



**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
15 de diciembre de 2014

*El *Informe de Política Monetaria* de diciembre de 2014 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del segundo semestre de 2014 se pueden encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Ricardo Lagos, 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 2014 y en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre de 2014.

Durante los últimos meses, la evolución del panorama macroeconómico da cuenta de una inflación que ha sorprendido al alza y un crecimiento de la actividad que lo ha hecho a la baja. En el escenario de proyecciones que les presentaré dentro de poco, hemos corregido al alza la inflación prevista para los próximos meses, aunque seguimos esperando que convergerá a 3 por ciento durante 2015. Asimismo, revisamos a la baja nuestras proyecciones de crecimiento de la actividad y demanda interna para este año y el próximo.

Detrás de las correcciones a nuestras proyecciones hay varios factores. Por el lado de la inflación, en los últimos meses hemos tenido sorpresas al alza importantes, que se relacionaron con precios específicos y, en su mayoría, de carácter temporal. Con todo, el alto nivel que muestra la inflación anual hoy, es resultado en gran medida de la significativa depreciación del peso en los últimos trimestres. Por el lado de la actividad, la información del tercer trimestre mostró un crecimiento del PIB y de la demanda interna por debajo de lo previsto. Asimismo, los datos de que disponemos para el cuarto trimestre no indican todavía una recuperación relevante. Todo esto, nos hace proyectar que el logro de mayores tasas de crecimiento de la actividad tardará más de lo que preveíamos en septiembre pasado.

El escenario internacional, en el agregado, no ha mostrado mayores cambios desde el IPoM previo. Quizás lo más relevante ha sido la fuerte caída en el precio del petróleo en los últimos meses, cuyos efectos se han comenzado a apreciar y se verán más intensamente a futuro. Por otra parte, si bien las percepciones de riesgo han aumentado y tuvimos un episodio de volatilidad importante en octubre, que fue pasajero, no se observan cambios significativos en términos de crecimiento global.

En lo interno, completamos un proceso de reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) llevándola de 5 a 3 por ciento entre octubre de 2013 y 2014. Este importante descenso puso a la TPM en un nivel bastante expansivo, acorde con el deterioro de la economía que hemos observado. El costo de financiamiento en el mercado interno ha respondido al descenso de la TPM, con tasas de mercado que se han reducido de forma significativa, resaltando las de créditos hipotecarios, prácticamente en sus mínimos históricos.

Pese a todo lo anterior, las expectativas de empresas y hogares se han deteriorado a lo largo del año y hoy se encuentran claramente en niveles pesimistas, factor que pesa en el menor crecimiento de 2014 y la menor velocidad de recuperación prevista para 2015. De cualquier

forma, nuestras proyecciones para el próximo año consideran que estas expectativas se recuperarán y darán sustento, entre varios otros factores, a un mayor crecimiento de la economía.

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

Escenario macroeconómico

La inflación sorprendió al alza a lo largo de 2014. A comienzos de año, el Consejo estimó que la inflación se ubicaría en 3 por ciento a fines de este año, en parte, porque la depreciación acumulada hasta entonces tendría un efecto acotado, dentro de patrones históricos, en la inflación. Dicho juicio se modificó en la medida en que los datos efectivos mostraron un traspaso a los precios finales mayor que el previsto. Así, ya para junio la proyección de inflación tuvo una corrección al alza relevante. En los últimos meses, el traspaso ha ido acorde con lo esperado. Sin embargo, la mayor depreciación del peso y algunos elementos puntuales —en particular, el incremento del precio de algunas frutas y verduras frescas— elevaron la inflación por sobre lo previsto. Dichos aumentos ya tuvieron alguna reversión en noviembre, a lo que se sumó el menor precio de los combustibles. Esto último debería seguir incidiendo a la baja en los meses venideros. Las expectativas privadas de inflación también tuvieron cambios relevantes en el transcurso del año, acordes con las mencionadas sorpresas (gráfico 1).

Respecto de la actividad, en el tercer trimestre, el crecimiento tanto del PIB como de la demanda interna estuvo por debajo de lo previsto en septiembre, aunque el tamaño de la sorpresa fue menor que en el segundo trimestre. En cuanto a los componentes del gasto, el crecimiento del consumo privado fue bajo y la inversión siguió cayendo en términos anuales. El marcado deterioro del consumo de bienes durables y de la inversión en maquinaria y equipos volvieron a destacar (gráfico 2). El fuerte ajuste del gasto y la depreciación del peso han redundado en un rápido descenso del déficit de la cuenta corriente tanto a precios de tendencia como efectivos (gráfico 3).

Como ya indiqué, al bajo dinamismo de la economía durante el tercer trimestre, se añade que indicadores parciales del cuarto trimestre no muestran una recuperación relevante del gasto. La variación anual de las importaciones de bienes de consumo y de capital sigue en valores negativos; diversos indicadores de ventas del comercio muestran tendencias similares a las de los meses previos; y datos relacionados con la construcción indican una sostenida debilidad del rubro (gráfico 4). Un panorama similar se observa en la industria que, con la excepción principalmente de los sectores exportadores, da cuenta de una sostenida caída de sus niveles de actividad. El escenario para la inversión en construcción y obras, uno de los componentes más inerciales del gasto, también se ha deteriorado. El catastro de la Corporación de Bienes de Capital de septiembre volvió a corregir los montos previstos para 2014 y 2015, ubicándolos por debajo de los de 2013.

El bajo crecimiento de la economía se ha dado en un contexto en que las expectativas de empresas y hogares se han vuelto más pesimistas (gráfico 5). En el caso de los consumidores, este deterioro se da en un escenario en que la mayor inflación ha afectado el

poder adquisitivo de los hogares. La tasa de desempleo continúa en torno a 6,5 por ciento, un número reducido desde una perspectiva histórica, pero la creación de empleo asalariado ha permanecido baja y las encuestas dan cuenta de mayor incertidumbre respecto de la evolución del mercado laboral. Para las empresas, el mayor grado de pesimismo ha coincidido con bajos niveles de rentabilidad y con un ambiente para la inversión que las empresas juzgan menos atractivo. Se añade una percepción de inventarios por sobre lo deseado, a pesar de las sucesivas bajas de dicha variable en los últimos trimestres.

Como ya indiqué, el costo de financiamiento interno, en cambio, se ha vuelto más favorable. Esto, en línea con la importante reducción de la Tasa de Política Monetaria que tuvo lugar durante el último año (gráfico 6). Las tasas de largo plazo también han tenido un descenso significativo en el último año y medio, respondiendo de forma importante al cambio en la política monetaria (gráfico 7). No obstante, el crecimiento real anual de las colocaciones bancarias de consumo y comerciales está en niveles bajos, en algunos casos alcanzando sus mínimos en varios años. La excepción son los créditos hipotecarios, que siguen con un crecimiento dinámico. La Encuesta de Crédito Bancario de septiembre da cuenta de mayores restricciones de oferta, pero principalmente de una menor demanda.

En el escenario base, la actividad crecerá este año 1,7 por ciento, marginalmente por debajo del rango previsto en septiembre. Ello, reflejo de la mencionada debilidad de la actividad en el tercer trimestre y de su prolongación hacia el último cuarto del año. Además, de expectativas de consumidores y empresas que, hasta ahora, no muestran la mejoría que se esperaba hace algunos meses. Para 2015, el Consejo estima que el crecimiento del PIB se situará entre 2,5 y 3,5 por ciento. Con esto, la expansión de la economía seguirá por debajo de su crecimiento de mediano plazo, que el Consejo estima entre 4 y 4,5 por ciento.

El crecimiento esperado para el próximo año se prevé será mayor al de 2014. Ello, se sustenta en que la economía ha hecho un ajuste rápido e importante durante este año, como lo refleja la evolución de la cuenta corriente, las tasas de interés y el tipo de cambio real. También, en que la confianza de consumidores y empresas tenderá a mejorar. Además, en que las condiciones externas previstas para 2015, si bien menos auspiciosas que lo esperado en septiembre, son algo mejores que las de este año, en parte por el mayor impulso que dará la caída del precio del petróleo. El significativo impulso monetario que ya se ha agregado, el mayor impulso fiscal y el efecto de la depreciación del peso en la actividad de los sectores transables serán un apoyo importante. Por último, aunque la situación financiera de hogares y empresas es menos holgada que en años anteriores, se estima que no representará un obstáculo para la recuperación de la economía (tabla 1).

