significativo que reduzca el ritmo de crecimiento de los salarios, eleve el desempleo y afecte el gasto. También es posible que la confianza no repunte según lo previsto, resultando en una economía que crezca menos que lo proyectado.

En todo caso, tampoco es descartable que la recuperación de la actividad sea algo más rápida que la prevista, si los indicadores de confianza repuntan a un ritmo mayor. Esto último también podría producirse si la caída de los precios de los combustibles tiene un impacto mayor sobre el ingreso nacional.

Evaluados estos riesgos, estimamos que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado y para la actividad está sesgado a la baja.

Permítanme ahora pasar a los temas que desarrollamos en nuestro Informe de Estabilidad Financiera (IEF).

Informe Estabilidad Financiera

El Informe de Estabilidad Financiera da a conocer, en forma semestral (junio y diciembre), los sucesos macroeconómicos y financieros recientes que podrían incidir en la estabilidad financiera de la economía chilena.

Los desarrollos del ámbito externo también resultan relevantes al momento de revisar sus implicancias para la estabilidad financiera y, como ya lo señalé, el escenario externo relevante para Chile se ha deteriorado a lo largo del segundo semestre del año. Por ejemplo, el deterioro de la economía brasileña ha afectado la valoración de las inversiones de empresas chilenas en dicho país. Se agrega que el comienzo del proceso de incremento de la tasa de interés en Estados Unidos podría generar una descompresión de las primas por riesgo, incluyendo los premios por plazo de las tasas de interés externas, lo que podría traducirse en fluctuaciones cambiarias y en un aumento de las tasas largas locales.

En el ámbito local, el IEF destaca el bajo nivel en que se han mantenido las tasas de interés de corto y largo plazo. En este escenario, resaltamos que se mantienen los altos volúmenes administrados en fondos mutuos de deuda, los cuales podrían revertirse ante un evento abrupto de alza de tasas largas. A este escenario de riesgo se agrega la menor liquidez relativa de los instrumentos que son parte de estos portafolios.

Un tema que hemos destacado con fuerza en los últimos IEF es la situación financiera de las empresas locales. La evaluación que surge de los datos recientes da cuenta de una menor fortaleza del sector. Por un lado, la razón de deuda sobre PIB, que se mantuvo en valores cercanos a 114 por ciento desde finales de 2014, alcanzó a 121 por ciento en el tercer trimestre de este año. Si bien parte importante de este incremento se deriva del efecto valoración asociado a la depreciación del peso, el nivel alcanzado es alto desde una perspectiva histórica. Además, el aumento acumulado en los últimos siete años es elevado dentro del grupo de países emergentes (gráfico 9). Por otro lado, aunque, los indicadores financieros de las firmas que reportan a la SVS no presentan cambios relevantes con respecto al IEF anterior, se mantiene un endeudamiento alto y rentabilidad baja para patrones históricos (gráfico 10). De todos modos, diversos indicadores dan cuenta de que la exposición de hoja de balance de estas firmas al riesgo de tipo de cambio se ha mantenido en niveles bajos.

En el sector inmobiliario, las ventas de viviendas se mantienen dinámicas y los precios continúan creciendo, aunque estos últimos exhiben una moderación en lo más reciente (gráfico 11). El adelantamiento de compras por motivos de la reforma tributaria explicaría parte importante del mayor dinamismo de la actividad del sector. De hecho, la mayoría de las ventas corresponde a viviendas que se encuentran en fase de construcción o aún no se han empezado a construir. Las reducidas tasas de interés de los créditos hipotecarios también forman parte de la explicación de este dinamismo. El crecimiento de los precios de vivienda se ha reflejado en la dinámica de los créditos hipotecarios, que presentan una tasa de expansión real anual cercana al 10 por ciento, que se explica principalmente por el aumento de la deuda promedio y en menor medida por un incremento del número de deudores. Cabe destacar que, si bien diversos indicadores de financiamiento se mantienen estables, como la razón deuda a garantía y la razón dividiendo a ingreso, también se observa un incremento en la participación de hogares que tienen más de una hipoteca, fracción que en el último lustro se incrementó de 20 a 25 por ciento.

En el sector de oficinas continúa aumentando la tasa de vacancia. En este segmento resalta que el mayor ingreso de metros cuadrados disponibles ha generado un aumento de la tasa de vacancia de oficinas, la que se sitúa por sobre el 10 por ciento. Lo anterior ha llevado a que los precios de los arriendos se hayan reducido, tendencia que se mantendría en los próximos trimestres (gráfico 12).

En cuanto a la situación financiera de los hogares, los indicadores agregados —el endeudamiento y la carga financiera— presentan leves cambios en lo más reciente. A junio de 2015, la deuda de los hogares representó 61,6 por ciento del ingreso, 0,8 puntos porcentuales más que a fines de 2014, manteniendo su tendencia al alza. Por su parte, la carga financiera se mantuvo estable, cerrando en 14,7 por ciento. De todos modos, la última Encuesta Financiera de Hogares mostró un incremento de la carga financiera de los hogares de ingreso medio-alto respecto a lo reportado en 2011 (gráfico 13).

Lo anterior se da en un contexto en que los indicadores de no pago de los hogares se mantienen estables. Sin embargo, los créditos con las Cajas de Compensación de Asignación Familiar —que representan una fracción baja de la deuda de los hogares (3,4 por ciento)— continúan aumentando su morosidad. Esta situación, en conjunto con problemas de gestión, llevó a una de estas firmas a incumplir sus compromisos financieros y sociales, gatillando la intervención por parte de su supervisor y el inicio de un proceso de reestructuración. Estos eventos motivaron un aumento en las primas de la deuda emitida por estas entidades, pero sus efectos en el resto del sistema financiero han sido limitados. Aun así, creemos que se debe avanzar en una mayor convergencia en los modelos de supervisión de estas entidades, con el fin de fortalecer su gobierno corporativo y gestión de riesgo de crédito, entre otros aspectos, reduciendo de esta forma la probabilidad de nuevos eventos de inestabilidad.

En el sector bancario, la actividad crediticia mantiene un crecimiento acotado, excepto para la cartera hipotecaria. El crecimiento de los créditos a empresas y de consumo sigue bajo. Por un lado, el menor crecimiento de la cartera comercial es coherente con el ciclo de la economía, lo que coincide con la menor demanda que indica la Encuesta de Crédito Bancario en los últimos meses. Por otro lado, en la cartera de consumo destaca el nulo

crecimiento de la deuda de los tramos de menores montos, usualmente asociada a deudores de menores ingresos. En el segmento hipotecario, la mayor expansión de la deuda proviene de los tramos superiores a cinco mil unidades de fomento, explicado en parte por la dinámica de los precios de las viviendas.

Los indicadores financieros de la banca dan cuenta de una menor fortaleza del sector. Al tercer trimestre de 2015, la rentabilidad (ROE) disminuyó a 15 por ciento, explicado en gran parte por la reducción en el margen de intereses. Esto se debió a cambios en la composición de la cartera desde segmentos de mayores retornos (consumo y comercial) hacia hipotecario.

