



**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
6 de junio de 2016

* El *Informe de Política Monetaria* de junio de 2016 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2016 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 junio de 2016 y en el *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)* del primer semestre de 2016.

Durante los últimos meses, la economía ha evolucionado en línea con lo previsto en el IPoM de marzo. Por un lado, la inflación descendió hasta 4,2 por ciento anual en abril y las proyecciones del nuevo escenario base, que les daré a conocer en unos momentos, indican que retornará al rango de tolerancia en los próximos meses.

Por el lado de la actividad, en el primer trimestre el PIB creció por sobre lo que habíamos proyectado en marzo. Sin embargo, las perspectivas para el año anticipan que la economía continuará creciendo por debajo de su potencial por algunos trimestres más.

En lo externo, la coyuntura sigue marcada por las expectativas respecto de la trayectoria que seguirá la Reserva Federal para la normalización de su política monetaria y por los riesgos asociados al esfuerzo de las autoridades chinas por cumplir con sus objetivos de crecimiento. Durante gran parte del trimestre, la evaluación de los mercados sobre estos fenómenos se tradujo en condiciones financieras externas más holgadas que las de comienzos de año. No obstante, en lo más reciente estas tendencias se han revertido en parte. De este modo, en el escenario base suponemos que los socios comerciales crecerán a tasas similares a la de 2015, pero que las condiciones de financiamiento externo serán más estrechas y el precio de las materias primas permanecerá bajo sus niveles de largo plazo.

En este contexto, hemos mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,5 por ciento y prevemos que, dentro del horizonte de proyección, serán necesarias alzas adicionales. Por cierto, esto será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, si nuevos antecedentes dan cuenta de una inflación proyectada superior será necesaria una política monetaria más restrictiva, mientras que si la proyección baja, la política irá en dirección inversa. De cualquier forma, la política monetaria ha mantenido un grado de expansividad relevante y lo seguirá manteniendo en el escenario que consideramos más probable.

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

Escenario macroeconómico

Como mencioné en un comienzo, en los últimos meses tanto la inflación total —IPC— como la subyacente —IPCSAE— han evolucionado en línea con lo esperado. Por componentes del IPCSAE, la inflación de bienes empezó a mostrar una expansión más moderada, con una variación anual que pasó desde valores en torno a 5 por ciento a fines de 2015 a 4,4 por ciento en el último registro. Esto responde, en parte importante a que, más allá de sus significativos vaivenes, el tipo de cambio no ha mostrado un aumento comparable con el que se observó entre mediados de 2013 y el tercer trimestre de 2015. Por su lado, la inflación del componente de servicios del IPCSAE también se ha desacelerado, aunque continúa en niveles cercanos a 5 por ciento anual, de la mano de la indexación a la inflación pasada y de los efectos de la depreciación. Se suma que las holguras permanecen acotadas y que el mercado del trabajo —si bien se ha deteriorado algo más rápido en lo más reciente— todavía muestra tasas de desempleo bajas y altas tasas de crecimiento de los salarios nominales (gráfico 1).

De este modo, en el escenario que consideramos más probable, la inflación anual del IPC entrará en el rango de tolerancia en el tercer trimestre de este año y descenderá a valores en torno a 3 por ciento en la primera mitad de 2017 (gráfico 2). Esta proyección considera, como supuesto de trabajo, que el tipo de cambio real (TCR) fluctuará en torno a sus valores actuales durante el horizonte de proyección. Por lo pronto, el TCR ha aumentado algo respecto de sus valores vigentes al cierre del IPoM anterior, ubicándose en torno a 97 (en su medición 1986=100) (gráfico 3). La convergencia de la inflación también se relaciona con brechas de actividad que se prevé continuarán ampliándose en lo venidero y con un mercado laboral que seguirá ajustándose durante el año, lo que debería contribuir especialmente a una reducción adicional —aunque moderada— de la inflación de servicios.

Respecto de la actividad, los datos del primer trimestre dieron cuenta de un crecimiento del PIB y de la demanda superior a lo previsto en marzo. En ello incidió el mejor desempeño de la agricultura y, en menor medida, de la minería. Con todo, el panorama de crecimiento no cambia en lo sustancial. Esperamos que la economía continúe creciendo por debajo de su potencial por algunos trimestres más, afectada especialmente por el débil desempeño de los sectores más ligados a la inversión. De todos modos, resalta que el comercio minorista y los servicios personales han sido más resilientes, reflejo de un ajuste más gradual del consumo.

En el escenario base de este IPoM contemplamos un crecimiento del PIB entre 1,25 y 2,0 por ciento para este año y entre 2 y 3 por ciento para 2017. Esto supone que la economía retomará un crecimiento cercano a su potencial hacia fines del horizonte de proyección. Finalmente, 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.

El proceso de normalización del crecimiento será lento. En particular, preocupa la evolución de la inversión, que en el escenario base caerá por tercer año consecutivo. En efecto, para este año, diversos indicadores, entre los que destaca el catastro de la Corporación de Bienes de Capital, los niveles de las importaciones de bienes de capital y la

confianza empresarial, anticipan una caída adicional de la inversión. Se suma que el sector habitacional tendrá un desempeño acotado, luego del elevado dinamismo que exhibió en 2015 y que la inversión pública tendrá una trayectoria acorde con los objetivos de consolidación fiscal. Con todo, hacia 2017 la inversión no minera retomará una expansión coherente con la recuperación del ritmo de crecimiento de la economía (gráfico 4).

Respecto de la cuenta corriente, prevemos que este año tendrá un déficit menor al proyectado en marzo y sin mayores cambios para 2017. En particular, la balanza comercial exhibió un mejor desempeño en el primer trimestre respecto de lo previsto en marzo, que se reflejó especialmente en los volúmenes de bienes exportados, mayormente de cobre, y en los servicios ligados al turismo. Además, se prevé un menor crecimiento de las importaciones de bienes de capital, dado el ajuste en la inversión. Se suman revisiones en general al alza en los precios de las exportaciones no cobre. El consumo, en tanto, mantiene crecimientos en torno a 2 por ciento. El detalle del escenario base para la economía nacional se muestra en la tabla 1.

En este contexto, esperamos que el mercado laboral continúe ajustándose en los próximos trimestres. En lo más reciente, el crecimiento anual del empleo asalariado disminuyó de manera significativa, situándose en 0,5 por ciento en el último trimestre móvil. La tasa de desempleo nacional se ha ajustado de manera más gradual, gracias al aumento del empleo por cuenta propia, con lo que sigue baja en términos históricos (gráfico 5). Por regiones, en la zona norte del país la tasa de desempleo ha aumentado con más fuerza en comparación con otras zonas. Las empresas entrevistadas en el Informe de Percepciones de Negocios de mayo —publicación que el Banco da a conocer cuatro veces al año— indican una mayor disponibilidad de mano de obra, acompañada de menores pretensiones salariales. A estos antecedentes se suman los resultados de la encuesta de la Universidad de Chile de marzo, que también mostró un aumento de la tasa de desocupación en el Gran Santiago, ubicándola en 9,4 por ciento, confirmando el debilitamiento del mercado laboral.

La evolución del empleo y de los salarios reales, los que han reducido su expansión anual en el último año, implica un menor crecimiento de la masa salarial, lo que, unido a expectativas de hogares que siguen bajas, es coherente con un crecimiento positivo, aunque moderado del consumo (gráfico 6).

Respecto del escenario externo, tal como lo mencioné, la evolución de los mercados financieros internacionales ha estado marcada por dos fenómenos. Por una parte, el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y, por otra, el esfuerzo de las autoridades chinas por cumplir con sus objetivos de crecimiento y estabilidad financiera. Durante la primera parte del trimestre, el mercado asumió que la Reserva Federal actuaría con extrema gradualidad y que la autoridad china había encontrado la combinación de políticas que permitiría mantener el crecimiento en línea con sus objetivos. Esto permitió prolongar la calma de los mercados financieros que había comenzado al cierre del IPoM pasado. De esta forma, se propició el retorno de los flujos de capital al mundo emergente, con la consecuente recuperación de las bolsas, menores tasas de interés, caídas de los premios por riesgo, debilitamiento del dólar y mejoras en el precio de las materias primas. No obstante, las crecientes dudas sobre el estado del sistema financiero chino y la percepción de que el ajuste de la política monetaria en Estados Unidos se producirá pronto,

elemento sobre el cual todavía hay incertidumbre, han tendido a revertir estas trayectorias en las últimas semanas. Ello se ha notado con especial fuerza en la depreciación de las monedas de las economías emergentes (gráfico 7).

En el escenario base, coherente con la volatilidad que hemos observado y con los riesgos inherentes al escenario externo, suponemos que en los trimestres venideros las condiciones financieras internacionales serán, en promedio, menos favorables que las observadas durante los últimos dos meses.