En lo externo, el escenario base considera un panorama de actividad algo menos dinámico que lo previsto en septiembre, pero que sigue apuntando a expansiones para 2015 y 2016 que serán superiores a las de 2014. Ello, combina una actividad mundial que ha perdido dinamismo en lo más reciente pero que se compensa, al menos parcialmente, por el mayor impulso que dará la caída del precio del petróleo. Por regiones, resalta la creciente divergencia entre el desempeño de Estados Unidos —con una recuperación más consolidada— y otras economías desarrolladas, como la Eurozona y Japón, donde las proyecciones se han vuelto a recortar. En el mundo emergente, las perspectivas también son algo más débiles, destacando América Latina con las mayores revisiones a la baja. En el

escenario base, los socios comerciales crecerán 3,5 y 3,9 por ciento en 2015 y 2016, respectivamente (tabla 2).

En el escenario base, las condiciones financieras externas y sus perspectivas serán menos expansivas que este año, pero seguirán favorables en una perspectiva histórica. En Estados Unidos, la Reserva Federal terminó el programa de compra de activos y se prevé un aumento de la tasa de los fondos federales en 2015, el que, probablemente, tendrá efectos al alza en la tasas de largo plazo de esa economía. En la Eurozona y Japón se ha aplicado una política monetaria más expansiva, ante la mayor debilidad económica y el riesgo deflacionario, y se esperan nuevas medidas en esa dirección en los próximos trimestres. Así, las tasas de interés de largo plazo de las principales economías desarrolladas siguieron retrocediendo o se mantuvieron bajas. El mejor desempeño relativo de Estados Unidos frente al resto del mundo ha llevado a un fortalecimiento global del dólar. Esto ha afectado al resto de las monedas, entre ellas el peso chileno. En este caso, su trayectoria también ha estado influida por el ajuste en el escenario macroeconómico local, los cambios en la política monetaria y el descenso del precio del cobre (gráfico 8).

La caída de los precios de las materias primas ha provocado importantes cambios en el panorama de inflación mundial. En particular, el precio del petróleo y sus perspectivas descendieron de manera relevante, principalmente, por factores de oferta que han dado paso a un balance superavitario en el mercado del crudo. Además, se ha traducido en un menor panorama de la inflación externa relevante y mejoras en los términos de intercambio de Chile. No obstante, parte de ello se compensa por el menor precio actual y previsto del cobre, cuyo valor se ubicó por debajo de 3 dólares la libra en las semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. En el escenario base, el precio promediará 295 y 285 centavos de dólar la libra en 2015 y 2016, respectivamente.

En Chile, se espera que la inflación anual del IPC se mantenga por sobre 4 por ciento por algunos meses más. Sin embargo, la combinación de altas bases de comparación de 2014, la evolución del precio de los combustibles y la acumulación de holguras de capacidad en la economía provocarán un descenso hacia 3 por ciento en el curso de 2015. Luego oscilará en torno a 3 por ciento hasta el último trimestre de 2016 —el fin del horizonte de proyección— (gráfico 9). En la inflación IPCSAE, la proyección para 2015 se corrige al alza, tomando en consideración la mayor depreciación del peso, su traspaso a los precios y la evolución de los salarios nominales. De todos modos, se espera que para fines del próximo año se ubique en torno a 3 por ciento y fluctué alrededor de ese valor durante 2016.

Esta trayectoria considera que el traspaso a los precios de la depreciación del peso de los últimos meses ocurrirá de acuerdo con los patrones históricos; que los salarios tendrán ajustes acordes a la productividad; y que se mantendrán holguras de capacidad en el horizonte de proyección. Sobre el tipo de cambio real, se utiliza como supuesto metodológico que se mantendrá en valores similares al actual, toda vez que se ubica dentro del rango que se estima coherente con sus fundamentos de largo plazo. Además, como supuesto de trabajo, se considera que la Tasa de Política Monetaria se mantendrá estable en el corto plazo.

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, está el riesgo de cuándo y con qué velocidad la Reserva Federal comenzará a aumentar su tasa de referencia, y cómo impactará al precio de los activos financieros. El riesgo de una mayor volatilidad en los mercados ha subido, a raíz de la creciente discrepancia entre las expectativas privadas y los anuncios de la propia Reserva Federal, y la divergencia en la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas. En China, han retomado relevancia los riesgos sobre su desempeño, reflejo de la mayor debilidad reciente. La evolución de su sistema financiero y su sector inmobiliario son los principales focos de atención, lo que podría generar una mayor caída del precio del cobre. En la Eurozona, pese al avance en el ámbito financiero y bancario —reflejados en el resultado de las pruebas de tensión— la expansión del crédito sigue lenta y el riesgo de una desaceleración mayor está latente.

Todos estos riesgos del escenario externo, podrían generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros mundiales, con importantes efectos negativos en el costo de financiamiento y en la actividad. También podrían provocar una depreciación adicional de las monedas emergentes, entre ellas el peso, con efectos en el panorama de inflación de corto plazo.

En el lado positivo se destaca la posibilidad de que la caída en el precio del petróleo tenga un efecto superior a lo proyectado sobre la actividad tanto externa como interna, ya sea porque el efecto de tal reducción tiene una intensidad mayor a la estimada en el escenario base o porque esta caída es más pronunciada.

En el ámbito local, un riesgo dice relación con el desempeño de la actividad, pero en especial con la dinámica de la demanda interna. Sus perspectivas de recuperación se han retrasado sucesivamente, a la vez que su materialización ha perdido fuerza. El escenario base considera que la confianza de empresas y consumidores tendrá una mejoría gradual. De no suceder esto, el menor crecimiento del gasto y de la actividad puede prolongarse, traduciéndose en holguras de capacidad más duraderas y en menores presiones inflacionarias.

Tampoco puede descartarse que el tamaño actual de las holguras de capacidad —variable no observable y con una medición sujeta a incertidumbre— sea menor que lo estimado y, por lo tanto, contribuya menos que lo previsto a la desaceleración de la inflación. El bajo desempleo y el alto crecimiento de los salarios nominales ponen una nota de cautela en la evaluación de la dinámica inflacionaria.

Evalrados estos riesgos, los que provienen tanto del escenario interno como externo, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado y para la actividad está sesgado a la baja.

La inflación está en niveles altos, pero se espera que en el curso del próximo año se ubique en torno a 3 por ciento. La actividad y la demanda interna siguen mostrando una importante

debilidad y las perspectivas de crecimiento para 2015 se han revisado a la baja, pese a que los impulsos monetario y fiscal son relevantes, y el externo será algo mayor que el observado este año. El Consejo llevó a la TPM a 3 por ciento y ha señalado que cambios futuros en ella dependerán de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias. Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de política.

Informe de Estabilidad Financiera

El Informe de Estabilidad Financiera (IEF) 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. A continuación paso a describir brevemente algunos de los principales temas que dicho Informe trata en esta ocasión.

En el IEF que presentamos hoy analizamos los mismos escenarios de riesgo externo que acabo de describirles.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, concluimos que el avance en el proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos podría conllevar episodios de volatilidad financiera. Las políticas expansivas han contribuido al actual ambiente de bajas primas por riesgo y volatilidad. Por ello, noticias inesperadas sobre la evolución de la política monetaria en Estados Unidos podrían afectar las condiciones financieras —como en mayo de 2013—, aumentando el costo de financiamiento en los mercados internacionales, revirtiendo los flujos de portafolio y depreciando las monedas de las economías emergentes respecto del dólar. El comienzo de un nuevo ciclo de expansión cuantitativa por parte del Banco Central Europeo, y los anuncios recientes del Banco de Japón en el mismo sentido, podrían atenuar la probabilidad e impacto de estos episodios de volatilidad, dependiendo de cómo estas políticas no convencionales se reflejen en las condiciones de financiamiento global.

Otro riesgo dice relación con el hecho que la desaceleración de las economías emergentes podría resultar en menores flujos de capitales. Esto, porque reduce su atractivo como clase de activo, en particular en América Latina. Un escenario en que la caída reciente de los precios de materias primas se prolongue o se agudice, o resurjan con fuerza las dudas acerca del desempeño de China, podría desencadenar eventos de este tipo. El panorama podría ser más complejo si al mismo tiempo sube la tasa de largo plazo en Estados Unidos, aumentando el costo de financiamiento externo.