Por su parte, el índice de adecuación de capital (IAC) continuó disminuyendo situándose algo por debajo de 13 por ciento a agosto de 2015, consolidando una caída de algo más de un punto porcentual en los últimos cuatro años (gráfico 14). Esta dinámica ha ocurrido en un contexto donde la banca internacional ha tendido a incrementar sus niveles de capitalización para fortalecer su capacidad de respuesta ante eventos de estrés financiero, en línea con las nuevas regulaciones internacionales de capital (Basilea III) o como una forma voluntaria de aumentar su resiliencia. Si bien Chile, con niveles de capitalización de alrededor de 14,3 por ciento en 2009 se encontraba en torno a la mediana de economías pertenecientes a la OCDE, hoy en día se sitúa en la parte baja de la distribución (gráfico 15).

En vista de estos desarrollos y considerando además que la reforma a la Ley General de Bancos anunciada este año por el Ministerio de Hacienda incluirá una revisión de los requerimientos de solvencia, haciéndolos converger gradualmente hacia nuevos estándares de capital de Basilea III, es relevante que la banca refuerce sus niveles de capital, por ejemplo ajustando políticas de reinversión de utilidades.

Con todo, los ejercicios de tensión que realizamos en cada IEF indican que los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo. El escenario en cuestión tiene características similares al evaluado en el IEF anterior. Así, considera una caída del PIB en el corto plazo y un menor nivel de crecimiento en el mediano plazo. En este, la actividad llegaría a -4,5 por ciento anual durante el trimestre más crítico y luego convergería a un crecimiento de 1,4 por ciento a fines de 2017. Ello intenta replicar episodios relevantes de fragilidad financiera pasados.

El resultado de los ejercicios de tensión muestra que el sistema bancario continúa con una posición financiera suficiente como para enfrentar la materialización de un escenario de estrés severo. Los resultados son más bajos respecto del IEF anterior, debido principalmente a un menor nivel de capitalización y rentabilidad inicial, afectada por menores márgenes operativos, coherentes con la evolución del ciclo económico (gráfico 16).

Quisiera finalizar con algunas reflexiones.

Reflexiones finales

La situación económica se ha tornado más compleja, especialmente para las economías emergentes. Los términos de intercambio han caído más de lo esperado y las condiciones financieras se han estrechado. Adicionalmente, si bien la recuperación de la actividad en los países desarrollados se ha ido consolidando, la situación de algunos importantes socios comerciales emergentes se ha deteriorado.

Las dificultades que hoy enfrentan las economías emergentes están relacionadas con los importantes cambios observados en la economía global, en especial, el fin del *boom* de las materias primas. No obstante, es importante reconocer que el impacto de estos cambios sobre cada economía depende de cómo se prepararon para enfrentarlos durante los años de bonanza. En esta materia, es indudable que muchas economías incubaron debilidades que hoy dificultan el proceso de ajuste. Déficits de cuenta corriente altos, situaciones fiscales poco balanceadas, mayores niveles de deuda corporativa, parte de la cual está expresada en moneda extranjera y no debidamente cubierta, son algunos de los elementos que agregan complejidad y riesgo al ajuste en varias economías.

Por cierto también hay fortalezas. En particular, muchas economías emergentes y de la región cuentan hoy con mejores marcos de política monetaria para enfrentar estos desafíos. Bancos centrales independientes con objetivos claros, tipos de cambio flexibles, y un adecuado nivel de reservas, son líneas de defensa fundamentales.

Chile destaca en estas materias. La deuda pública neta es prácticamente cero, gracias al ahorro en los años de altos precios del cobre. Nuestro sistema financiero está bien regulado y no presenta debilidades significativas. El accionar del Banco Central ha permitido un ajuste importante de los precios relativos y si bien el costo ha sido un aumento de la inflación, las expectativas han permanecido bien ancladas, clara señal de la credibilidad del mercado en nuestro compromiso con mantener la inflación baja y estable.

Pero no debemos tomar una posición autocomplaciente. Por el contrario, debemos fortalecer estos elementos que tradicionalmente han sido nuestras principales líneas de defensa frente a *shocks* externos.

En este marco, el IEF da cuenta de que es muy necesario que el sector privado mantenga una posición financiera sólida que le permita enfrentar un escenario más difícil. Por ello, tanto la mayor fragilidad que se detecta en la situación financiera de las firmas como el menor capital que mantienen los bancos son elementos que deben observarse con atención, más allá de que en la coyuntura actual no signifiquen un problema en sí mismos.

Respecto de la política fiscal, es altamente valorable el esfuerzo que el Gobierno y este Congreso se han impuesto para 2016, reduciendo de forma importante el crecimiento del gasto, en línea con ingresos que serán menores dada la caída del precio del cobre y un crecimiento más bajo de la economía. Más importante aún, es el reconocimiento de que es necesario un proceso de consolidación fiscal que tome en cuenta las restricciones presupuestarias que este escenario macro más complejo nos depara para el futuro.

Respecto de la política monetaria, nuestro marco de políticas le entrega un rol fundamental en la suavización del ciclo económico. La idea básica, es que si la política fiscal se conduce de manera ordenada y predecible, en línea con la aplicación de la regla fiscal, los espacios para una política monetaria contracíclica son mayores. En este sentido, es la política monetaria la primera línea de defensa frente a los *shocks* que enfrentamos. Es justamente ese el rol que hemos jugado estos años, en que bajamos las tasas, ayudando a contener la caída de la demanda y permitiendo que el peso se depreciara.

Pero, la política monetaria tiene límites que debemos respetar, si no queremos que este pilar esencial que es la estabilidad de precios se debilite. Es por eso, que tras verificarse niveles de inflación mayores y más persistentes que los previstos, hemos decidido disminuir en parte el impulso monetario, con el objetivo de llevar la inflación a la meta en un plazo de dos años. La política monetaria seguirá siendo expansiva, con tasas reales por debajo de sus niveles neutrales por un tiempo prolongado. Con esto, estamos seguros de que continuaremos ayudando a la recuperación de las tasas de crecimiento y a mantener el desempleo en niveles acotados. Pero también aseguramos que se logre la estabilidad de precios.