El crecimiento proyectado para el mundo y los socios comerciales es parecido al que consideramos en marzo: 3,2 y 3,0 por ciento para el promedio 2016-2017, respectivamente. Con todo, hay una revisión relevante en el crecimiento esperado en Estados Unidos: 1,9 por ciento en 2016 (2,3 por ciento en marzo). Ello considera la baja cifra de actividad en el primer trimestre, que se relacionó tanto con la caída en la inversión del sector energético como con la debilidad del sector externo. De todos modos, más allá de datos puntuales, los servicios y el mercado laboral dan cuenta de una senda de recuperación y, en el escenario base, la economía retomará mayores tasas de crecimiento en 2017. El escenario base también considera que la economía china será capaz de seguir adelante con su proceso de ajuste sin comprometer significativamente sus tasas de crecimiento. Sin embargo, dicho proceso no estará exento de dificultades.

En cuanto a los términos de intercambio, en 2016 volverán a disminuir, pero a una tasa algo menor que la esperada en el IPoM previo, especialmente por la evolución de los precios de exportaciones distintas del cobre. Considerando su trayectoria en los últimos meses, en el escenario base el precio del cobre promediará 2,15 y 2,25 dólares la libra en 2016 y 2017, respectivamente. En cuanto al petróleo, la proyección para el mismo bienio se eleva a 45 y 52 dólares el barril para el promedio Brent-WTI (tabla 2).

Respecto de la política monetaria, el escenario base que les he descrito utiliza como supuesto de trabajo una trayectoria para la TPM que es similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros disponibles al cierre estadístico de este IPoM (gráfico 8). Esto implica que la política monetaria continuará normalizándose dentro del horizonte de proyección, en línea con la evolución prevista para la economía en dicho horizonte, pero a una velocidad algo más pausada que la considerada en marzo. Bajo este supuesto, la política monetaria seguirá impulsando la economía.

Es importante destacar que la política monetaria ha mantenido un grado de expansividad relevante, ayudando a la economía a transitar por los cambios en el escenario macroeconómico de la mejor forma posible. De este modo, ha logrado acomodar una significativa depreciación del peso y su consiguiente efecto en la inflación sin poner en riesgo el ancla de mediano plazo de la política monetaria: las expectativas de inflación a dos años. A diferencia de otras economías, hemos logrado sostener una política monetaria expansiva, sin que las expectativas de inflación a dos años se alejen de la meta (gráfico 9).

La expansividad de la política monetaria es claramente visible en las tasas de interés de mercado. Por un lado, las tasas de largo plazo chilenas son bajas en una perspectiva histórica y también respecto de los niveles observados en otras economías. Lo mismo

ocurre con las tasas de colocación, que hoy se ubican bajo sus promedios históricos e incluso, en el caso de las hipotecarias, cerca o en sus mínimos históricos (gráfico 10).

Escenarios de riesgos

Como siempre, la implementación de la política monetaria será contingente a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación. Así, antecedentes en una u otra dirección provocarán los ajustes necesarios en la política monetaria.

En el ámbito internacional, los riesgos son muy similares a los analizados en el IPoM de marzo. Sigue siendo crítica la trayectoria que decida tomar la Reserva Federal para continuar con su proceso de normalización de la política monetaria. En particular, porque las expectativas de mercado continúan desalineadas respecto del escenario más probable anunciado por la propia Reserva Federal, especialmente a horizontes más largos. La situación de China constituye un riesgo por sus efectos sobre crecimiento mundial y porque puede provocar nuevos episodios de volatilidad financiera.

Desde América Latina también emanan riesgos importantes para Chile, tanto por su relevancia como socio comercial y destino de inversiones, como por su impacto sobre las condiciones financieras externas relevantes para el país. A los desafíos macroeconómicos se suman situaciones políticas complejas. En Brasil los mercados reaccionaron favorablemente a los cambios en el escenario político, pero aún restan ajustes importantes. En Argentina destacó su retorno a los mercados financieros internacionales, aunque también enfrenta desafíos relevantes.

Hay varios factores adicionales que podrían causar o intensificar nuevos episodios de volatilidad financiera. Entre ellos, el referéndum en el Reino Unido para definir su permanencia en la Unión Europea y la realización de varios procesos electorales en el mundo cuyos resultados podrían provocar un viraje hacia políticas más proteccionistas. Con todo, la consolidación del crecimiento económico en Europa y Estados Unidos podría contribuir a una mayor expansión de la actividad mundial.

La posibilidad de que la trayectoria ascendente del precio del petróleo se prolongue o intensifique constituye un riesgo para el escenario base, tanto por su efecto directo en la inflación local y mundial, como por sus implicancias sobre el crecimiento global. Sin embargo, también existen razones por las que el precio del crudo podría retroceder a niveles cercanos a los observados en los meses previos. De hecho, los inventarios siguen históricamente altos.

En lo interno, aunque la inflación ha descendido en línea con lo esperado, el elevado nivel que ha mantenido por ya varios trimestres continúa siendo un riesgo relevante del escenario base. En el corto plazo, su evolución sigue muy ligada a la del tipo de cambio y por tanto a los riesgos del plano externo.

En la actividad persisten los riesgos delineados en trimestres anteriores. La confianza se mantiene en terreno pesimista y el impulso externo que recibirá la economía chilena es inferior al de años previos. Resalta la evolución del mercado laboral en lo más reciente. Un

escenario en que este se deteriore con más fuerza o la economía mundial adquiriera una configuración más adversa podría derivar en un crecimiento de la economía menor al previsto. Por el contrario, en la medida en que el mercado laboral muestre menores ajustes y/o se mantenga una relativa calma en el ámbito externo es posible que el desempeño de la actividad sea más favorable que lo previsto. Esto podría expresarse en un mayor crecimiento del consumo y/o en un desempeño más favorable de la inversión.

Evalrados estos riesgos, estimamos que el balance de riesgos para la inflación y la actividad está equilibrado.

En suma, el escenario macroeconómico es, en términos gruesos, similar al de marzo. La inflación retornará a niveles por debajo de 4 por ciento en los próximos meses y la actividad continuará mostrando un crecimiento acotado. La inversión, no obstante, tendrá un desempeño más negativo que el esperado previamente. El escenario externo sigue presentando riesgos y es probable que ocurran nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros. Permítanme ahora pasar a los temas que desarrollamos en nuestro Informe de Estabilidad Financiera (IEF).

Informe Estabilidad Financiera

En el Informe de Estabilidad Financiera damos 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.

En el ámbito externo, en el IEF compartimos los mismos riesgos que acabo de describirles para el IPoM. En particular, respecto de la política monetaria en Estados Unidos y la evolución de la economía china. En el IEF también damos cuenta de los riesgos que podría conllevar la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea. Añadimos que la banca en Europa ha enfrentado dificultades para resolver los problemas de cartera deteriorada — heredada de la crisis financiera— en un escenario de menores perspectivas de crecimiento mundial y de reacomodo de la industria bancaria global a los nuevos estándares regulatorios. En lo más reciente, este escenario se ha complicado por los desafíos que ha impuesto a la rentabilidad de los bancos la prevalencia de bajas tasas de interés.

Otro riesgo a monitorear dentro de los próximos meses es la evolución de los precios de las materias primas, y el posible impacto en los países exportadores de dichos productos. Si bien en lo más reciente estos precios han tendido a estabilizarse, se mantienen en niveles que comparados con los años inmediatamente anteriores son bajos y podrían comprometer los ingresos fiscales de algunas economías. En este contexto, distintas agencias clasificadoras de riesgo han ajustado a la baja las clasificaciones soberanas de países exportadores de petróleo, y no se puede descartar revisiones de perspectivas para otros productores de materias primas, incluido Chile. Las noticias recientes en cuanto a que se mantiene nuestra clasificación son positivas, pero se debe recordar que esto es dinámico y que nunca debemos bajar la guardia. El riesgo existe y depende de nuestras propias políticas mitigarlo.

En el plano interno, como les mencioné hace unos momentos, las tasas de interés locales se encuentran en niveles bajos para patrones históricos, coherentes con la política monetaria y con el ambiente financiero externo. De este modo, la tendencia a la baja de las tasas de largo plazo continúa incentivando la inversión en fondos mutuos de mediano y largo plazo, cuyo patrimonio ha alcanzado altos volúmenes. Así, ante un alza significativa de la tasa de interés de largo plazo, identificamos que se mantiene el riesgo de que estos agentes pudiesen ser un canal amplificador al liquidar abruptamente los activos de sus portafolios.

En cuanto a la situación financiera de las empresas, diversos indicadores confirman el cuadro de menor fortaleza descrito en IEF anteriores. Al primer trimestre de 2016, la relación deuda a PIB se mantiene en torno a 120 por ciento, nivel relativamente alto en relación a otras economías emergentes, aunque en el margen se ha estabilizado e incluso ha bajado levemente (gráfico 11).

Los indicadores financieros de las firmas que reportan a la SVS no presentan cambios relevantes al cierre de 2015. Sin embargo, relativo a patrones históricos, se mantiene un nivel de endeudamiento alto y una rentabilidad baja. No obstante, indicadores de descalce cambiario muestran que el riesgo de tipo de cambio se mantiene acotado (gráfico 12).