Se debe considerar que un incremento del costo de financiamiento externo podría presionar al alza las tasas de interés de largo plazo locales. El descenso de las tasas de interés de largo plazo externas e internas ha motivado la emisión de bonos en ambos mercados y la demanda local por Fondos Mutuos tipo 3. Si bien las tasas locales no han respondido solo a cambios en las tasas externas —reflejando también las acciones de política monetaria interna—, un alza de las tasas internacionales podría derivar en un mayor costo de financiamiento corporativo. A la vez, podría generar ajustes de portafolios por parte de los

agentes involucrados, que reforzarían el alza de tasas generando mayor de volatilidad en los mercados.

Al segundo trimestre, la situación financiera del sector corporativo chileno no mostró cambios importantes respecto de fines de 2013, aunque mantiene un endeudamiento alto y una rentabilidad baja para patrones históricos (gráfico 10). Con todo, la razón deuda a PIB mantiene una tendencia levemente creciente. En el contexto de un menor crecimiento económico, no se puede descartar que datos más recientes —no disponibles al cierre de este IEF— muestren resultados menos favorables. Por su parte, la depreciación del tipo de cambio no ha implicado un deterioro importante de la rentabilidad de las firmas que presentan descalce cambiario.

En el mercado inmobiliario residencial los precios siguen subiendo, mientras en el de oficinas ha aumentado la tasa de vacancia (gráfico 11). Indicadores de mercado señalan un dinámico crecimiento de los precios de las viviendas en la Región Metropolitana, con una demanda que permanece robusta —pese al momento cíclico de la economía— y bajos niveles de inventarios. Cambios en estos factores podrían redundar en un menor crecimiento de los precios, por lo que no deben extrapolarse tendencias pasadas en las decisiones de inversión y financiamiento de proyectos en el sector. Por el lado comercial, y acorde con lo expuesto en IEF previos, el ingreso de nuevos proyectos al mercado de oficinas ha dado paso a una mayor tasa de vacancia, la que podría seguir subiendo si la oferta continúa creciendo en el sector.

Los hogares presentan un mayor nivel de endeudamiento —asociado principalmente a la deuda hipotecaria—, aunque su carga financiera se mantiene estable debido a las menores tasas de interés (gráfico 12). El bajo nivel de desempleo y la orientación de la banca hacia hogares menos expuestos al ciclo económico mencionada en IEF anteriores, ha llevado a que, pese a la debilidad cíclica de los trimestres recientes, los indicadores de pago bancarios no muestren cambios. Con todo, se debe considerar que el mercado laboral podría deteriorarse, reduciendo la capacidad de pago de los hogares.

Respecto del crédito, en la cartera comercial, la reducción tanto de las tasas de interés como de los flujos de crédito sugiere que factores de demanda estarían predominando. Parte de la menor demanda por financiamiento bancario se debe a la sustitución de deuda con emisiones de bonos. En la Encuesta de Crédito Bancario de septiembre tanto los factores de oferta como de demanda se volvieron más restrictivos que en períodos previos, pero el cambio en los de demanda es mayor. En los créditos de consumo la evidencia es mixta, validando factores de oferta y de demanda. Es importante mencionar que la información disponible hasta el momento no muestra evidencia clara que la nueva reglamentación para la Tasa Máxima Convencional (TMC) haya afectado los flujos de crédito de consumo de la banca. Esto, toda vez que pocas operaciones de crédito bancario se generan a tasas superiores a 41 y 39 por ciento, que son los niveles a las cuales al tercer trimestre llegaron las TMC para operaciones entre 0 y 50 unidades de fomento, y entre 50 y 200 unidades de fomento, respectivamente. No obstante, dicha reglamentación para la TMC aún se encuentra en proceso de implementación, por lo que se esperan futuras reducciones, las cuales podrían tener un mayor impacto debido a que el número de operaciones que se realizan con tasas de interés entre 35 y 40 por ciento es significativo (gráfico 13).

Los indicadores financieros de la banca siguen saludables y los ejercicios de tensión muestran que los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo (gráfico 14). Si bien la rentabilidad de la banca aumentó en lo más reciente, esto fue impulsado por el efecto transitorio de la mayor inflación. El margen de intereses se ha mantenido durante 2014 y sigue siendo el principal contribuyente de la rentabilidad de esta industria. El impacto del escenario de estrés involucra una caída de las utilidades similar a la del IEF anterior, pero la mejor rentabilidad inicial permite a la banca obtener un ROE final positivo en este escenario.

Las emisiones de bonos, locales y externos, han contribuido a diversificar las fuentes de financiamiento de la banca (gráfico 15). Los menores costos de financiamiento han favorecido las emisiones de deuda en el mercado local y externo, subiendo la duración de los pasivos. Algunos bancos mantienen una alta dependencia a fuentes mayoristas, lo que puede ser una vulnerabilidad relevante ante un episodio de cambios en las decisiones de portafolio de estos inversionistas o una mayor volatilidad de estos flujos.

En síntesis, la situación financiera actual de empresas y hogares, aunque sigue siendo sólida, es algo menos holgada que en años previos, por lo que su fortaleza para enfrentar un deterioro del entorno macroeconómico nacional e internacional ha disminuido. Por ello, se requiere que los agentes evalúen apropiadamente sus decisiones de endeudamiento y otorgamiento de crédito.

Quisiera finalizar con algunas reflexiones.

Reflexiones finales

2014 no ha sido un buen año para la economía chilena: el crecimiento ha sido bajo y la inflación ha excedido el límite superior de nuestro rango de tolerancia por varios meses. El análisis que les hemos presentado hoy da cuenta de que parte importante de estas cifras son consecuencia del natural ajuste de una economía que enfrenta cambios relevantes, tanto en las condiciones locales como externas. Estos cambios requieren un ajuste importante de los precios relativos, que permita la reasignación de recursos entre sectores.

No debemos olvidar que el entorno externo se ha modificado significativamente en los últimos trimestres. Hemos visto el fin del llamado súper ciclo de las materias primas. Su impacto negativo en el precio del cobre ha afectado la inversión en la minería, una de las principales fuentes de crecimiento de nuestra economía en el último tiempo. La situación económica de China y de varios otros países emergentes ha mostrado una debilidad por sobre la prevista. Esto último ha generado un ambiente de mayor volatilidad de las condiciones financieras externas para economías emergentes, fenómeno que se ha acentuado a medida que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos se acerca.

Ha sido frecuente que se nos consulte sobre si incide en la desaceleración que vive nuestra economía la discusión sobre las reformas que hoy se están debatiendo en el país. Hemos sido muy claros en nuestro planteamiento. En primer lugar, valoramos la discusión de

perfeccionamientos que puedan contribuir a mejorar el nivel de vida de los chilenos y a un mayor desarrollo de nuestra economía. Sin embargo, el Banco Central no va a entrar en la discusión sobre los detalles de cada una de estas reformas, porque no está en su campo de acción hacerlo. En segundo lugar, valoramos el hecho de que si algunas reformas implican aumentos permanentes del gasto público, su financiamiento provenga también de mayores ingresos permanentes, de modo de mantener la solidez fiscal que ha caracterizado a nuestra economía por décadas. Tercero, es lógico y así ha sido transversalmente reconocido, que reformas de esta envergadura produzcan algunas incertidumbres e inquietudes y que eso lleve a postergar proyectos de inversión con sus consecuentes efectos sobre la actividad económica. No obstante, es muy difícil cuantificar ese efecto. Por último, en aras de buscar estabilidad institucional, nos parece positivo que, en reformas importantes como las que se discuten en la actualidad en el país, se logren acuerdos lo más amplios posibles. Con esa perspectiva valoramos el espíritu del acuerdo liderado por el Ministro de Hacienda y por este Parlamento para la aprobación de la reforma tributaria.