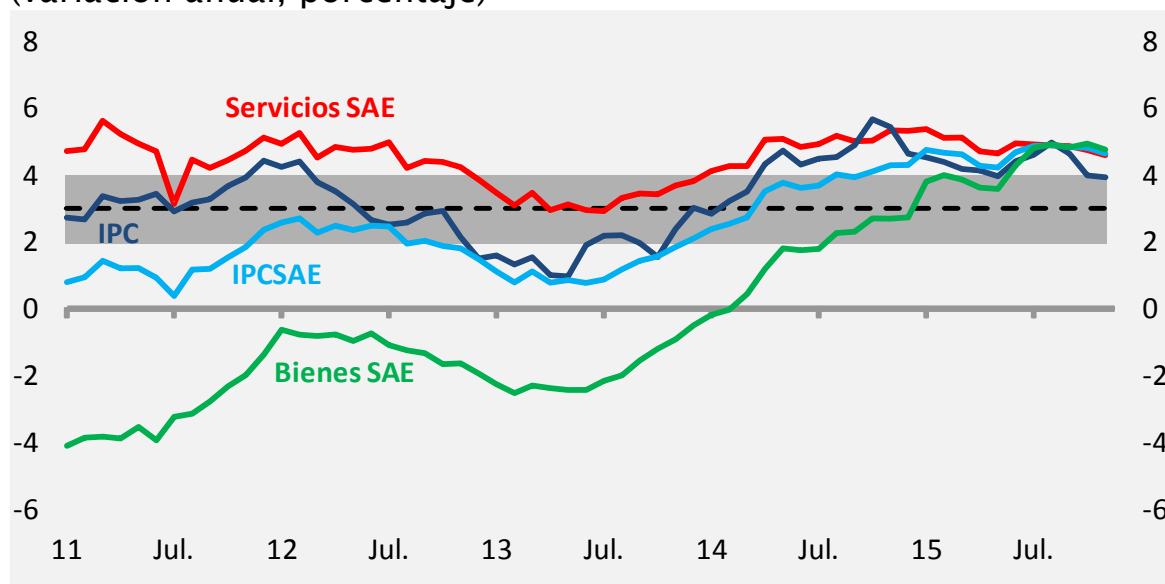
Quisiera terminar recalcando que a pesar del ambiente pesimista derivado de los desarrollos en la economía mundial, de los casos de colusión y otros temas legales, y, por qué no decirlo, de la crispación que ha caracterizado algunas importantes discusiones locales, desde un punto de vista macro las condiciones para retomar mayores tasas de crecimiento están presentes. No obstante, debemos estar preparados para enfrentar un escenario más complejo. Esto requiere que todos los aspectos que he mencionado mejoren. En lo que respecta a la política monetaria y nuestro rol como regulador financiero seguiremos trabajando para cumplir los objetivos que se nos han encomendado: mantener precios estables y velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

Muchas gracias.

Gráfico 1

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)



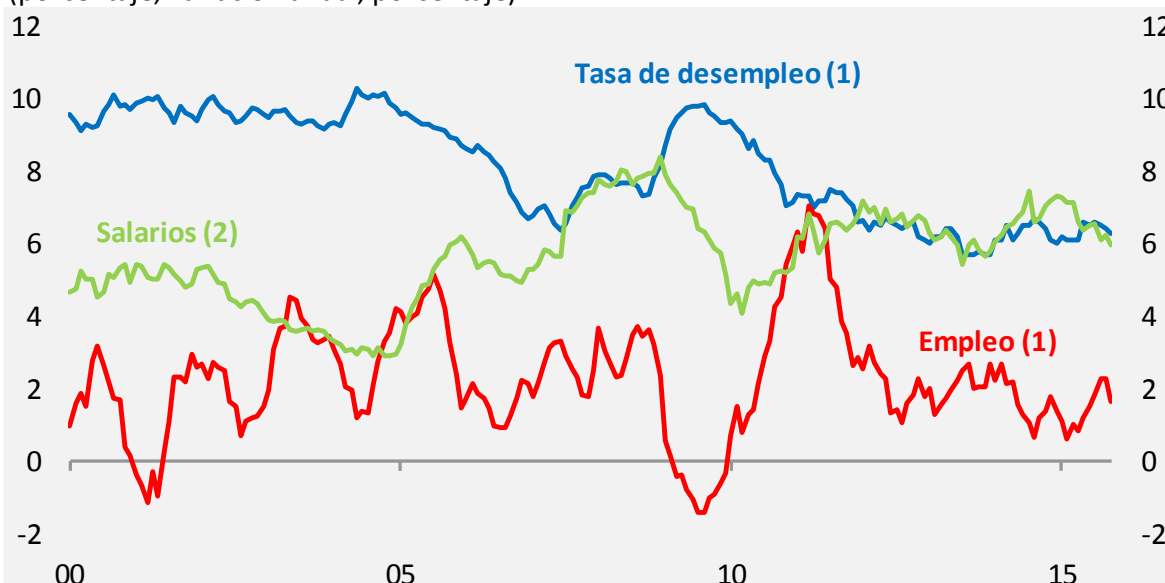
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

Gráfico 2

Mercado laboral

(porcentaje; variación anual, porcentaje)



(1) Series empalmadas usando la variación mensual en febrero 2010.

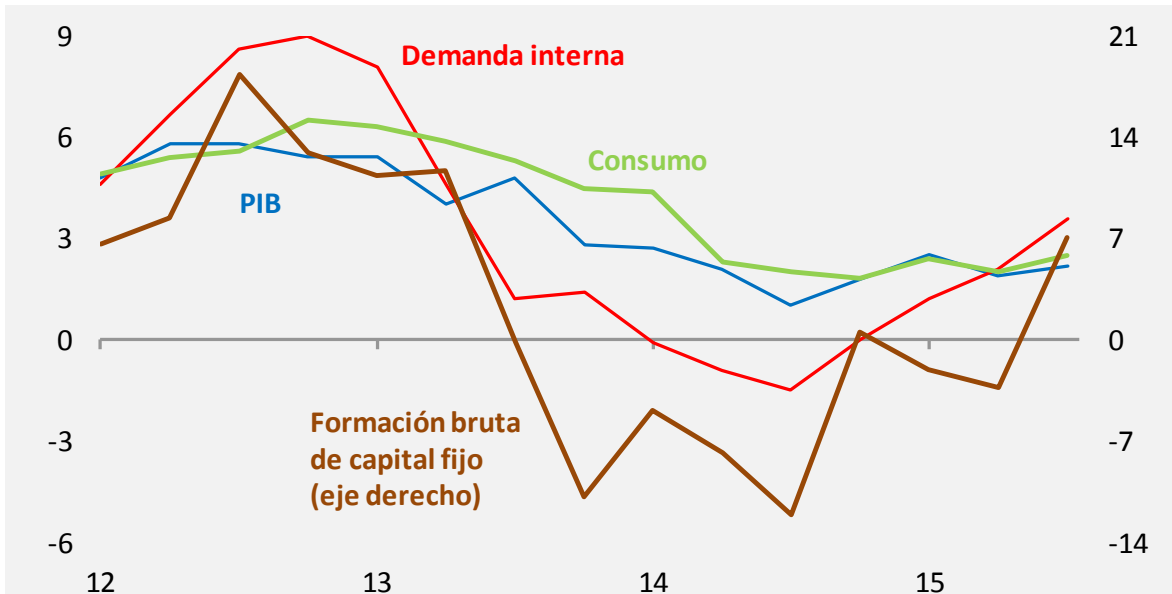
(2) Para los salarios nominales se consideró el promedio del CMO y el IREM. Series empalmadas usando la variación mensual en enero 2010.