El sector inmobiliario está pasando por un proceso de ajuste, después de presentar un alto dinamismo en 2015. La venta de viviendas nuevas en Santiago mostró una significativa caída en el primer trimestre de 2016, explicada en gran medida por el fenómeno de adelantamiento de compras observado el año anterior (gráfico 13).

Parte importante de las ventas registradas en 2015 corresponden a promesas de compra de viviendas que se encuentran en etapa de construcción, cuyas entregas son esperadas principalmente para este y el próximo año. En este sentido, un riesgo para las empresas inmobiliarias es un eventual mayor desistimiento de tales promesas si el panorama cíclico se deteriora. En el sector de oficinas, la tasa de vacancia está en torno a 10 por ciento, en tanto que los precios de los arriendos presentan una leve reducción al cierre de 2015.

En este contexto, el índice de precios de viviendas nuevas para Santiago que calcula la Cámara Chilena de la Construcción creció 6,8 por ciento real anual al primer trimestre de 2016. Esta cifra es levemente inferior al 7,2 por ciento que anotó en el tercer trimestre de 2015. Por su parte, en el tercer trimestre del año pasado, el índice de precios de viviendas nuevas y usadas que calculamos en el Banco creció 9,4 y 9,7 por ciento real a nivel país y de la Región Metropolitana, respectivamente (gráfico 14).

Por el lado de los hogares, su endeudamiento agregado —razón deuda a ingreso, RDI— continúa aumentando, en un contexto de menor dinamismo de la actividad y del empleo. El RDI alcanzó 63 por ciento al cierre de 2015, explicado en gran parte por la mayor relevancia de la deuda hipotecaria, la cual continúa expandiéndose a tasas cercanas al 10 por ciento real anual. Por su parte, la carga financiera agregada se mantiene en 15 por ciento del ingreso disponible del sector (gráfico 15).

Si bien los indicadores de no pago para deudores de créditos de consumo bancario se mantienen bajos, en lo más reciente se observa un leve aumento para aquellas deudas de

menores montos. En este ámbito, surge el riesgo que un mayor deterioro en el mercado laboral podría dificultar la capacidad de pago de los hogares. Desarrollos en este frente deberán monitorearse con atención en los próximos trimestres.

En cuanto a la actividad crediticia de la banca, esta evoluciona acorde con el estado del ciclo de la economía. Las colocaciones comerciales mantienen un crecimiento real en línea con la menor demanda de crédito por parte de empresas, en concordancia con la disminución en la inversión y con los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario. El crecimiento de los créditos de consumo se recuperó ligeramente y las colocaciones hipotecarias se mantienen creciendo a tasas elevadas, en torno a 10 por ciento real anual. De este modo, el crédito bancario total crece a tasas del orden de 5 por ciento real anual. Por su parte, los indicadores agregados de no pago se mantienen estables, aun cuando se observa un leve deterioro en la cartera comercial.

Tal como lo señalamos en el IEF previo, los niveles de capitalización de la banca local se han reducido en los últimos años. Al cierre de 2015, el índice de adecuación de capital (IAC) se ubicó en 12,6 por ciento. Si bien las capitalizaciones anunciadas y los cambios contables harán que el indicador se ubique levemente sobre 13 por ciento, se observa una dinámica decreciente en los últimos cinco años. Lo anterior contrasta con la tendencia internacional, donde se ha verificado un aumento de la capitalización de los bancos en distintas jurisdicciones. Así, relativo a los países de la OCDE, Chile se sitúa en la parte baja de la distribución de este indicador (gráfico 16).

Aunque los niveles de capital actuales son suficientes para absorber la materialización de un escenario de tensión severo, las holguras se han reducido. Si bien todos los bancos mantienen un IAC sobre el mínimo regulatorio de 8 por ciento en el escenario de tensión, la fracción de bancos que mantienen un IAC sobre 10 por ciento en dicho escenario ha disminuido en los últimos años, representando en el actual ejercicio menos de la mitad de los activos del sistema (gráfico 17).

Quisiera finalizar con algunas reflexiones.

Reflexiones finales

Durante los últimos meses la evolución del escenario macroeconómico no ha mostrado mayores sorpresas, pero no por eso ha dejado de ser particularmente desafiante.

La inflación ha descendido en línea con lo esperado, pero todavía se mantiene por sobre el rango de tolerancia. Nuestras proyecciones indican que retornará a dicho rango en algunos meses más, para luego seguir bajando hacia la meta de 3 por ciento. De darse este escenario, habremos cerrado un período relativamente largo en que la inflación se ha ubicado en o sobre 4 por ciento y en el que el manejo de la política monetaria ha sido particularmente complejo, pues hemos debido lidiar con una significativa depreciación del peso y el consecuente aumento en los precios, y con el menor crecimiento de la economía. Con todo, se ha logrado que las expectativas de inflación en el horizonte de proyección permanezcan ancladas a la meta de 3 por ciento.

En el corto plazo existen riesgos para la inflación que son evidentes, y que de concretarse podrían retrasar nuevamente su convergencia. Como hemos mencionado en numerosas ocasiones, en el corto plazo la evolución del tipo de cambio es un determinante muy relevante para el comportamiento de la inflación, por lo que su evolución en este plazo se verá afectada si se concretan algunos de los principales riesgos externos que hemos identificado en nuestros informes: una trayectoria para la tasa de fondos federales muy por sobre lo que espera el mercado y una desaceleración mayor de la economía china, con su consecuente efecto en el precio del cobre. El impacto de mediano plazo de estos fenómenos es más difícil de predecir, y dependerá tanto de la persistencia de los movimientos cambiarios como de sus efectos sobre la actividad. Los efectos de mediano plazo son, sin dudas, más importantes para la política monetaria, ya que nuestro marco de política considera que desviaciones de corto plazo en la inflación son tolerables, en la medida que la inflación proyectada a dos años plazo no se desvíe de nuestro objetivo de 3 por ciento. Esta manera de proceder es la que nos permite mantener bien ancladas las expectativas de inflación y a la vez proveer una política contra cíclica en situaciones como la actual.

Siendo lo anterior muy relevante, es evidente que el mayor desafío que hoy enfrenta nuestro país en el ámbito económico es el crecimiento. De acuerdo con nuestro escenario base, el próximo año cumpliremos cuatro años con crecimiento promedio en torno a 2 por ciento, lo que por cierto no es satisfactorio. Sin embargo, dicho escenario base también contempla que hacia fines del año que viene el país crecerá a niveles cercanos a su potencial, el que estimamos se encuentra entre 3 y 3,5 por ciento. Esta trayectoria de crecimiento se basa en tres premisas fundamentales.

Por una parte, el impulso externo que hoy recibimos, si bien menor que lo que habríamos anticipado algunos años atrás, no es particularmente bajo. Ciertamente preferiríamos un mundo en que el precio del cobre estuviera más alto y China creciera a dos dígitos. Pero, mirando hacia atrás, es claro que eso no era sostenible en el tiempo. Con todo, las cifras de crecimiento mundial que vemos hoy, y que proyectamos para los próximos dos años, no son muy diferentes de lo que observamos en 2015. Los términos de intercambio deberían tender a estabilizarse hacia 2017 y las condiciones de financiamiento externo son buenas desde una perspectiva histórica. Por cierto hay riesgos, pero estos siempre están presentes.

En segundo lugar, desde un punto de vista macroeconómico la economía se encuentra bien balanceada. Las cuentas externas están en orden, la posición fiscal es sólida, las expectativas de inflación permanecen bien ancladas y, más allá de la importancia de mitigar los riesgos identificados en el IEF, los mercados financieros locales están en condiciones de contribuir a esta recuperación.

El tercer elemento, es el retorno de la confianza. Sobre este punto déjenme hacer una digresión. No es un buen síntoma que un crecimiento de 3,5 por ciento suene hoy como una meta difícil de alcanzar. Hace solo un par de años creíamos que crecer entre 4,5 y 5 por ciento era posible. Después de todo, en los últimos treinta años la economía chilena creció en promedio 5,2 por ciento anual. Por cierto muchas cosas han pasado en estos últimos treinta años que explican este fenómeno.

Por una parte está la llamada “convergencia” en el crecimiento económico. Esto es, países que tienen un mayor ingreso per cápita crecen en promedio menos que países más pobres, ya que a los primeros, al tener más capital y estar más cerca de la frontera tecnológica, les resulta más difícil sostener tasas de crecimiento elevadas. Por ello, es natural que un país que ha alcanzado un nivel de desarrollo como el chileno crezca hoy menos que hace treinta años.

Por otra parte hay elementos más puntuales. Uno es el fin del boom del precio de las materias primas y de la inversión en minería. Otro es que el mundo tampoco es el que era durante dicho boom, y siendo una economía pequeña y abierta seremos tocados por eso. Todo eso afecta y es coherente con nuestra visión de rebajar el crecimiento tendencial a 3,5 por ciento.