También, quisiera explicar el rol que ha jugado el Banco Central en el contexto de desaceleración económica que hemos vivido. La función de la política monetaria no es evitar el ajuste de la economía, sino más bien ayudar a que este ocurra de manera suave y sin poner en peligro la convergencia de la inflación. Esto es lo que hemos hecho desde mediados de 2013, cuando el Consejo anunció que muy posiblemente vendría un relajamiento monetario, lo que inmediatamente se tradujo en una reducción de las tasas de largo plazo. Más adelante, en octubre de 2013, se inició el proceso de expansión monetaria que significó una baja de 200 puntos base de la Tasa de Política Monetaria en un año. En estos meses hemos actuado con convicción, permitiendo un mayor relajamiento de las condiciones financieras y una depreciación del peso que consideramos relevante para el ajuste cíclico de la economía. Así, durante este año hemos sido la economía que más ha bajado su TPM dentro de un grupo de países emergentes, con el evidente resultado de que nuestra moneda también ha sido una de las que más se ha depreciado (tabla 3).

Lo anterior no ha estado exento de costos. La depreciación del peso ha sido, sin duda, la principal fuente de la mayor inflación observada este año, pero es un costo que una economía sana como la nuestra puede asumir en estas circunstancias en la medida que, como lo estimamos, se trate de una situación transitoria. Esto nos diferencia de otras economías emergentes, que producto de vulnerabilidades acumuladas en el pasado, hoy se han visto en dificultades para impulsar medidas más decididas en esta materia.

Hoy la economía se encuentra en buen pie para retomar una senda de mayor crecimiento. Ello, se sustenta en que ha hecho un ajuste rápido e importante durante este año, como lo refleja la evolución de la cuenta corriente, las tasas de interés y el tipo de cambio real. Además, en que las condiciones externas previstas para 2015, si bien menos auspiciosas que lo esperado en septiembre, son algo mejores que las de este año. También, no menos importante, en la solidez de nuestra economía y de nuestras instituciones.

El significativo impulso monetario que ya se ha agregado, el mayor impulso fiscal y el efecto de la depreciación del peso en la actividad de los sectores transables serán un apoyo a la actividad económica. La depreciación del peso ha favorecido la evolución de los sectores exportadores y a regiones donde se ubican algunos de esos sectores. Así, es

destacable que, tal como se desprende de nuestro Informe de Percepciones de Negocios, ciertas regiones de nuestro país, en especial en la zona sur, que vivieron difíciles momentos en los últimos años, hoy estén en una situación que es comparativamente mucho mejor a la de otras regiones del país.

Sin embargo, como ya lo mencioné, la inflación sigue siendo elevada y mayor que la prevista, señal de que por el momento, el accionar de la política monetaria ha llegado a su límite. Si bien es nuestra convicción que la inflación se ubicará cerca de 3 por ciento en el curso de 2015, los riesgos de que este proceso sea más lento no son descartables. Esto es importante, ya que, al final de cuentas, no debemos olvidar que la mayor inflación tiene su principal impacto en los sectores más vulnerables de la población, que son los que tienen menos herramientas para hacer frente a este fenómeno.

En este sentido, de no haber cambios significativos en el escenario que hoy consideramos más probable, no vemos que, en el corto plazo, sea necesario aumentar el impulso monetario, que hoy ya es bastante significativo. Por cierto, de haber cambios en el escenario base tendremos que reevaluar esta situación.

En nuestro escenario base proyectamos que la economía retomará mayores tasas de crecimiento en 2015. Sin embargo, nos preocupa y vemos como un riesgo significativo, que la recuperación de la actividad y del gasto se ha ido retrasando en los últimos trimestres y además ha perdido fuerza. Como mencioné en mi exposición, los datos del tercer trimestre fueron más débiles que lo previsto y la información parcial del cuarto trimestre todavía no muestra un cambio relevante en estas tendencias. Además, la confianza de consumidores y empresas ha seguido deteriorándose. Las proyecciones que presentamos hoy, al igual que las de septiembre, suponen que esta confianza muestra una recuperación.

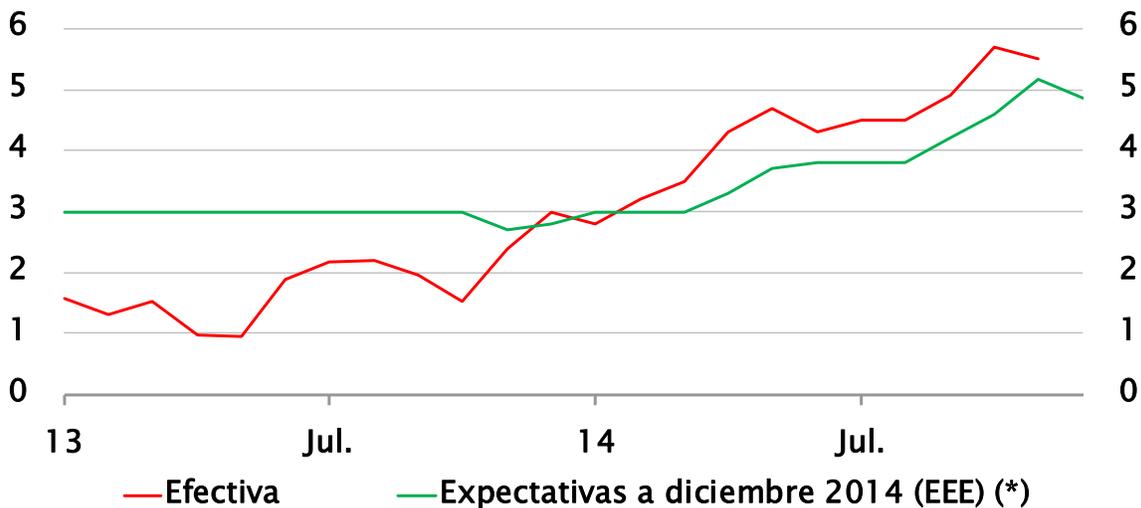
Velar por una mejora de las condiciones internas es especialmente relevante en un contexto donde la situación de la economía internacional parece menos sólida que hace solo algunos meses, y donde los riesgos para las economías emergentes han aumentado.

La política monetaria ya ha agregado un impulso muy significativo, la depreciación del peso está colaborando y seguirá haciéndolo y el Congreso ha aprobado un Presupuesto Fiscal que considera un significativo aumento de la inversión pública.

Nosotros, como Banco Central, reiteramos que manejaremos nuestra política monetaria para asegurar que la inflación se ubique en 3 por ciento en el horizonte de proyección e insistimos en la necesidad de que todos los participantes del sistema financiero evalúen apropiadamente sus decisiones de endeudamiento y otorgamiento de crédito. Asimismo, seguiremos contribuyendo al desarrollo y bienestar de Chile con lo que nos corresponde, esto es, con la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

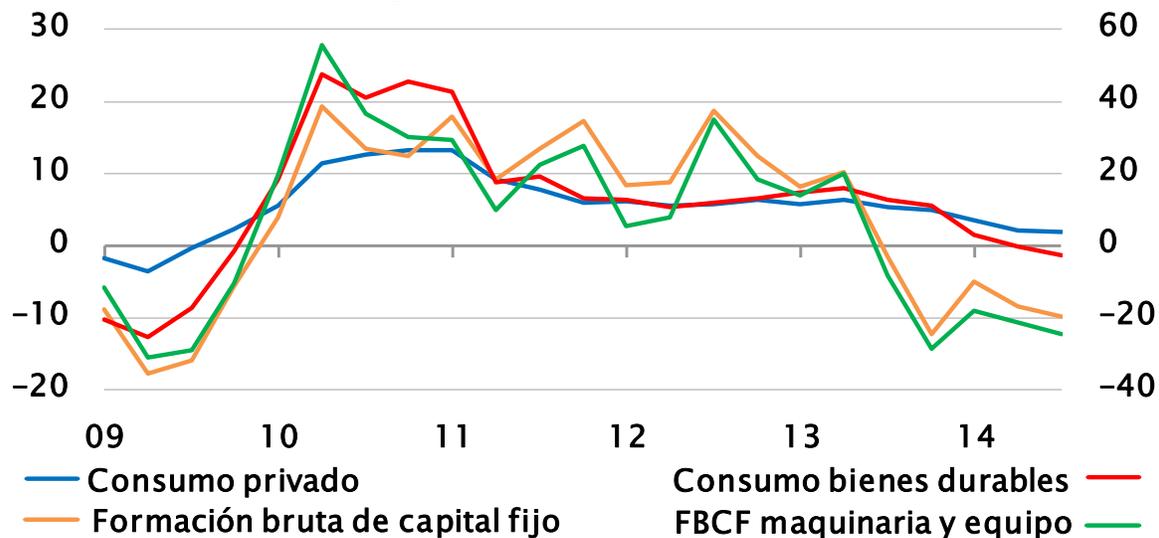
Muchas gracias.