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

Gráfico 3

PIB, demanda interna y sus componentes

(variación anual, porcentaje)

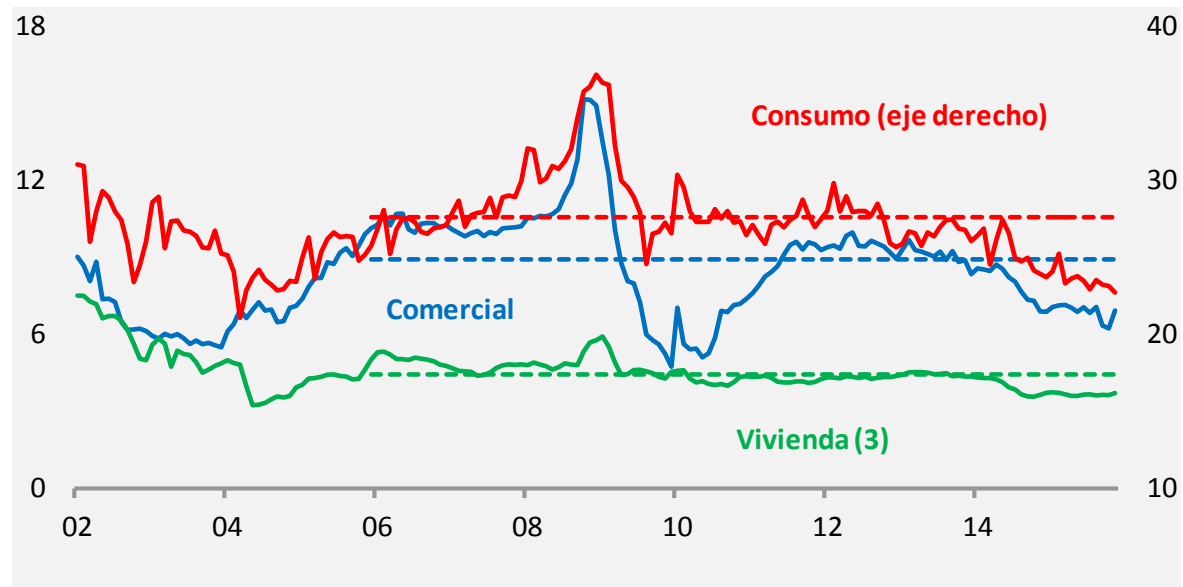


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)

(porcentaje)



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

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

(3) Las tasas de interés corresponden a colocaciones en UF.

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

Tabla 1

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2013	2014	2015 (f)			2016 (f)	
			IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15
PIB	4,2	1,9	2,25-3,25	2,0-2,5	2,1	2,5-3,5	2,0-3,0
Demanda interna	3,7	-0,6	2,6	2,0	2,3	3,1	2,6
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,5	2,2	1,4	2,0	3,0	2,5
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,1	0,7	-1,2	0,7	1,9	1,7
Consumo total	5,5	2,5	2,7	2,1	2,4	3,3	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	0,7	1,3	-1,7	-1,7	1,2	1,0
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-7,0	1,1	-2,3	-1,4	2,2	1,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	-0,4	-0,7	-1,7	-1,5	-2,6
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	21,0	20,8	20,0	20,0	19,1
Formación bruta de capital fijo (% del PIB) nominal	23,8	22,0	21,6	21,5	22,0	21,5	21,9

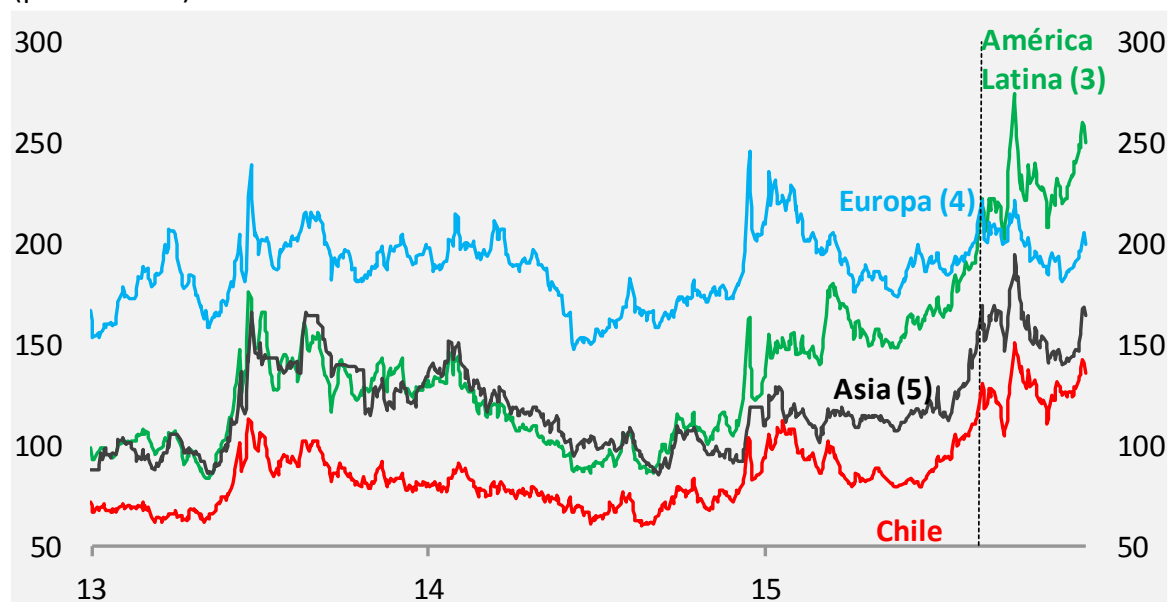
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

Premios por riesgo soberano en economías emergentes (1) (2)

(puntos base)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2015.

(2) Medidos por los premios CDS a 5 años. Corresponde a un promedio simple de los países para cada región. (3) Incluye a Brasil, Colombia, México, Panamá y Perú. (4) Incluye a Bulgaria, Croacia, Hungría, Rep. Checa y Turquía. (5) Incluye a China, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia.

Fuente: Bloomberg.