Pero, ¿por qué nos está costando tanto llegar a ese nivel de crecimiento? Hay dos elementos fundamentales, relacionados entre sí, en los cuales estamos al debe: la inversión y la productividad. Si no logramos mayores tasas de crecimiento de la inversión será muy difícil que nuestras proyecciones de recuperación de la economía se cumplan y además se verá un deterioro adicional en el mercado laboral. Evidentemente el capital es un factor de producción importante y eso de por sí ya tiene un efecto significativo. Pero no solo eso, la inversión es esencial para que podamos mantener crecimientos de la productividad cercanos al 1 por ciento en los sectores no mineros, que es un elemento central de nuestra proyección de crecimiento tendencial.

Sin inversión la tecnología va quedando obsoleta y, algo muy importante, el tipo de shock que la economía chilena ha recibido en los últimos años requiere que reasignemos recursos desde sectores que fueron muy atractivos en el pasado a aquellos que ahora deben tirar el carro del crecimiento, especialmente el sector exportador no tradicional. Pero esta reasignación, que según nuestros estudios es una fuente importantísima de crecimiento de la productividad, solo se puede lograr si conjuntamente hay inversión en estos nuevos sectores. Así, ambos factores están claramente relacionados.

La pregunta que todos debemos hacernos es si hemos hecho lo suficiente para promover ambos factores. Estimo que la agenda de productividad consensuada entre distintos agentes

es un buen punto de partida que se debe profundizar y llevar adelante. Pero también debemos considerar que la menor confianza que exhibe hoy el país, más allá de sus causas específicas, es un freno a la inversión. Recordemos que nuestro escenario base considera una recuperación de dichas confianzas.

En cuanto a la política monetaria, esta ha hecho su parte, las tasas de interés son hoy de las más bajas de la historia y seguirán siendo expansivas por el resto del horizonte de proyección. La política monetaria puede ayudar a suavizar el ciclo económico y en eso hemos estado empeñados y creemos haber sido exitosos. Sin embargo, las fuentes del crecimiento de largo plazo de los países están en otros ámbitos que evidentemente están más allá del alcance de la política monetaria.

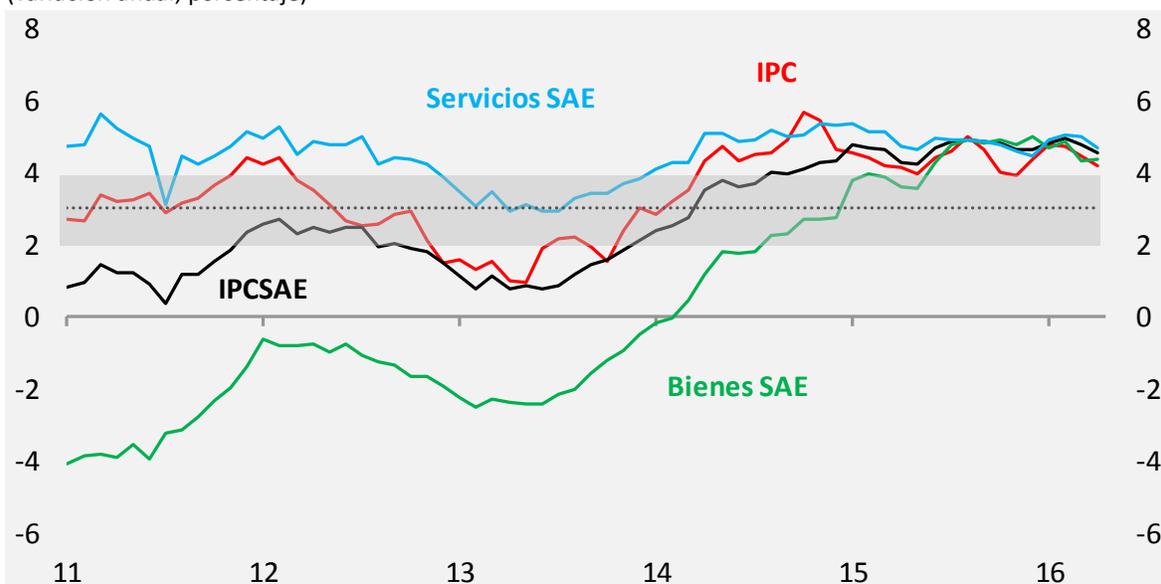
Lo importante es que logremos entender, consensuar e implementar lo que necesitamos para dar el salto hacia un país desarrollado y más justo. No debemos olvidar que nuestra región ya ha tenido experiencias fallidas al respecto. Países que tenían las condiciones para convertirse en economías desarrolladas no lo lograron, sino más bien se estancaron justo en ese momento clave. Chile está hoy en una posición expectante. Es nuestro deber ser exitosos y dar el salto que nos falta. Del lado del Banco Central, 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.

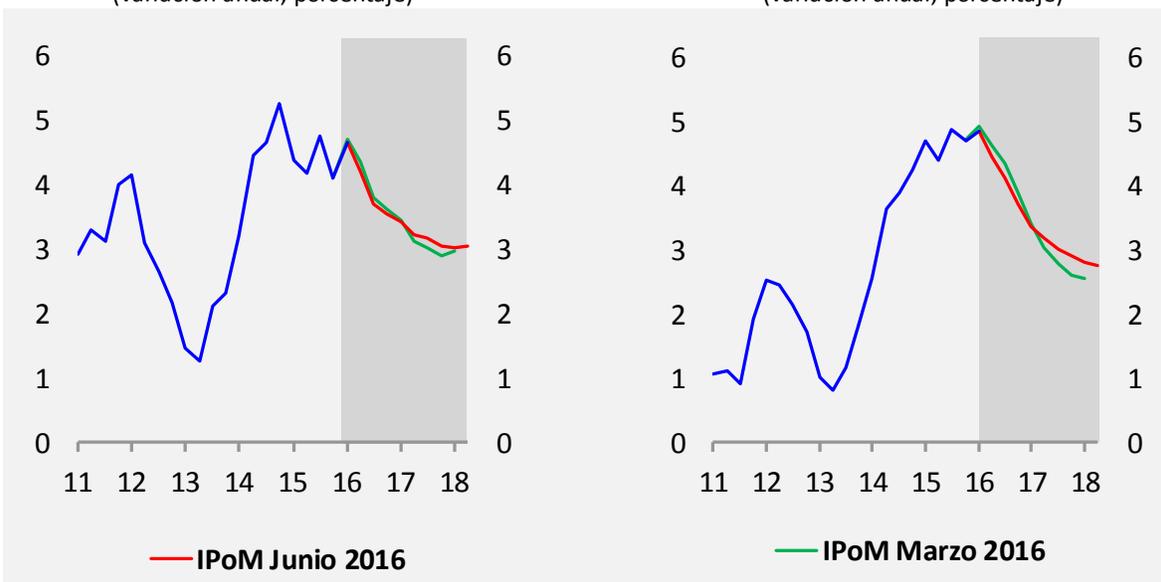
Gráfico 2

Inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

Inflación IPCSAE (*)

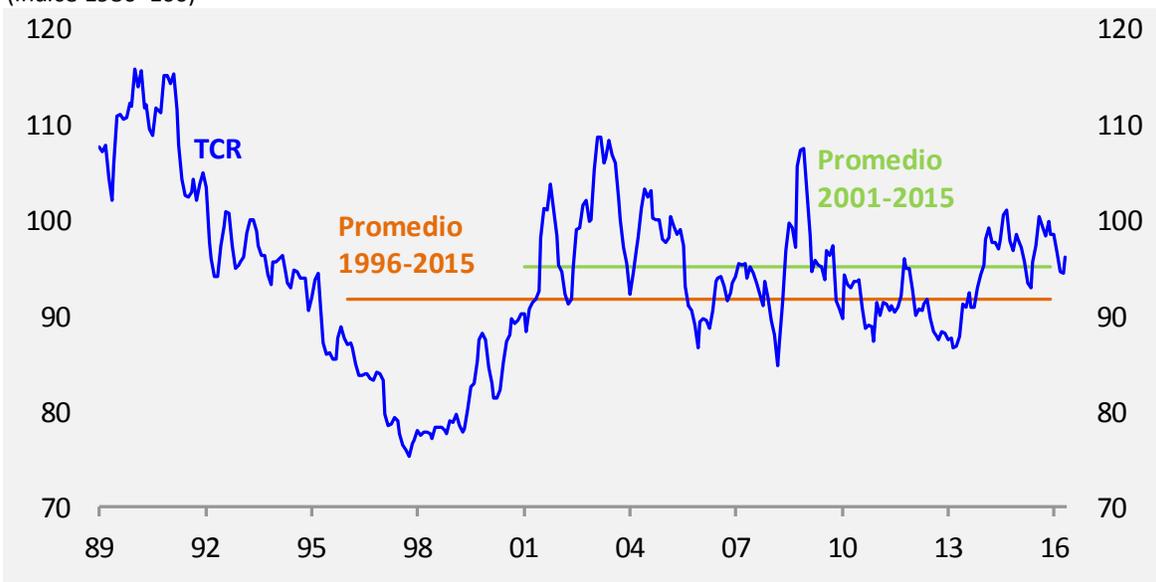
(variación anual, porcentaje)