Gráfico 1
Inflación y expectativas
 (variación anual, porcentaje)



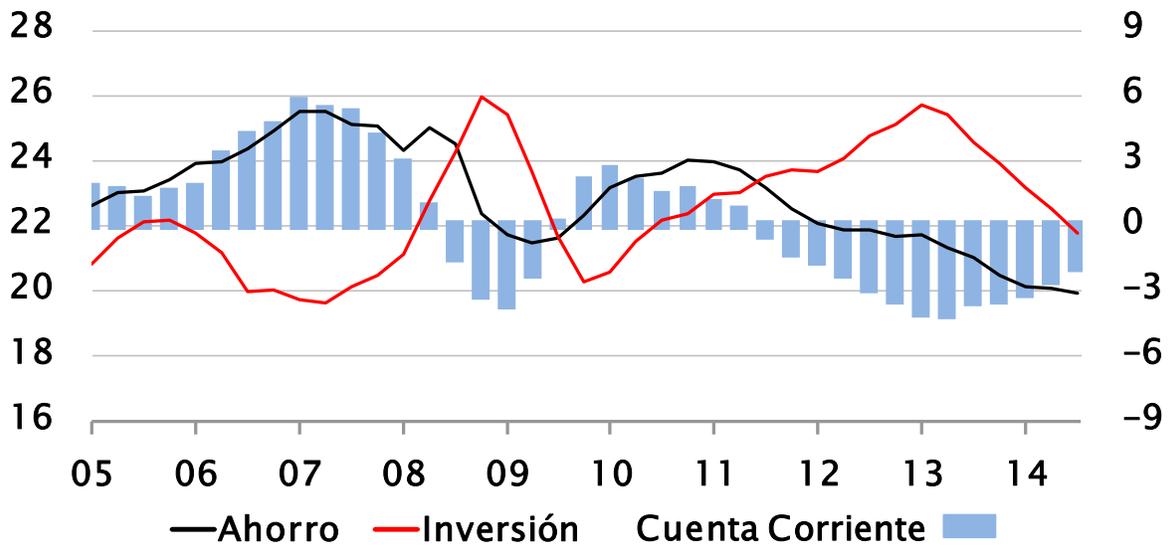
(*) Cifras de noviembre y diciembre calculadas en base a la variación mensual esperada contenida en la EEE.
 Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 2
Componentes de la demanda interna
 (variación anual, porcentaje)



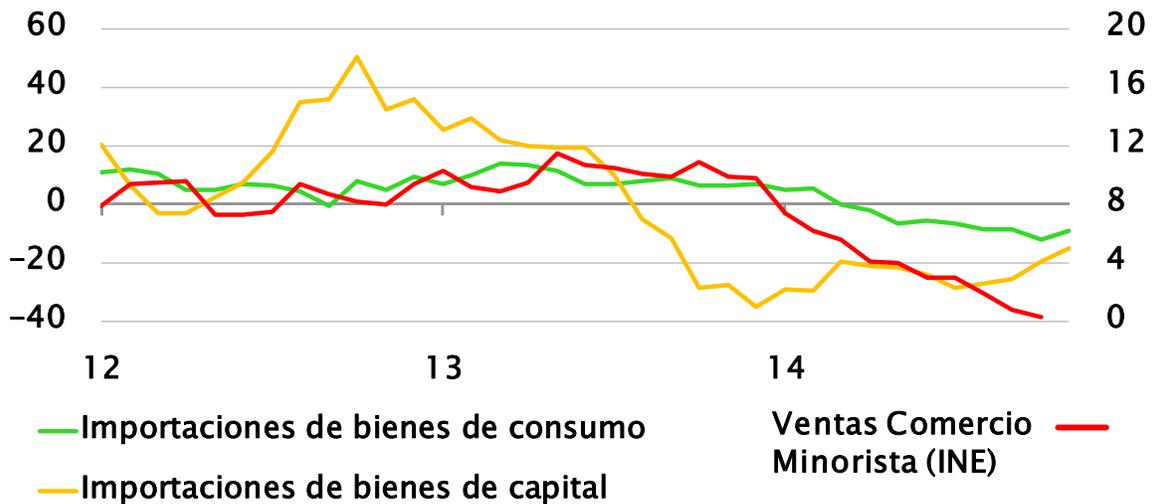
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3
Cuenta corriente (*)
(porcentaje del PIB)



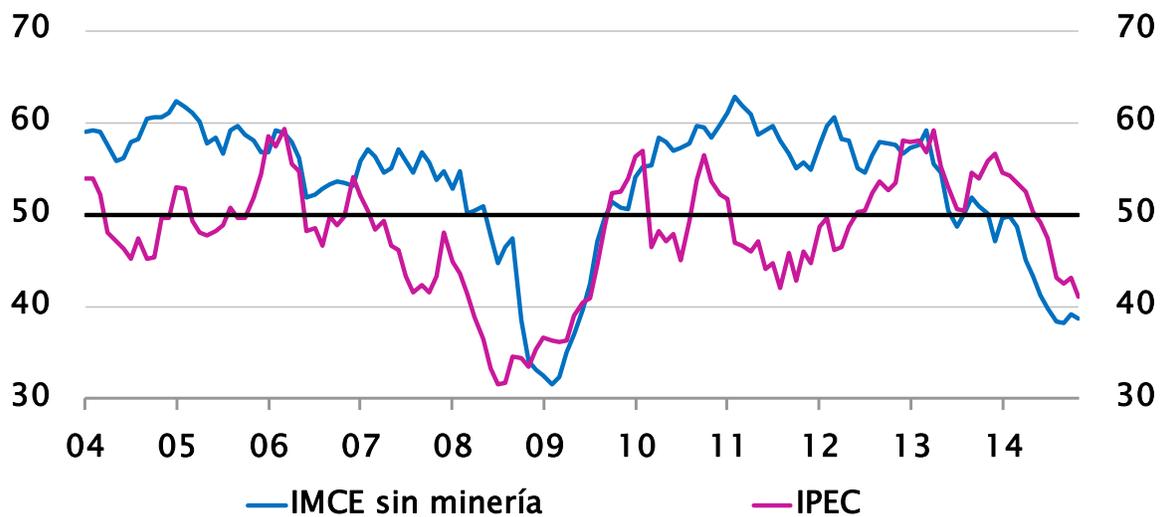
(*) Acumulado en un año móvil.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4
Indicadores de demanda (*)
(variación anual, porcentaje)



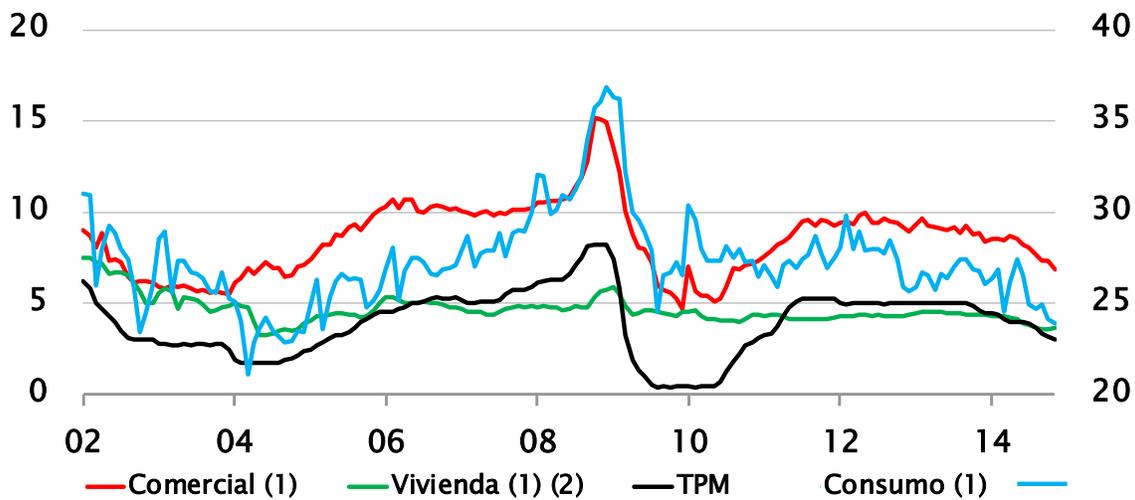
(*) Promedio móvil trimestral.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 5
Expectativas de las empresas y consumidores (*)
 (serie original)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
 Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico 6
Tasas de interés
 (porcentaje)



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

(2) Las tasas de interés de las colocaciones para la vivienda están en UF.

