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

Mario Marcel
Presidente
Banco Central de Chile
19 de diciembre de 2016

* El *Informe de Política Monetaria* de diciembre del 2016 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del segundo semestre del 2016 se pueden encontrar en http://www.bcentral.cl.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Andrés Zaldívar Larraín, 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 del 2016 y en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre del 2016.

Este IPoM, al igual que el IEF, tienen una característica especial: fueron preparados mayormente bajo el liderazgo del Presidente saliente del Banco Central, Rodrigo Vergara, y son presentados por el Presidente entrante. Lo interesante de esto, es que se trate de un elemento más bien anecdótico, pues estos informes se apoyan en el trabajo del equipo técnico del Banco y en la deliberación del Consejo, independientemente del Presidente que los haya liderado. Esto representa la continuidad que es propia de una institución sólida, con una responsabilidad permanente por la estabilidad monetaria y financiera de la economía chilena, y que debe inspirar confianza en los agentes económicos y la ciudadanía en general.

Creo que este hecho es destacable, ya que la solidez y confiabilidad de las instituciones es un tema que hoy preocupa en Chile. Sin embargo, debemos ser conscientes que la confianza acumulada no es suficiente; en el mundo de hoy esta se debe renovar día a día, apoyándose en la capacidad para responder a nuevas exigencias y desafíos. Comentaré sobre algunos de estos desafíos en la última parte de mi presentación.

Pasando a la evolución reciente de la economía, lo más destacable de lo acontecido en el último tiempo es el descenso de la inflación. Tras varios trimestres en que la variación anual del IPC se ubicó por sobre 4 por ciento, durante los últimos meses vimos una rápida baja hacia 3 por ciento. Así, a noviembre, la inflación anual del IPC se ubicó en 2,9 por ciento.

La reducción de la inflación se ha dado a una velocidad mayor que la que habíamos anticipado. En el IPoM que presentamos en septiembre ante el Senado, proyectamos que el incremento anual del IPC se ubicaría en 3,5 por ciento a fines de este año. Hoy, las expectativas privadas, y nuestras propias proyecciones, lo ubican algo por debajo de 3 por ciento. Además, en el escenario base que les presentaré en unos momentos, contemplamos que este descenso continuará de modo que durante gran parte del 2017 la inflación anual del IPC se ubicará en la parte baja del rango de tolerancia, para iniciar su retorno a la meta a fines de ese año.

La actividad interna también ha experimentado algunas novedades. En el tercer trimestre su crecimiento estuvo en línea con lo previsto, e incluso algo mejor en los sectores distintos de recursos naturales —lo que llamamos el PIB resto—. Sin embargo, el comienzo del cuarto trimestre mostró un pobre resultado. La caída de la actividad minera, como ha sido la tónica del año, tuvo una alta injerencia, sumado a líneas específicas de la industria. Con todo, el

menor dinamismo estimado para el último trimestre del año nos hace prever que el crecimiento del 2016 se ubicará en el límite inferior del rango proyectado en septiembre. Hacia adelante, estimamos que la economía retomará tasas de expansión cercanas al potencial hacia fines del 2017, aunque dicho proceso ocurrirá algo más lento que lo previsto en septiembre.

En el plano externo, la principal novedad han sido los cambios en los mercados financieros tras la elección en Estados Unidos. Los movimientos luego de este evento hicieron que las condiciones financieras se volvieran algo menos favorables, más allá de que permanecen en niveles expansivos desde una perspectiva histórica. La semana pasada la Reserva Federal incrementó por segunda vez su tasa de referencia, una decisión que era ampliamente esperada por los mercados. La novedad vino por la confirmación de un retiro levemente más acelerado del estímulo monetario, lo que ha provocado bastantes movimientos en los mercados financieros en los últimos días. Respecto de la actividad y la inflación, en el mundo desarrollado estas siguen mostrando avances, mientras que en las principales economías emergentes han tendido a estabilizarse. Los términos de intercambio se prevén algo mejores.

La suma de estos antecedentes y sus consecuencias en las perspectivas de mediano plazo hacen que en el escenario base de este IPoM consideremos una trayectoria de la inflación para el 2017 más baja que la proyectada en septiembre. Esto, por una inflación subyacente —lo que llamamos el IPCSAE— que tendrá una baja relevante en lo venidero, donde la inflación de los precios ligados a los bienes importados tiene un papel relevante. La inflación de los servicios, regularmente más persistente, también descenderá, aunque combinando efectos base de comparación, el impacto de una inflación menor en los precios indexados y su propia inercia. Todo esto, en un contexto en que las holguras de capacidad si bien se han ampliado, siguen siendo acotadas y que el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años no ha variado mayormente desde septiembre a la fecha.