Tabla 2

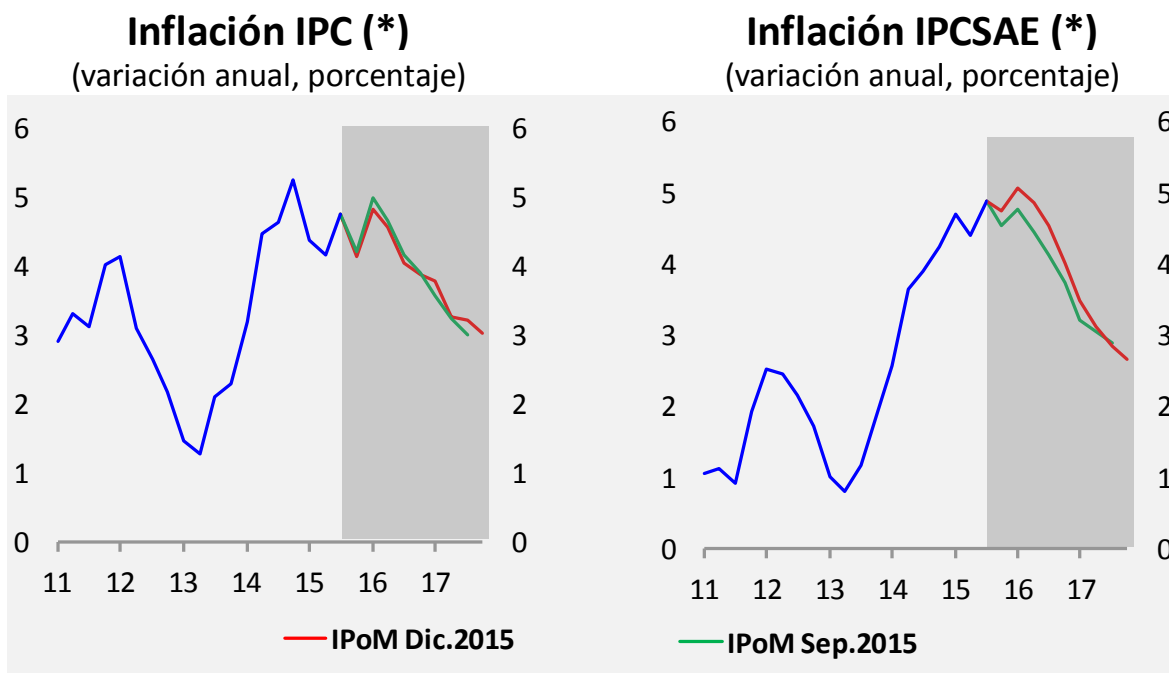
Supuestos del escenario base internacional

	2014	2015 (f)			2016 (f)			2017 (f)	
		IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Jun.15	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15	IPoM Sep.15	IPoM Dic.15
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)							
PIB socios comerciales	3,4	3,3	3,1	3,0	3,7	3,4	3,2	3,4	3,3
PIB mundial a PPC	3,4	3,4	3,2	3,1	3,7	3,5	3,4	3,5	3,5
Estados Unidos	2,4	2,5	2,4	2,4	2,9	2,8	2,6	2,8	2,8
Eurozona	0,9	1,5	1,5	1,5	2,0	1,9	1,7	1,9	1,8
Japón	-0,1	1,0	1,0	0,6	1,4	1,4	1,2	0,5	0,5
China	7,3	6,9	6,7	6,9	6,5	6,4	6,4	6,1	6,1
India	7,3	7,5	7,5	7,5	7,8	7,8	7,8	7,5	7,5
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	4,0	4,2	3,7	3,4	4,5	4,0	3,7	4,2	4,0
América Latina (excl. Chile)	1,0	0,2	-0,1	-0,6	1,8	1,0	0,4	1,4	1,5
		(niveles)							
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	311	280	255	249	290	245	220	250	230
Precios del petróleo (prom. Brent y WTI) (US\$/barril)	96	60	52	51	67	53	44	58	50
		(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	-1,4	1,3	-3,0	-4,2	-0,2	-1,0	-3,8	-0,4	1,7

(f) Proyección.

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

Gráfico 6



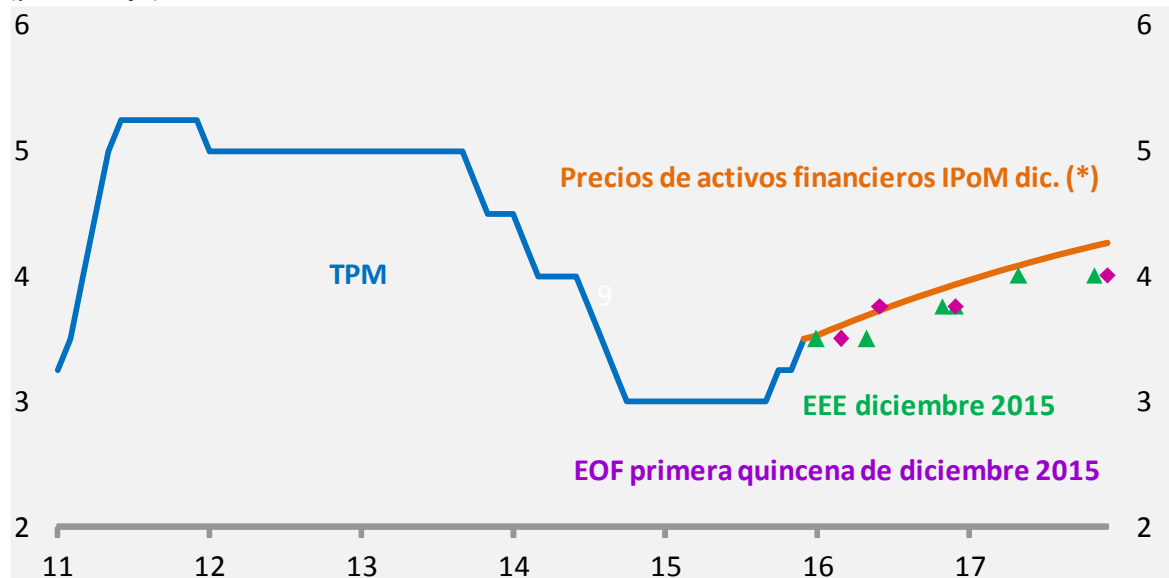
(*) El área gris corresponde a la proyección, a partir del cuarto trimestre del 2015.

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

Gráfico 7

TPM y expectativas

(porcentaje)



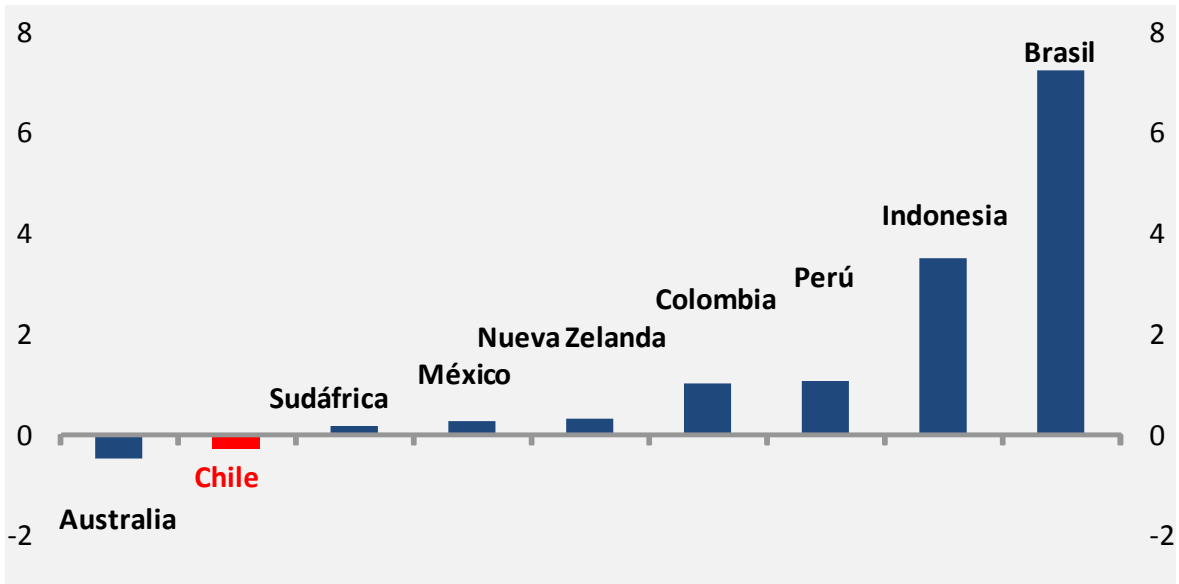
(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