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

Tabla 1
Escenario interno
 (variación anual, porcentaje)

	2013	2014 (f)			2015 (f)	
		IPoM Jun.14	IPoM Sep.14	IPoM Dic.14	IPoM Sep.14	IPoM Dic.14
PIB	4,1	2,5-3,5	1,75-2,25	1,7	3,0-4,0	2,5-3,5
Demanda interna	3,4	1,7	0,1	-0,7	3,4	3,0
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,2	2,4	1,0	0,4	3,2	2,6
Formación bruta de capital fijo	0,4	-0,7	-4,1	-6,2	1,8	1,9
Consumo total	5,4	3,4	2,6	2,4	3,6	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	3,2	2,4	1,4	3,8	4,0
Importaciones de bienes y servicios	2,2	-1,1	-3,9	-5,9	4,0	3,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-2,5	-1,8	-1,6	-2,2	-1,1
Ahorro nacional bruto (% PIB)	20,5	19,9	19,8	19,7	19,7	20,8
IPC diciembre	3,0	4,0	4,1	4,8	2,8	2,8
IPC SAE diciembre	2,1	3,7	3,4	4,3	2,5	2,8

(f) Proyección.

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

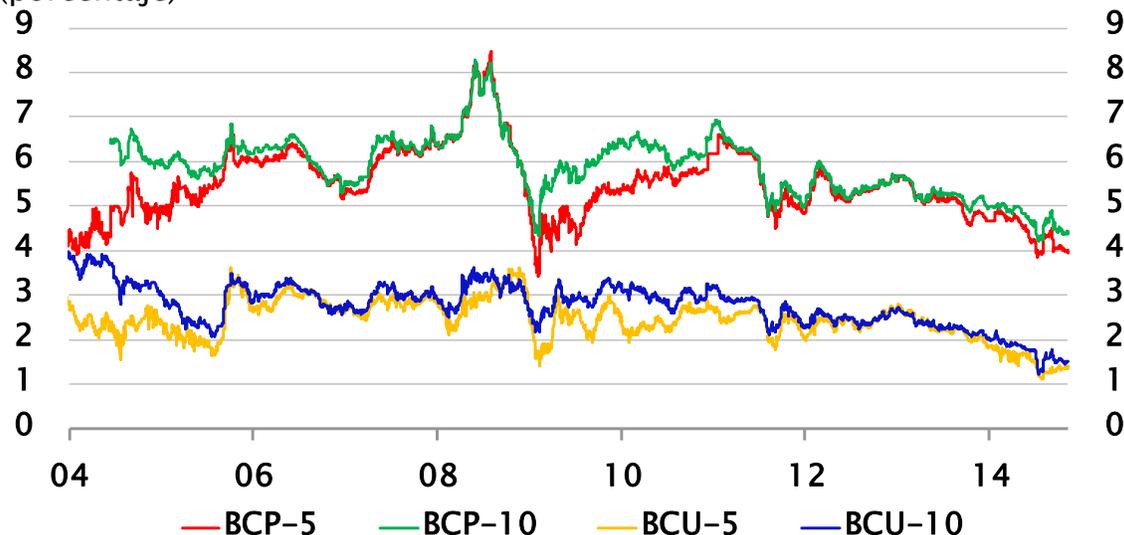
Tabla 2
Supuestos del escenario base internacional

	2013	2014 (f)			2015 (f)			2016 (f)	
		IPoM Jun. 14	IPoM Sep. 14	IPoM Dic. 14	IPoM Jun. 14	IPoM Sep. 14	IPoM Dic. 14	IPoM Sep. 14	IPoM Dic. 14
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)							
PIB socios comerciales	3,5	3,6	3,4	3,2	3,9	3,8	3,5	3,9	3,9
PIB mundial a PPC	3,1	3,3	3,2	3,2	3,7	3,7	3,5	4,1	3,9
Estados Unidos	2,2	2,4	2,1	2,3	3,1	3,0	3,0	3,2	3,1
Eurozona	-0,4	1,0	0,8	0,8	1,7	1,7	1,0	1,8	1,5
Japón	1,6	1,6	1,0	0,3	1,0	1,5	1,3	1,2	1,4
China	7,7	7,3	7,3	7,4	7,2	7,2	7,1	7,0	6,9
India	5,0	5,4	5,4	5,6	6,2	6,2	6,3	6,5	6,5
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,9	4,1	4,0	3,6	4,4	4,5	4,3	4,8	4,8
América Latina (excl. Chile)	2,3	2,0	1,7	1,1	3,0	2,6	1,9	3,3	3,0
		(en niveles)							
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	332	310	315	311	290	305	295	300	285
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	109	108	106	99	103	104	70	101	75
		(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	-3,2	-0,5	0,0	-1,1	-1,5	-0,8	1,7	-0,5	-2,1

(f) Proyección.

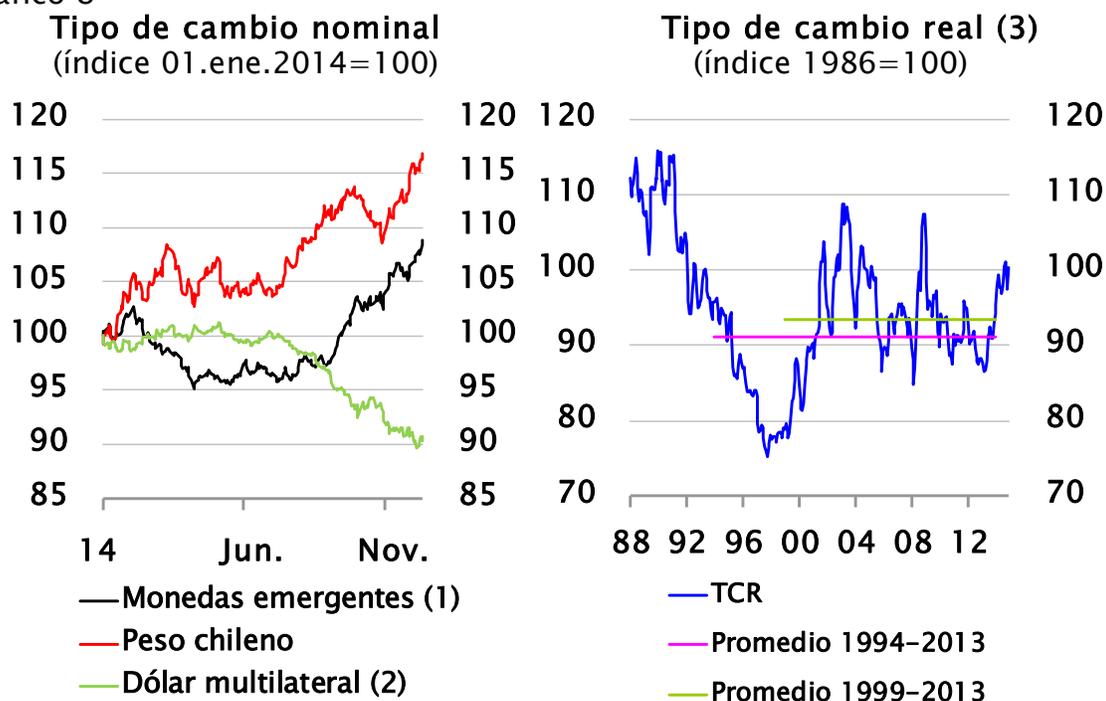
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Bloomberg, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

Gráfico 7
 Tasas de interés de los documentos el Banco Central de Chile
 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