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

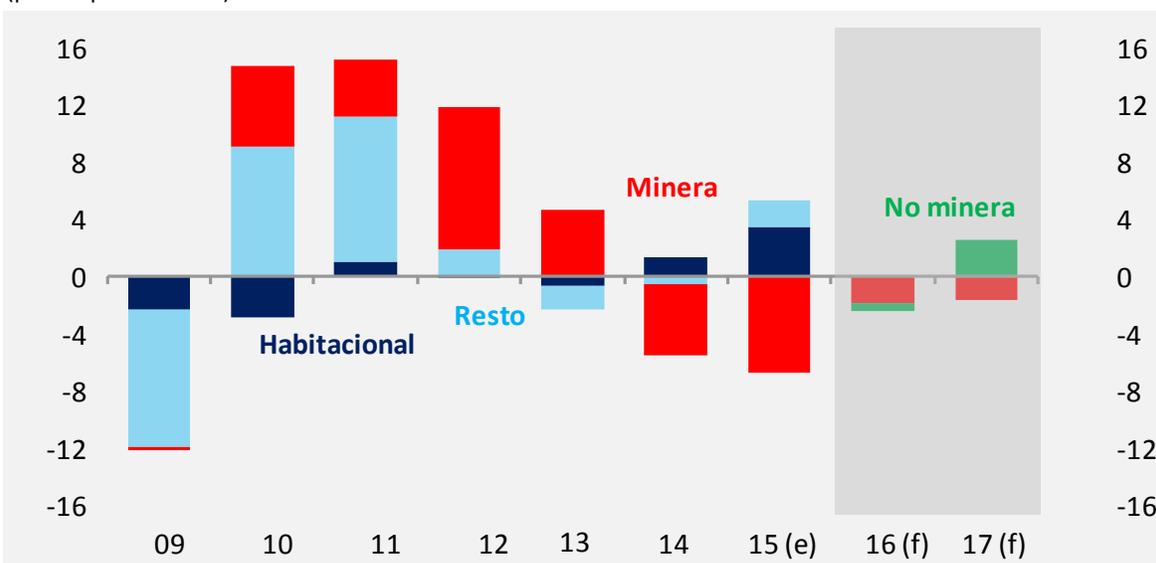
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 3
Tipo de cambio real
 (índice 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4
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 Cámara Chilena de la Construcción y de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional. El resto se trata residualmente. Para el 2016, 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.

Tabla 1

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2014	2015	2016 (f)		2017 (f)	
			IPoM Mar.16	IPoM Jun.16	IPoM Mar.16	IPoM Jun.16
PIB	1,9	2,1	1,25-2,25	1,25-2,0	2,0-3,0	2,0-3,0
Demanda interna	-0,3	1,8	1,5	1,0	2,6	2,4
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,1	1,3	1,5	1,1	2,3	2,1
Formación bruta de capital fijo	-4,2	-1,5	0,5	-2,4	1,0	0,9
Consumo total	2,8	2,2	1,8	2,1	2,7	2,4
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	-1,9	0,6	1,3	2,4	2,1
Importaciones de bienes y servicios	-5,7	-2,8	-0,6	-1,6	2,1	2,2
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-2,1	-2,5	-2,2	-2,0	-2,1
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,9	20,4	19,9	19,5	20,2	19,5
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,0	22,7	22,6	22,0	22,1	21,6

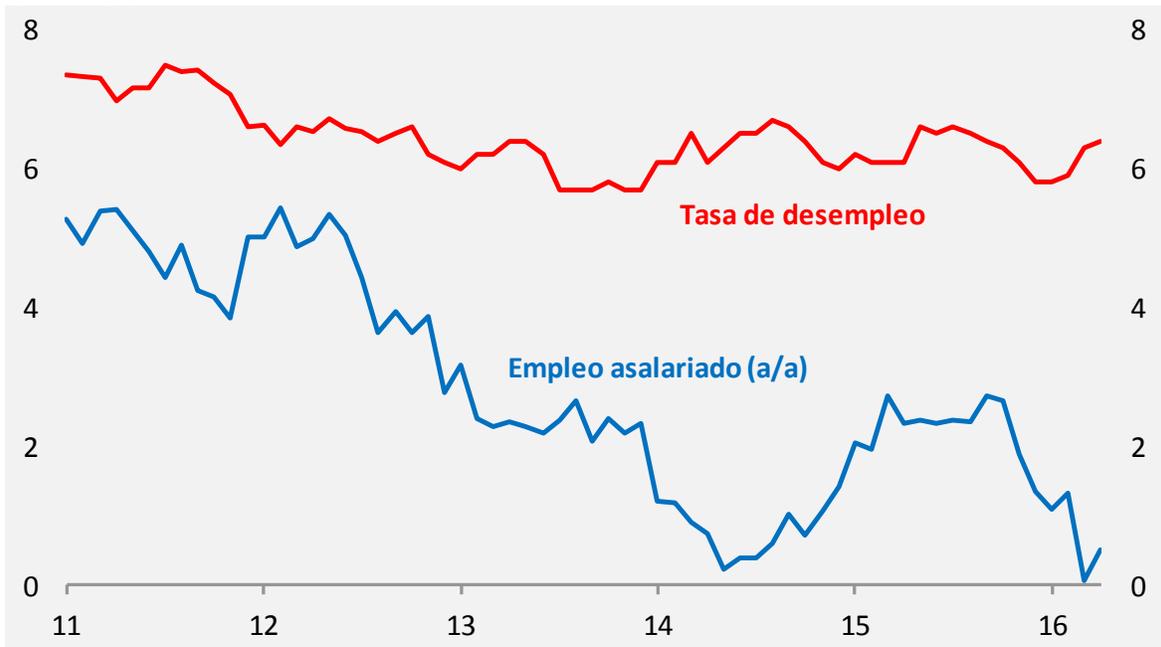
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

Mercado laboral

(porcentaje)

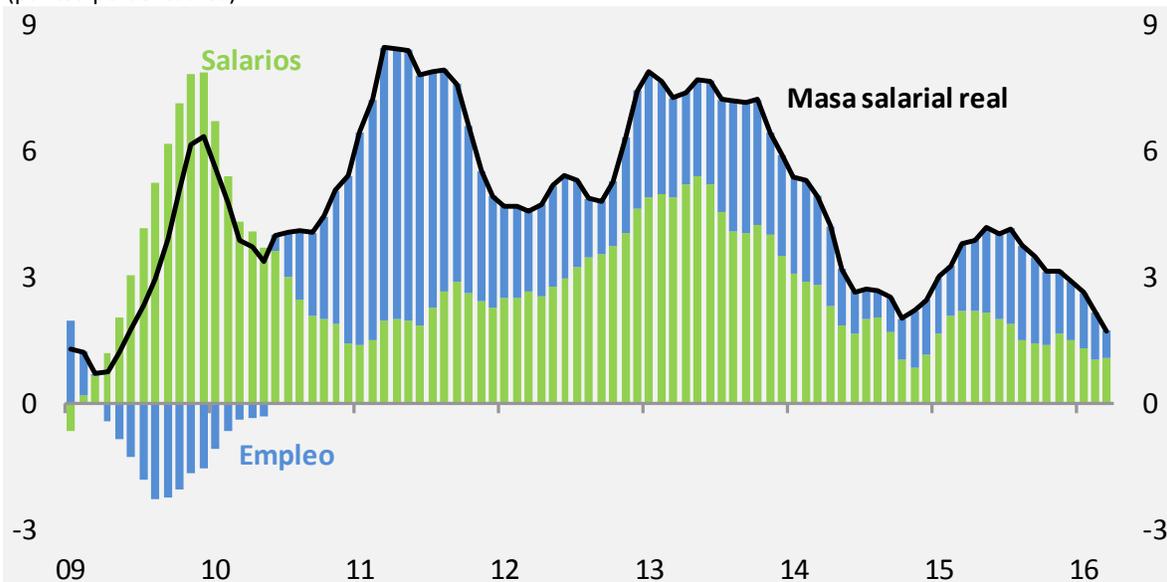


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 6

Incidencia en el crecimiento anual de la masa salarial real (*)

(puntos porcentuales)



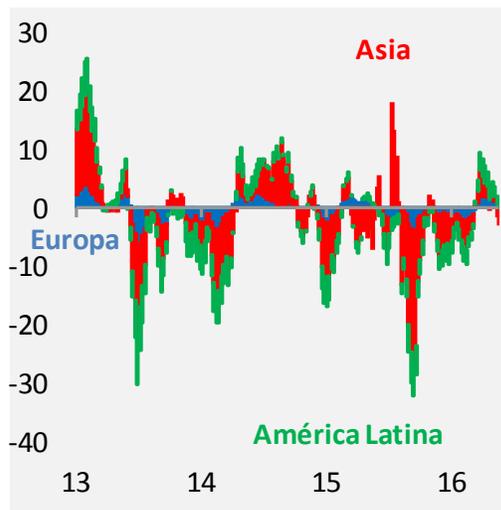
(*) Promedio móvil trimestral.