De todos modos, más allá de estos cambios en las proyecciones, lo más destacable es que el abanico de riesgos ha aumentado.

En este contexto, en nuestras últimas Reuniones de Política Monetaria hemos mantenido inalterada la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,5 por ciento. Al mismo tiempo, reconociendo el efecto que los cambios en el escenario macroeconómico está teniendo sobre las perspectivas de inflación de mediano plazo, en nuestra última Reunión señalamos que para cumplir con nuestro objetivo de ubicar la inflación en 3 por ciento a dos años plazo podría ser necesario incrementar el impulso monetario.

Permítanme ahora presentarles los detalles de nuestra visión del escenario macroeconómico y de las proyecciones contenidas en el Informe de Política Monetaria.

Como señalé anteriormente, en noviembre, la inflación anual del IPC se ubicó en 2,9 por ciento, casi medio punto porcentual por debajo de lo previsto en septiembre. El mayor descenso de la inflación se relaciona principalmente con el comportamiento de los precios de bienes más asociados al tipo de cambio y al de algunos alimentos. Así, la inflación de bienes del IPCSAE se redujo a 1,6 por ciento en noviembre, 2,1 puntos porcentuales menos que en julio. Esto, en un contexto donde el tipo de cambio ha fluctuado, *a grosso modo*, entre 650 y 680 pesos por dólar. La inflación de servicios del IPCSAE ha mostrado una baja más pausada, en línea con la moderada ampliación de las holguras de capacidad y su alto grado de indexación. De todos modos, ha acumulado un descenso de poco más de un punto porcentual en los últimos diez meses. La baja inflación de frutas y verduras frescas sorprendió por su comportamiento atípico respecto de patrones estacionales (gráfico 1).

Los datos de actividad del tercer trimestre continuaron dando cuenta de un dinamismo acotado. Durante los primeros tres trimestres del año, los sectores distintos de recursos naturales —que como indiqué llamamos el PIB resto— crecieron algo menos de 2,5 por ciento anual, liderados por los sectores de servicios y el comercio, mientras que la construcción y, especialmente, la industria mostraron un desempeño débil.

Por su parte, en los primeros tres trimestres del año, la demanda interna —descontadas las existencias— creció a una tasa similar a la del PIB resto, impulsada por el consumo privado y de gobierno. La inversión resultó algo mejor que lo anticipado, pero su variación anual volvió a ser negativa, destacando el continuo deterioro de construcción y otras obras (gráfico 2).

La variación anual negativa del Imacec en octubre sorprendió a la baja. Más allá de la volatilidad de las cifras mes a mes, el resultado sigue estando muy influido por el pobre desempeño de la minería, al que se sumó el mal desempeño de algunas líneas industriales (gráfico 3). Aun cuando esta cifra no marque tendencia, es suficiente para reducir el crecimiento del cuarto trimestre, lo que a su vez es relevante en la revisión del crecimiento estimado para el 2016, que ahora se ubica en 1,5 por ciento, el piso del rango de proyección que estimamos en septiembre. Pese al desempeño de la actividad en octubre, los datos parciales del cuarto trimestre sugieren que el comportamiento del gasto interno no ha cambiado significativamente. Esto, en un ambiente en que el mercado laboral muestra un ajuste gradual, con una tasa de desempleo que sigue baja —aunque muy influida por el crecimiento del empleo por cuenta propia— (gráfico 4). A su vez, aunque con vaivenes mes a mes, los salarios muestran expansiones anuales en torno a sus promedios históricos. De todos modos, la baja en la inflación ha hecho que la masa salarial real crezca a tasas más elevadas (gráfico 5).

Como indiqué, el principal acontecimiento en el exterior fue la elección en Estados Unidos. Dicho evento abrió una serie de preguntas respecto del devenir del panorama económico externo, caracterizado por políticas monetarias altamente estimulativas en el mundo desarrollado. En esas interrogantes, resaltan los posibles efectos de un eventual paquete fiscal en Estados Unidos, medida que los mercados financieros han supuesto como muy

probable. Esto ha dado paso a mayores expectativas de inflación, perspectivas de una política monetaria menos expansiva, un fortalecimiento del dólar y un menor apetito por papeles largos. Así, las tasas de interés de largo plazo han aumentado de forma importante en Estados Unidos, lo que se ha replicado con diferentes intensidades en el resto del mundo. En este contexto las condiciones financieras para las economías emergentes se han apretado, no obstante siguen siendo positivas desde una perspectiva histórica (gráfico 6). El deterioro de las condiciones financieras no ha respondido solo a un aumento del costo de financiamiento, sino que también a una salida de capitales hacia el mundo desarrollado (gráfico 7).