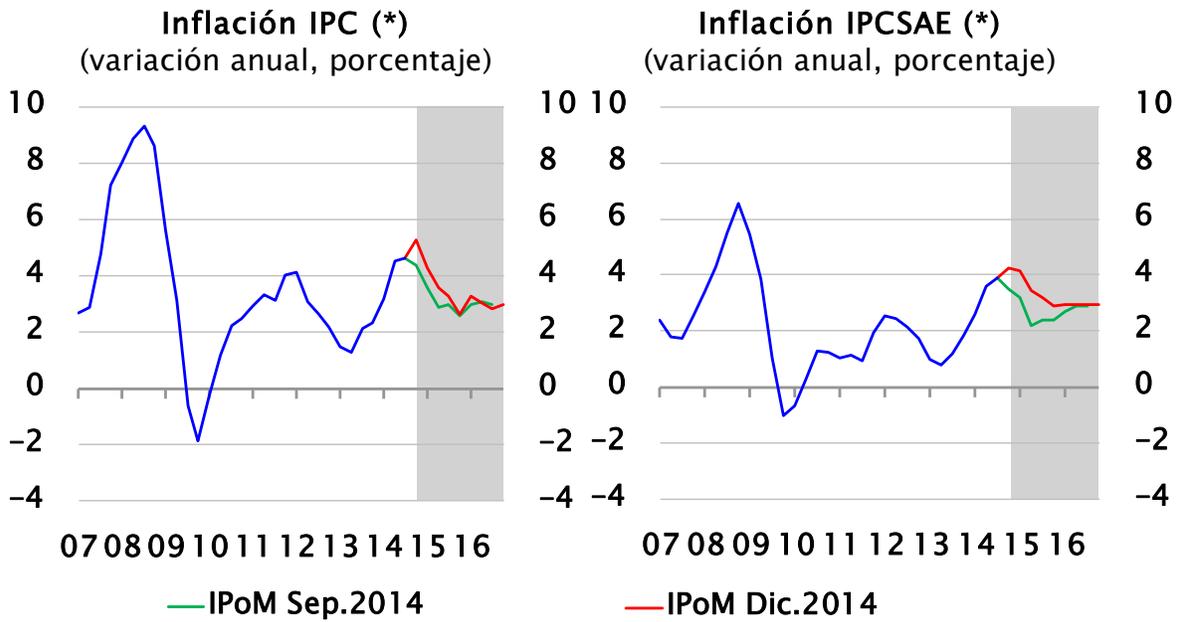
Gráfico 8



(1) Aumento indica una depreciación respecto del dólar estadounidense. Índice construido en base a un promedio ponderado de Brasil, Colombia, Hungría, Rep. Corea, Rep. Checa, Indonesia y Polonia. Ponderadores WEO octubre 2014. (2) Dólar index. (3) Cifra de diciembre del 2014 incluye información hasta el 11 del mes.

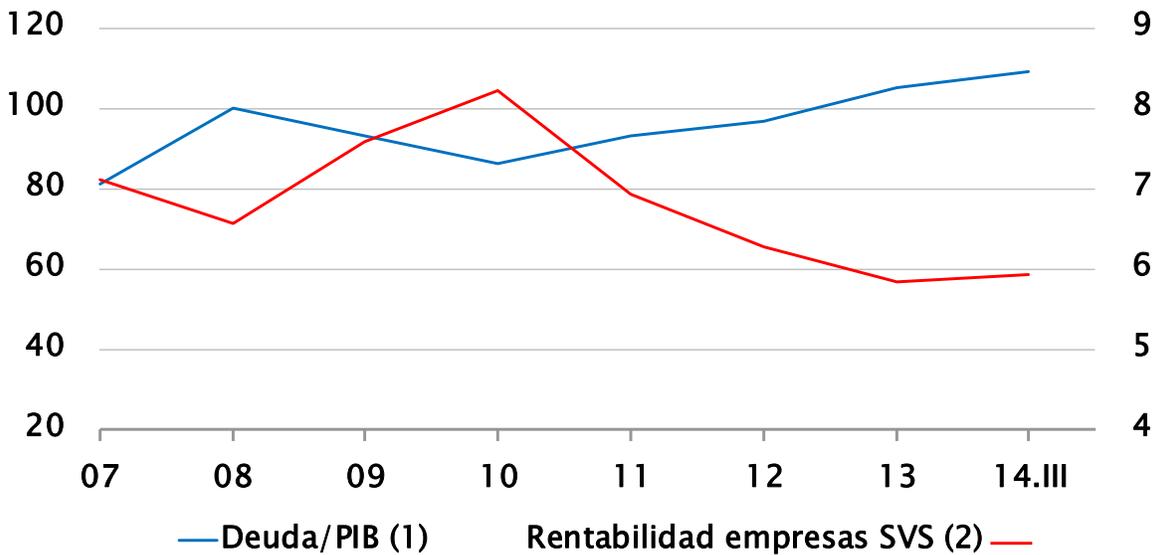
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 9



(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre del 2014, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

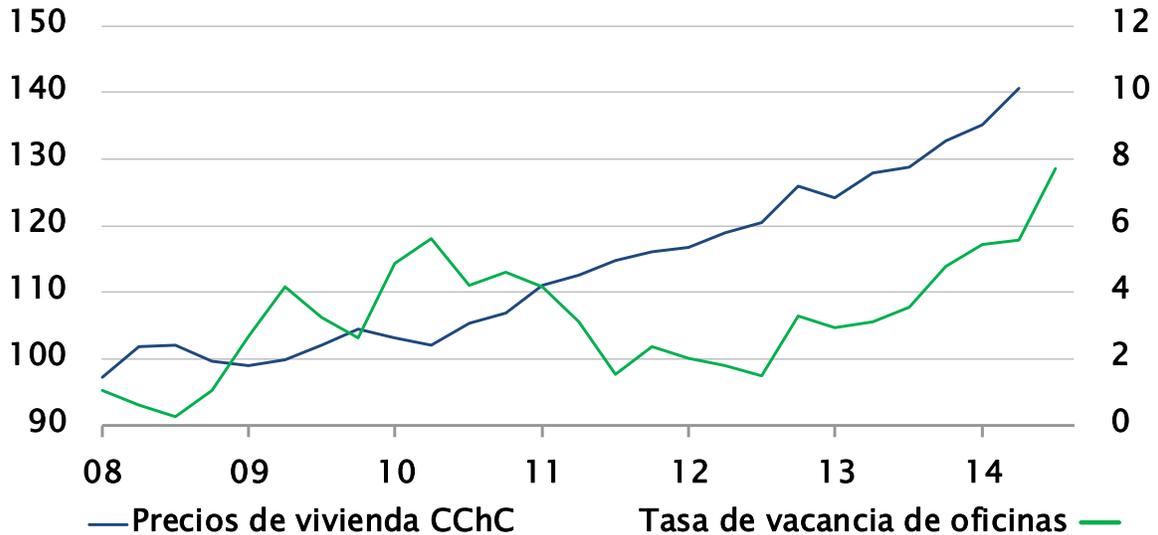
Gráfico 10
Indicadores financieros de empresas
(porcentaje)



(1) Basado en información a nivel de empresa. Datos 2007 y 2008 estimados con datos agregados.
(2) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros e impuestos sobre activos totales de empresas no-financieras de la SVS.

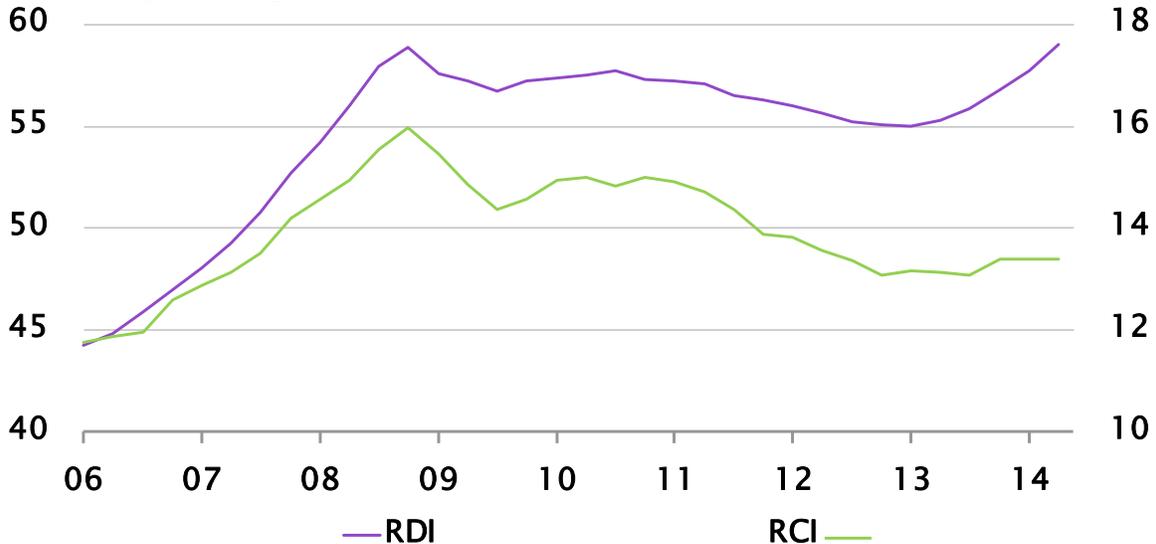
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF, SII y SVS.