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

Gráfico 7

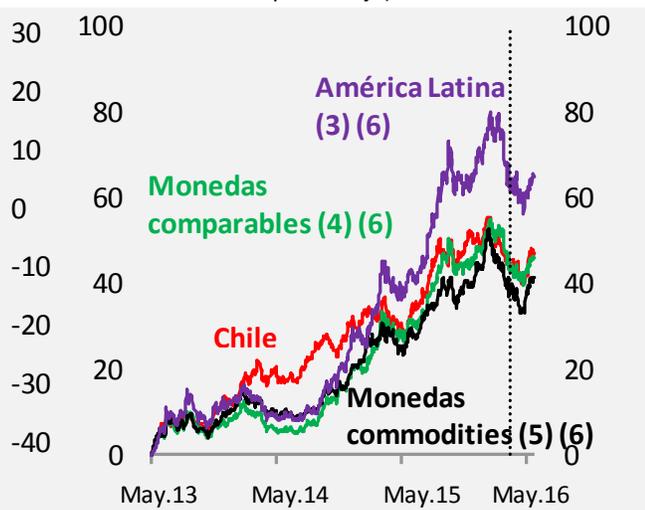
Flujos netos de capitales (1)

(miles de millones de dólares, mes móvil)



Tipo de cambio nominal (2)

(variación acumulada desde el mínimo de mayo 2013, porcentaje)



(1) América Latina incluye a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; Asia a Rep. Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia; Europa a Hungría, Polonia, Rep. Checa, Rusia y Turquía. (2) Línea vertical punteada corresponde al IPoM de marzo 2016. (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) Ponderadores WEO abril 2016.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

Tabla 2

Supuestos del escenario base internacional

	2014	2015 (e)		2016 (f)		2017 (f)	
		IPoM Mar.16	IPoM Jun.16	IPoM Mar.16	IPoM Jun.16	IPoM Mar.16	IPoM Jun.16
(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	-1,8	-4,5	-4,5	-4,2	-3,9	0,7	0,1
PIB socios comerciales	3,4	2,9	3,0	2,9	2,8	3,1	3,2
PIB mundial PPC	3,4	3,1	3,1	3,1	3,0	3,3	3,4
PIB mundial a TC de mercado	2,7	2,4	2,4	2,4	2,3	2,7	2,7
Estados Unidos	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	2,4	2,3
China	7,3	6,9	6,9	6,4	6,5	6,1	6,2
Eurozona	0,9	1,5	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6
América Latina (excl. Chile)	1,1	-0,7	-0,5	-0,9	-1,0	1,3	1,5
Precios externos (en US\$)	-0,9	-9,7	-9,8	-5,8	-3,8	1,0	0,6
(niveles)							
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	311	249	249	220	215	230	225
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	93	49	49	40	45	45	51
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	99	52	52	41	45	46	52
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	731	467	467	398	401	420	420
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,2	0,3	0,3	0,7	0,9	1,5	1,6

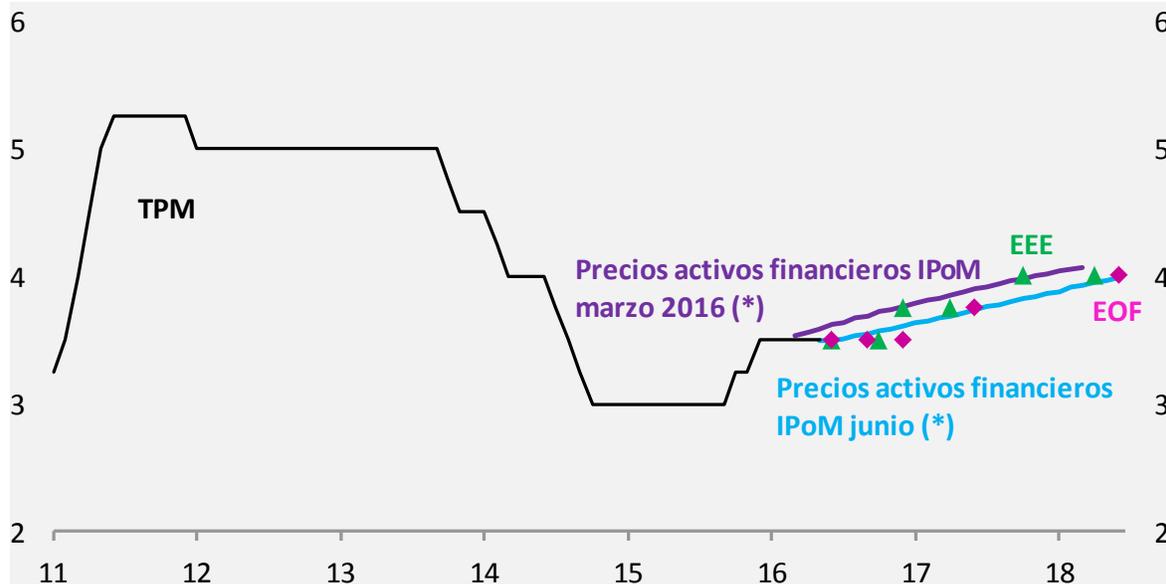
(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8

TPM y expectativas

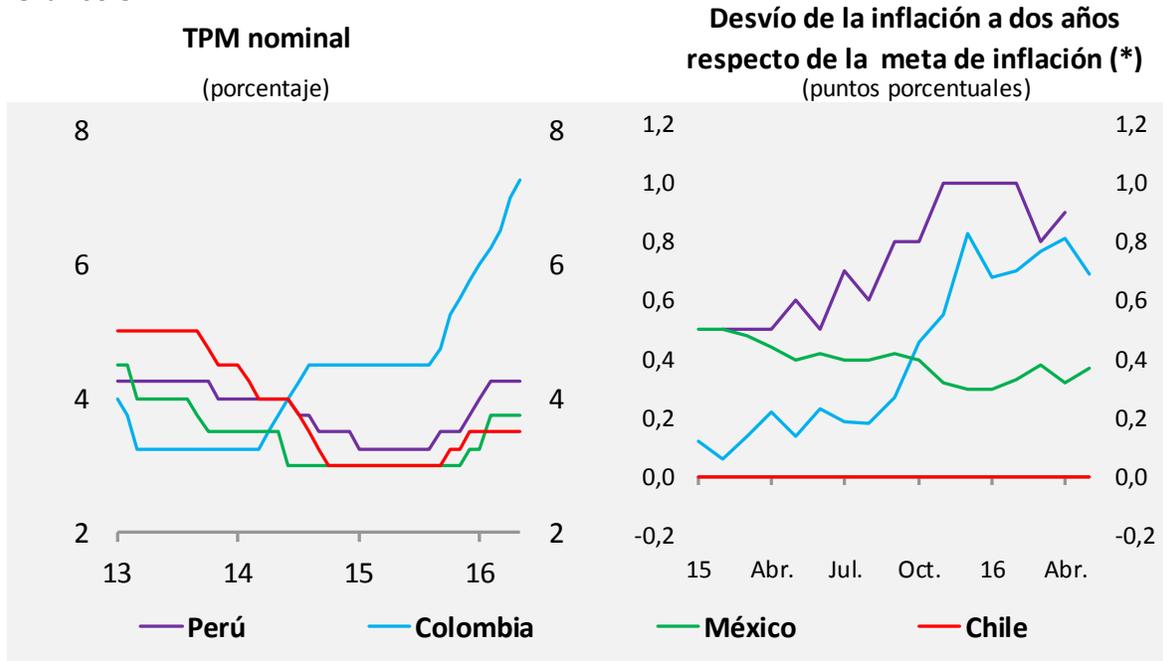
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9

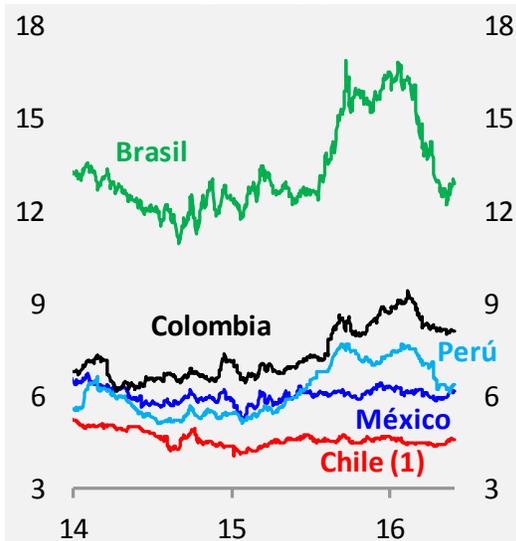


(*) Corresponde a la diferencia de la meta de inflación respecto de la inflación esperada en el 2017 para Perú, a diciembre de 2017 para México, y a dos años para Chile y Colombia.