TPM real (*)

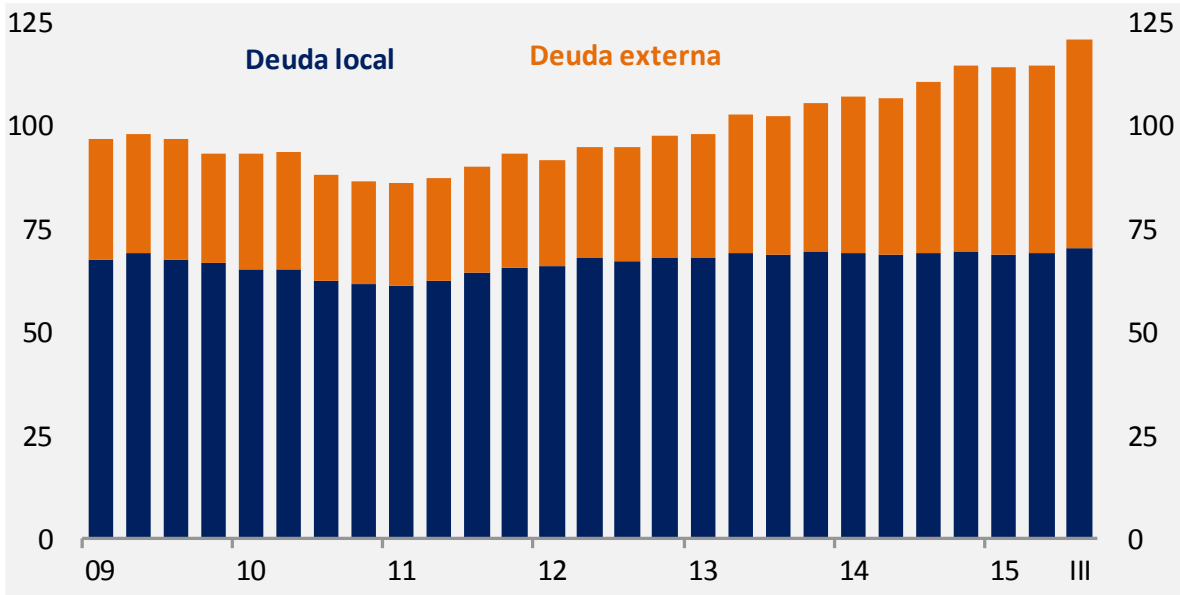
(porcentaje)



(*) Calculada como la TPM actual menos la inflación esperada para diciembre del 2016.

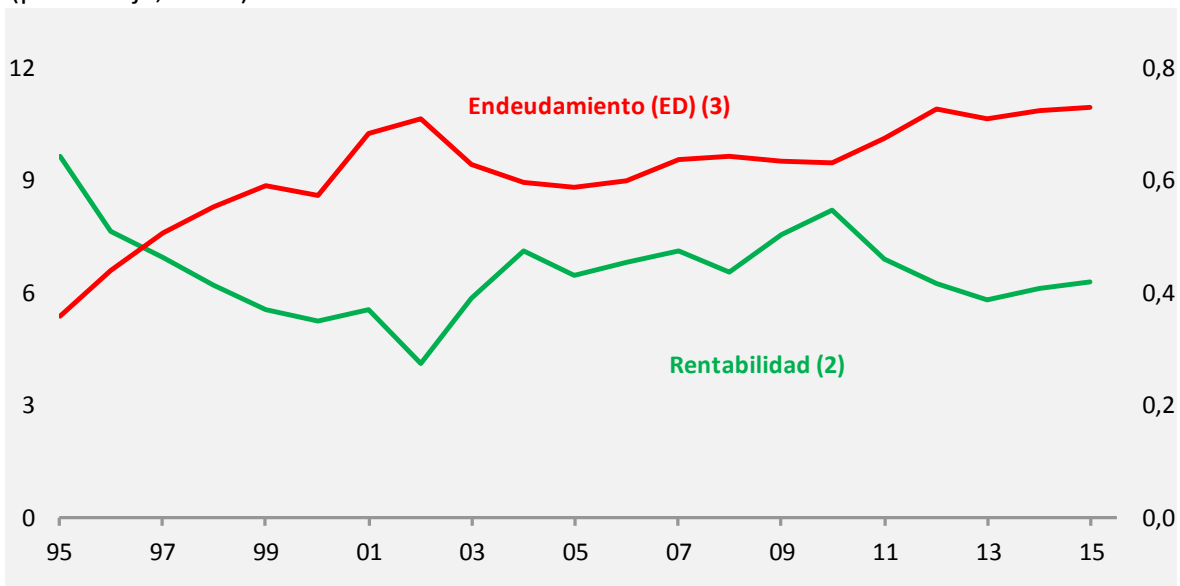
Fuentes: Banco Central de Chile y de los respectivos países.

Gráfico 9
Deuda total de empresas (*)
 (porcentaje del PIB)



(*) Excluye bancos. Basado en información administrativa a nivel de empresas.
 Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

Gráfico 10
Indicadores financieros sector corporativo (1)
 (porcentaje; veces)