Gráfico 11
Precios de viviendas nuevas de la RM y tasa de vacancia de oficinas
 (índice promedio 2008 = 100; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Global Property Solutions y CChC.

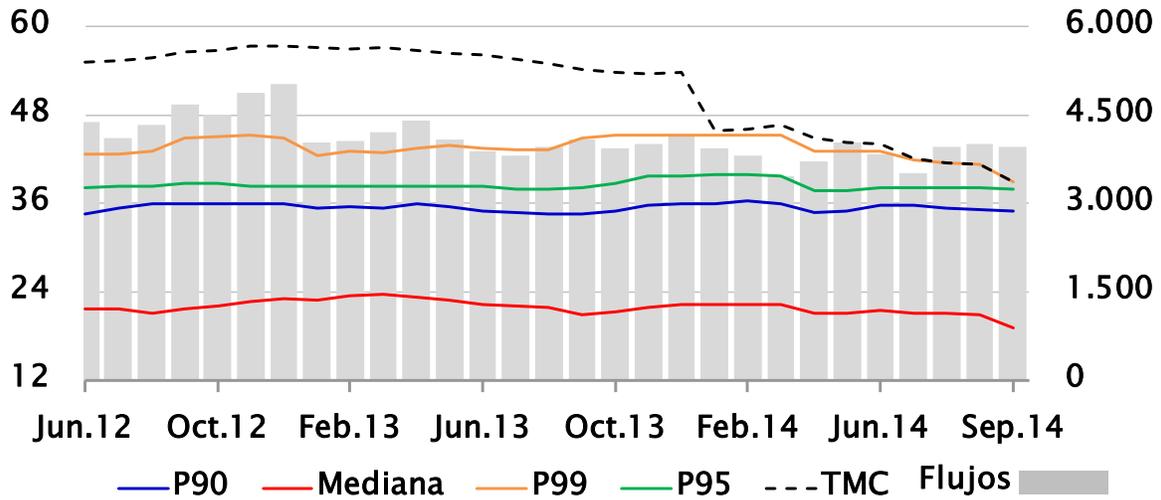
Gráfico 12
Endeudamiento y carga financiera de los hogares
 (porcentaje del ingreso disponible)



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

Gráfico 13

Tasa y flujos de créditos de consumo entre 50 y UF200
(tasa anual, miles de UF)



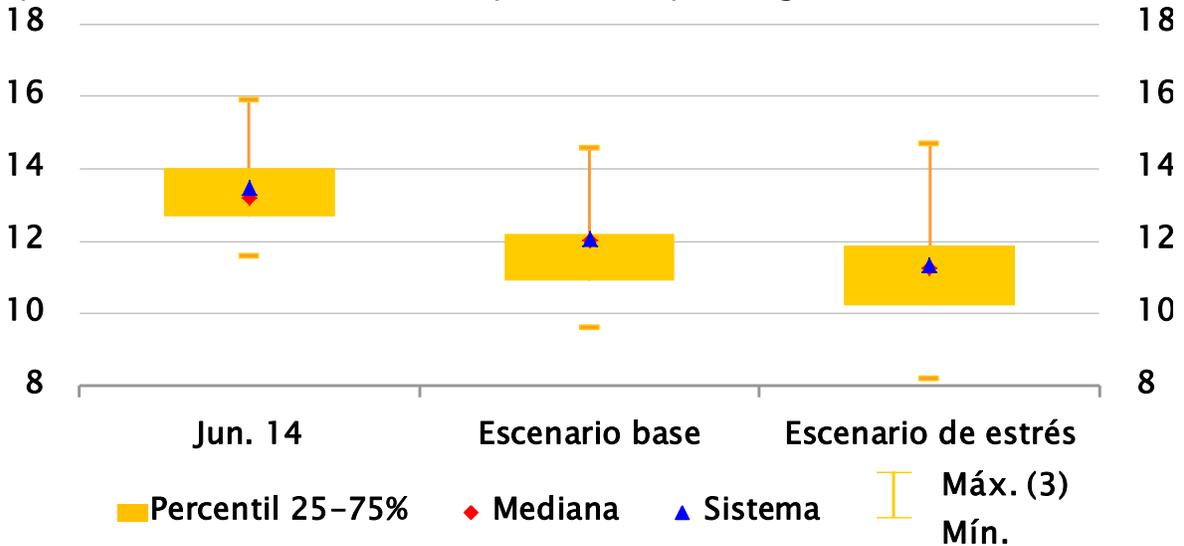
(*) Estadísticos ponderados por monto, períodos ajustados al mes de cambio en la TMC, flujos normalizados por números de días efectivos.

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

Gráfico 14

Impacto de distintos escenarios sobre el índice de adecuación de capital (1)(2)

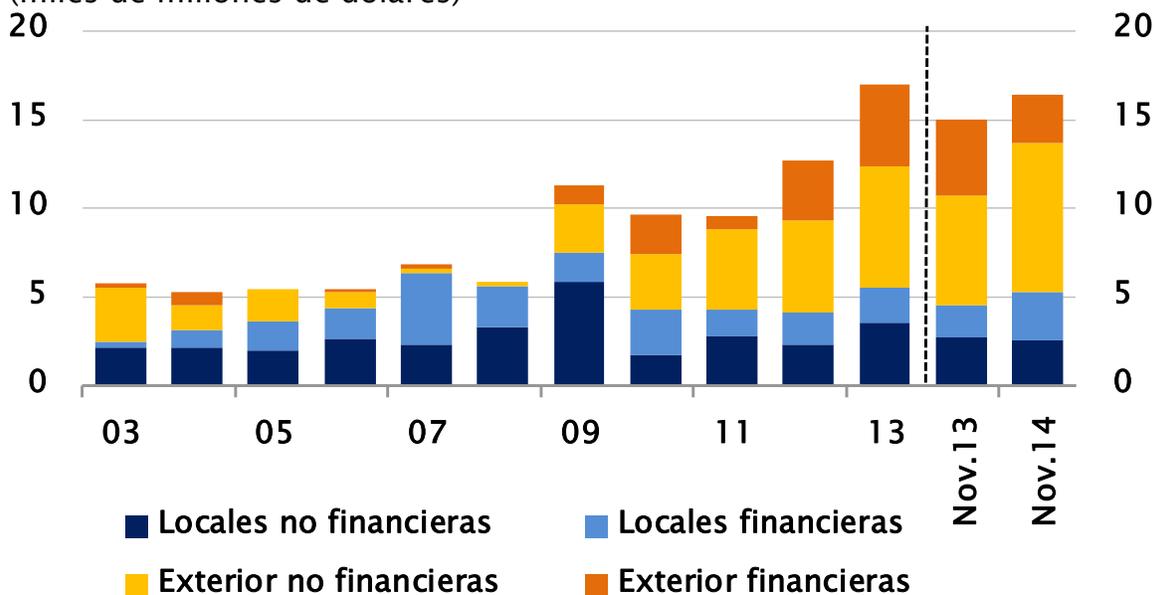
(patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución. (2) Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior. (3) Los máximos corresponden al percentil 90.

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

Gráfico 15
Colocaciones de bonos de empresas (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Barras a la derecha de la línea vertical punteada consideran las colocaciones acumuladas a noviembre de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

Tabla 3
Variación de tasa de
política monetaria(*)
(puntos base)

Turquía	375
Brasil	175
Colombia	125
Rep. Checa	0
México	-50
Polonia	-50
Perú	-50
Rep. Corea	-50
Israel	-75
Hungría	-90
Chile	-150

Variación de tipo de
cambio(*)
(porcentaje)

Colombia	24,7
Chile	17,8
Hungría	14,4
México	13,2
Israel	12,6
Brasil	12,4
Rep. Checa	11,4
Polonia	11,3
Turquía	7,0
Perú	5,9
Rep. Corea	4,5

(*) Variación del dato spot respecto del 1 de enero de 2014.

Fuente: Bloomberg.