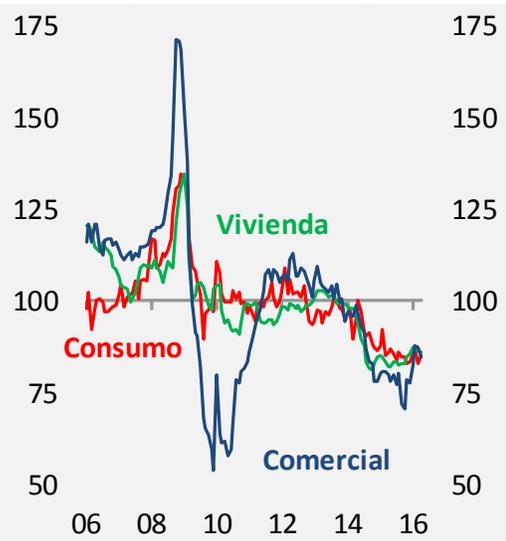
Fuentes: Banco Central de Chile y de los respectivos países.

Gráfico 10

Tasas nominales de bonos de gobierno a 10 años plazo (porcentaje)



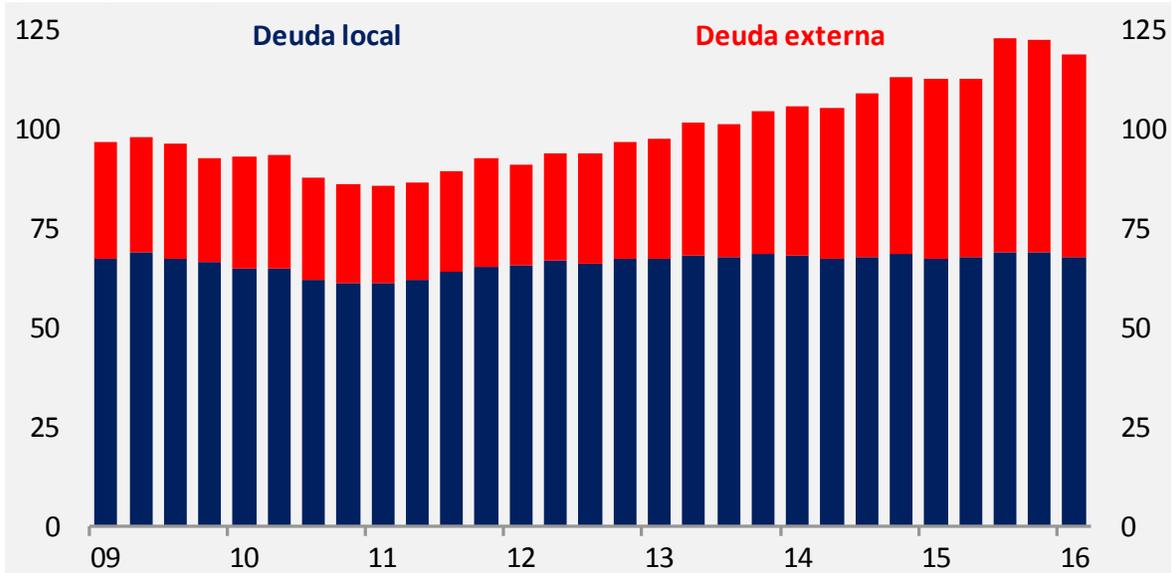
Chile: Tasa de interés por tipo de colocación (2) (índice 2006-2016=100)



(1) Considera bonos del Banco Central y de la Tesorería. (2) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes.

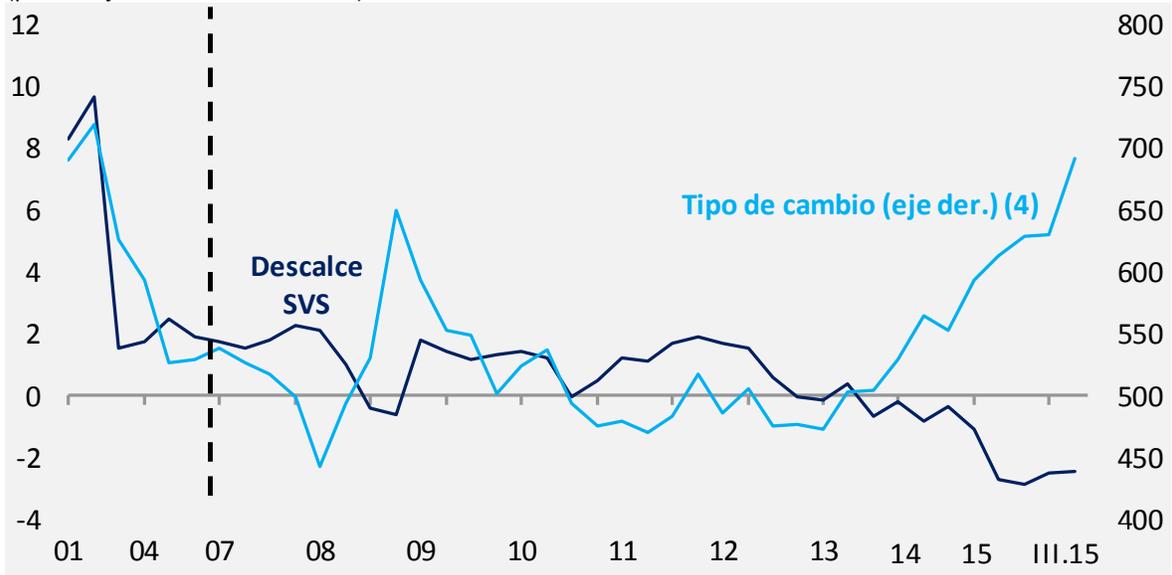
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 11
Deuda total de empresas no bancarias (*)
 (porcentaje del PIB)



(*) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de *factoring* y *leasing*, bonos securitizados y efectos de comercio. Estimación preliminar para marzo del 2016.
 Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

Gráfico 12
Descalce cambiario (1) (2) (3)
 (porcentaje de los activos totales)

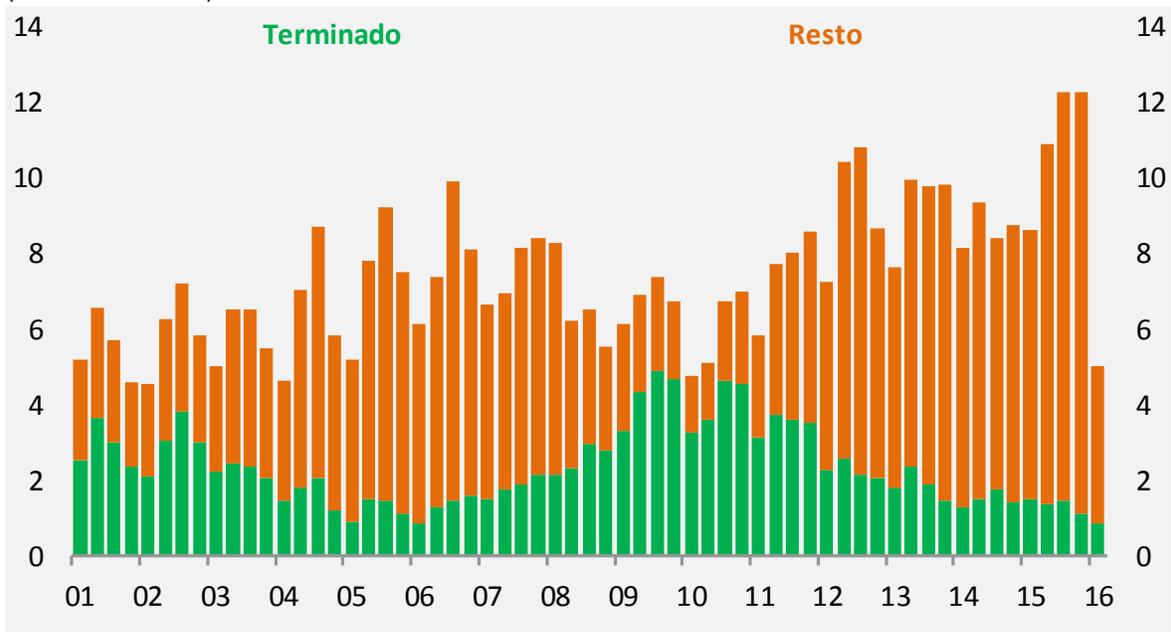


(1) Descalce se calcula como pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, sobre activos totales. (2) Datos anuales hasta el año 2006, de ahí en adelante, datos trimestrales. (3) No considera empresas Estatales, Mineras y Financieras. Se excluyen empresas con contabilidad en dólares. (4) Tipo de cambio promedio del último mes del trimestre (o año) en el eje secundario.
 Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

Gráfico 13

Venta de viviendas nuevas en Santiago

(miles de unidades)