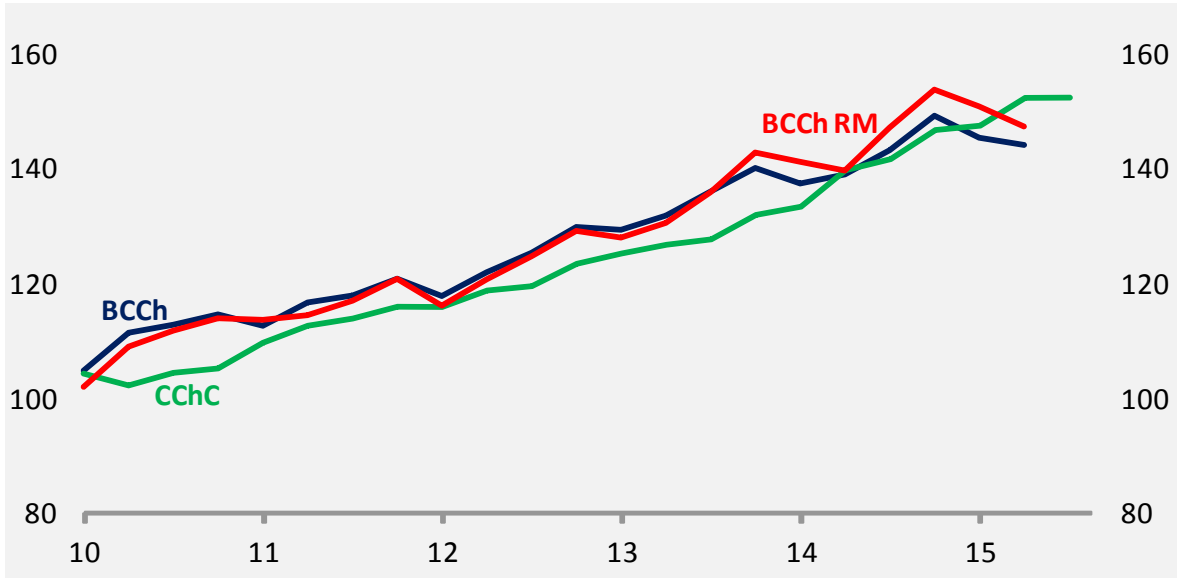
(1) Datos a diciembre de cada año, salvo 2015 donde se considera información a septiembre.
 (2) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros más impuestos sobre activos totales.
 (3) Razón deuda a patrimonio.

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

Gráfico 11

Indicadores de precios de vivienda (*)

(índice base 2008=100)



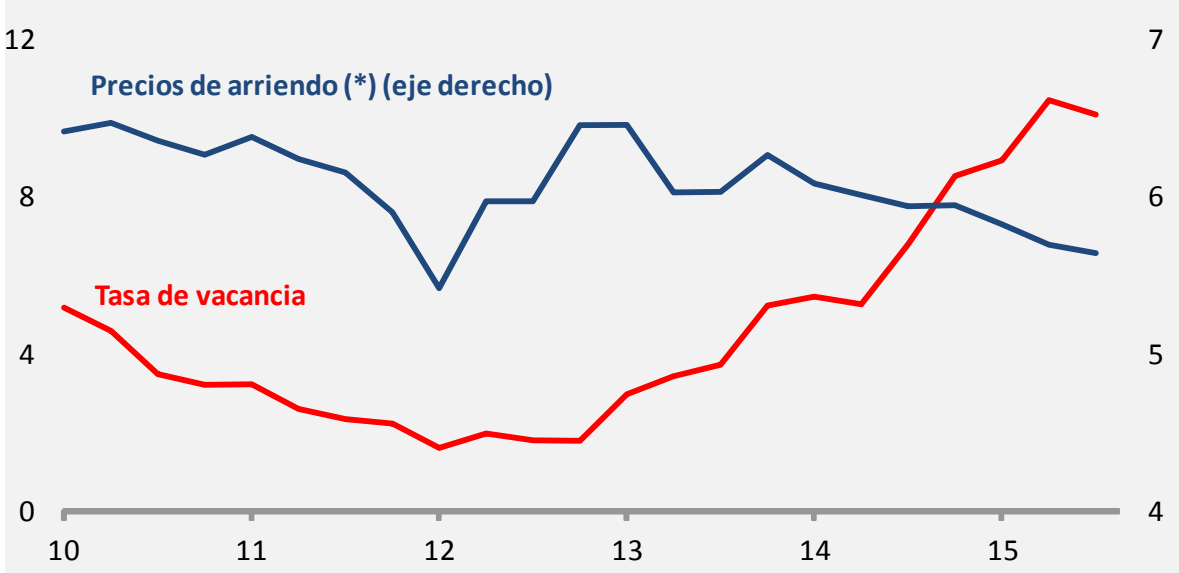
(*) Indicador BCCh calculado por el Banco Central con metodología estratificada. Indicador CChC calculado por la Cámara Chilena de la Construcción con metodología hedónica.

Fuentes: Banco Central de Chile y Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico 12

Tasa de vacancia y precios de arriendo

(porcentaje; UF anuales por m2)

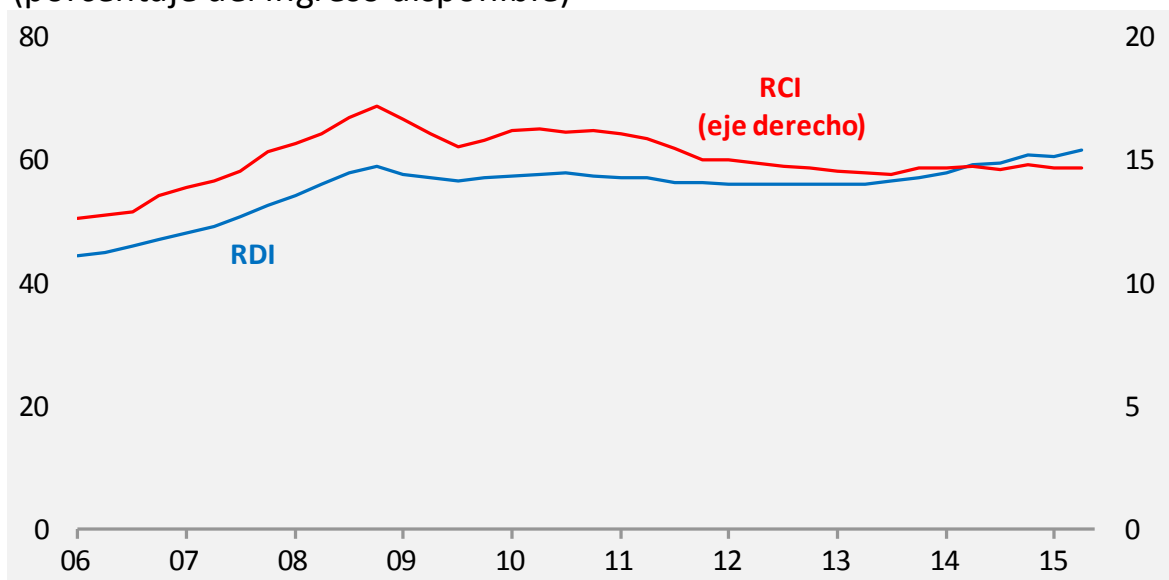


(*) Valores para clases A y B, ponderados por superficie.

Fuente: CBRE.