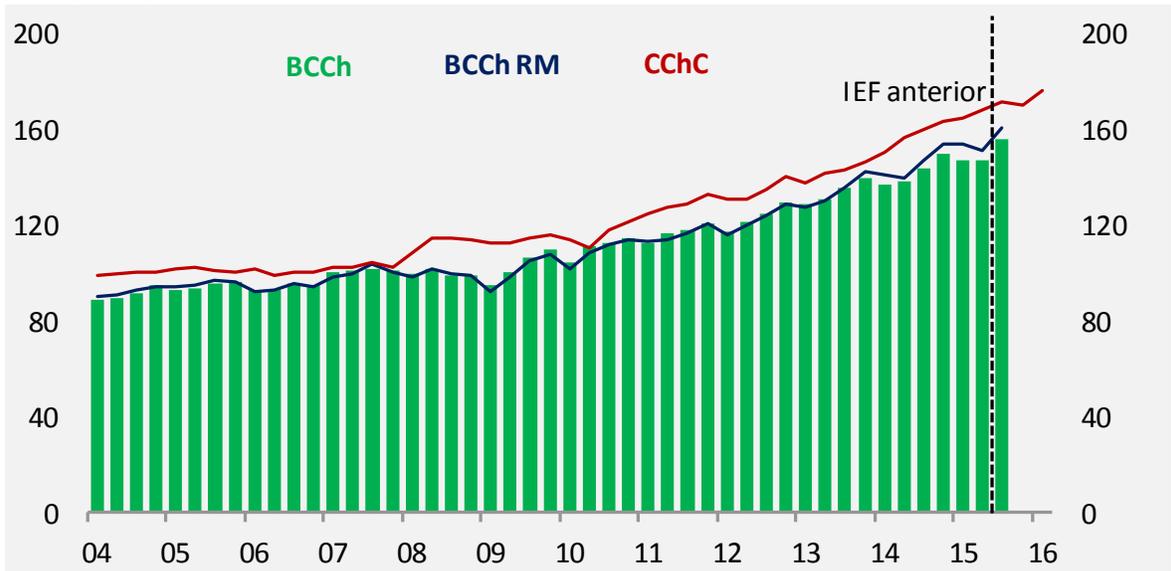


Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico 14

Precios de viviendas

(índice, base promedio 2008=100)

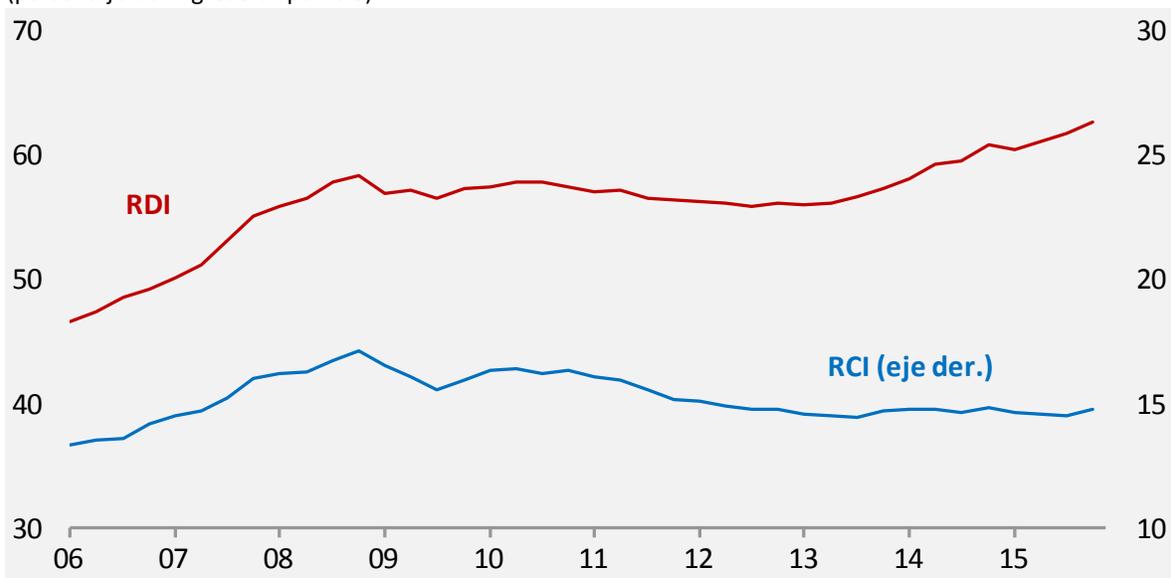


Fuentes: Banco Central de Chile y Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico 15

Endeudamiento (RDI) y carga financiera (RCI) de los hogares

(porcentaje del ingreso disponible)

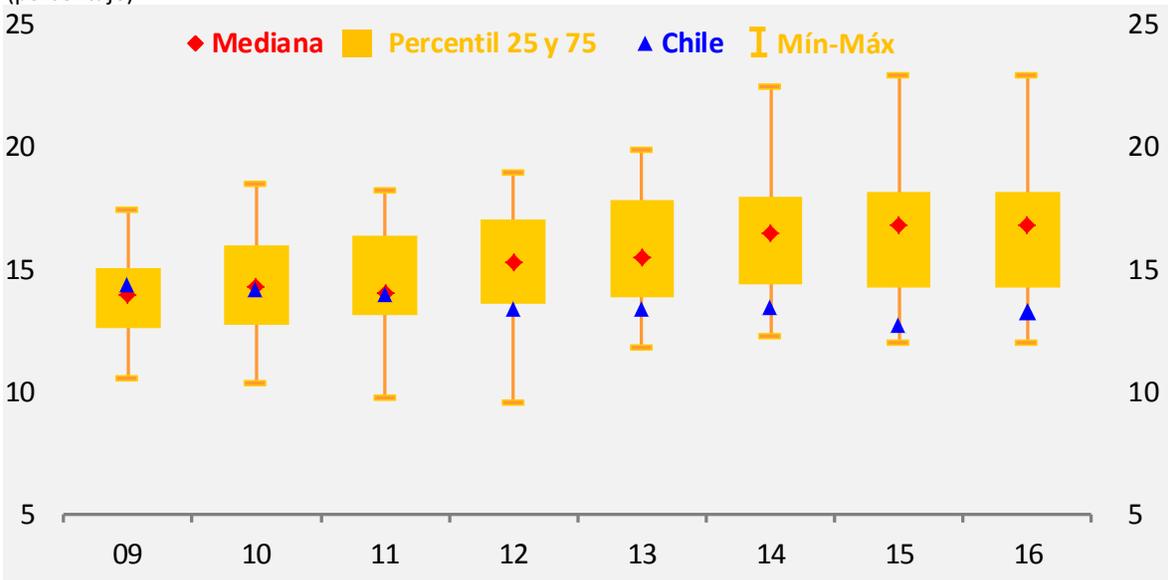


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

Gráfico 16

Comparación internacional de índices de adecuación de capital (1)(2)(3)

(porcentaje)



(1) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo. Dato de 2016 considera aumentos de capital efectivos en 2016 para Chile, *ceteris paribus*, además del efecto de la disminución del CCF (20pb).

(2) Rep. Corea e Islandia con último dato disponible para 2014.

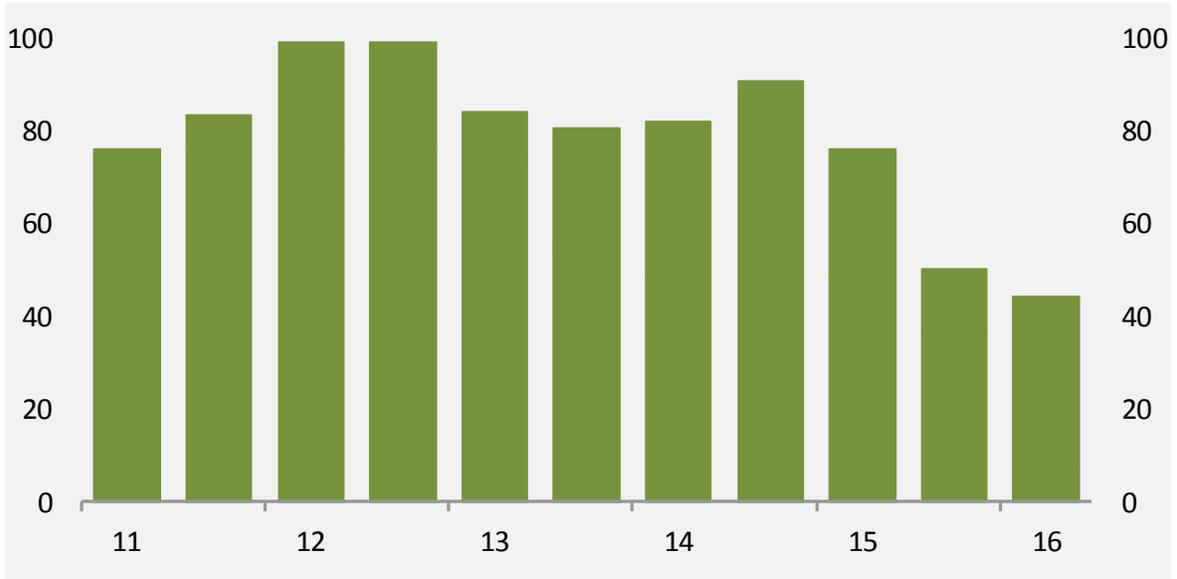
(3) El máximo corresponde al percentil 90.

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

Gráfico 17

Bancos con IAC igual o superior al 10% bajo escenario de estrés (*)

(porcentaje de activos del sistema)



(*) Cifras semestrales. Resultados de los ejercicios de tensión presentados en los Informes de Estabilidad Financiera.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de la SBIF.