Gráfico 13

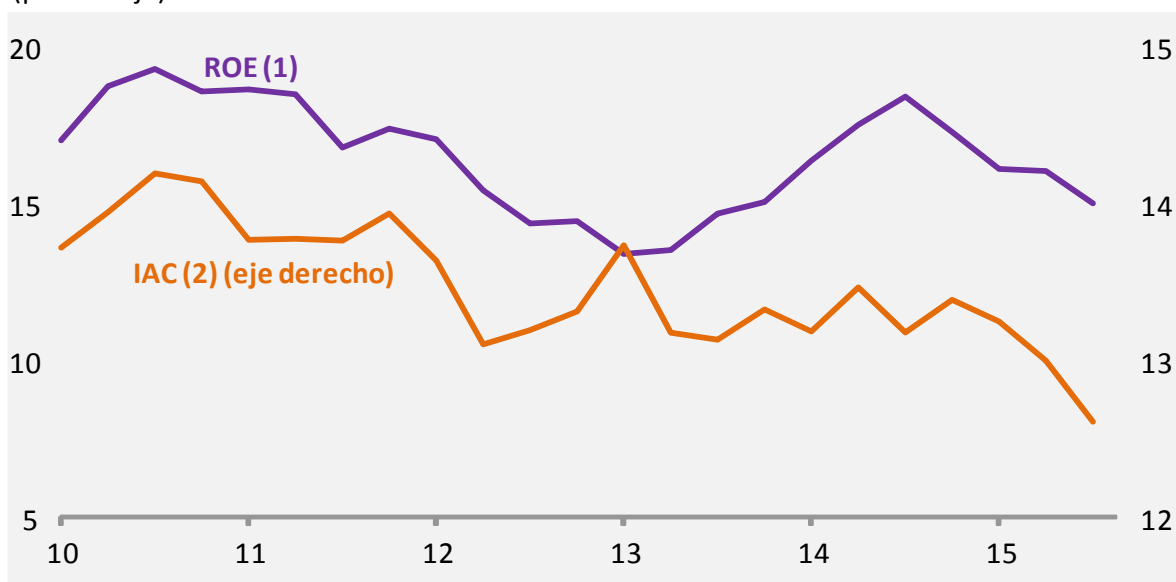
Endeudamiento (RDI) y carga financiera (RCI) de los hogares (porcentaje del ingreso disponible)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

Gráfico 14

Rentabilidad (ROE) y solvencia (IAC) del sistema bancario (porcentaje)



(1) Utilidad sobre capital básico.

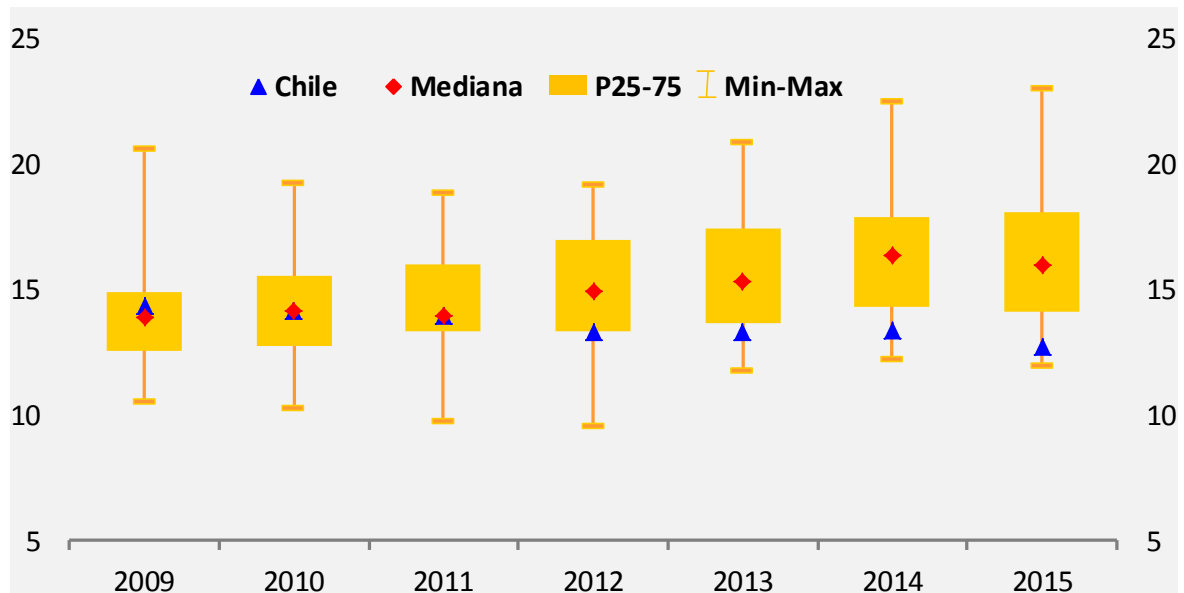
(2) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

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

Gráfico 15

Comparación internacional del IAC (*)

(porcentaje)



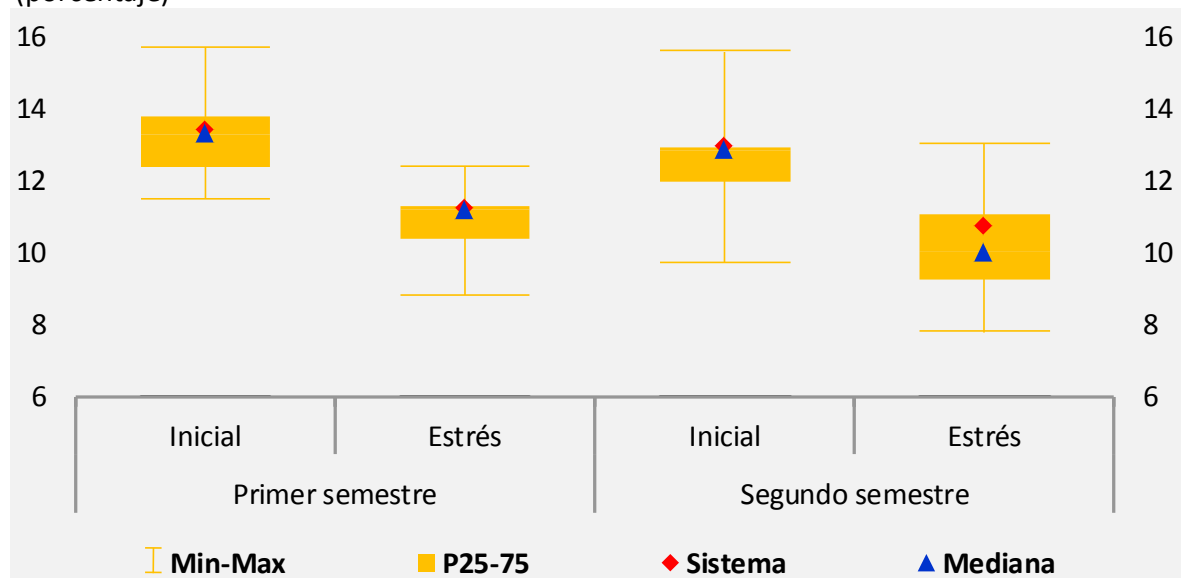
(*) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SBIF y FMI

Gráfico 16

Impacto de ejercicios de tensión sobre IAC (1) (2) (3)

(porcentaje)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución.

(2) Los cálculos no consideran la banca de tesorería, comercio exterior y consumo que han salido del sistema.

(3) Mínimo corresponde al percentil 1, en tanto el máximo al percentil 90.

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