En Chile, la reacción inicial de los mercados al resultado de la elección estadounidense fue similar a la del resto del mundo, con un aumento importante de las tasas de interés de largo plazo nominales y reajustables y una depreciación del peso. Sin embargo, en lo más reciente, estas tendencias se han revertido. La tasa del BCP a 10 años, que aumentó cerca de 60 puntos base en los días posteriores a la elección, se ubicó en torno a 4,4 por ciento al cierre estadístico del IPoM, 20 puntos base por sobre su nivel previo a la elección (gráfico 8). Por su parte, al cierre de este IPoM, el tipo de cambio nominal se ubicaba cercano a 650 pesos por dólar, luego de transarse en torno a 680 pesos por dólar en algunos días de noviembre. Así, considerado el promedio de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, la paridad peso/dólar casi no ha variado, pero sí se ha apreciado cerca de 3,5 por ciento en términos multilaterales (gráfico 9). En los días posteriores al cierre estadístico, y tras la decisión de la Reserva Federal, el dólar volvió a apreciarse a nivel global, tendencia que el peso chileno siguió. Así, en los últimos días el tipo de cambio nominal se ha ubicado por sobre 670 pesos por dólar. La evolución de la paridad multilateral, más el comportamiento de la inflación interna y externa, así como del precio del cobre, ha dado paso a un tipo de cambio real (TCR) por debajo del observado hace unos meses. Así, al cierre estadístico su nivel se encontraba en el rango de valores coherentes con sus fundamentos de corto plazo, aunque inferior a sus promedios de los últimos 15 o 20 años. En el escenario base, como supuesto de trabajo, consideramos que el tipo de cambio real se depreciará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, reflejando el diferencial de tasas con Estados Unidos (gráfico 10).

En lo externo, las cifras de actividad e inflación conocidas hasta el momento no dan cuenta de mayores cambios en las tendencias previas. En Estados Unidos, los datos de actividad y del mercado laboral señalan un buen desempeño de la economía. En otras economías desarrolladas apuntan a una incipiente recuperación. En el mundo emergente, el crecimiento de China no presenta cambios y en América Latina hay heterogeneidad. En este contexto, perdió urgencia la necesidad de nuevos estímulos monetarios en Europa y Japón, al mismo tiempo que se consolidó la expectativa de que la Reserva Federal aumentará nuevamente su tasa. Como comenté en un principio, esta decisión se concretó con posterioridad al cierre estadístico de este IPoM, resaltando que la Reserva Federal anunció un retiro del estímulo monetario levemente más rápido. El precio del cobre se mantuvo relativamente estable hasta comienzos de noviembre, momento en que saltó desde cerca de 2,2 dólares la libra a valores del orden de 2,6 dólares la libra. No obstante, este movimiento parece excesivo dada la evolución de sus fundamentos. Por su parte, en los últimos meses el barril de petróleo ha fluctuado entre 45 y 50 dólares la mayor parte del

tiempo. En lo más reciente, tras los acuerdos de la OPEP y los anuncios de otros productores de restringir la producción, se ubica cerca de 55 dólares.

Déjenme ahora pasar a presentarles nuestras proyecciones y sus riesgos.

En el escenario base del IPoM que presentamos hoy, el crecimiento para este año se estima en 1,5 por ciento. Como ya mencioné, ello corresponde al límite inferior del rango estimado en septiembre como consecuencia del menor crecimiento previsto para el cuarto trimestre. Para el 2017, la menor velocidad inicial, en un contexto de mayores riesgos y niveles de confianza que siguen siendo marcadamente pesimistas, hacen prever que la actividad demorará algo más en recuperar tasas de crecimiento cercanas a su potencial. Así, el crecimiento estimado para el 2017 se ajusta a un rango entre 1,5 y 2,5 por ciento (1,75 y 2,75 por ciento en septiembre). El mayor crecimiento del 2017, relativo al 2016, se justifica en que la economía no presenta desbalances, que el sector minero no repetirá las fuertes caídas de años previos y que la inversión mostrará un aumento después de tres años seguidos de caídas anuales. El efecto de estos cambios será más evidente en la segunda mitad del año. Todo ello en un contexto en que continúa la consolidación fiscal anunciada por el Gobierno y en que las condiciones monetarias seguirán siendo expansivas.

Por el lado de la demanda, se prevé que, descontadas las existencias, esta se expanda 2 por ciento el 2017. Similar a lo que fue el 2016, se espera que el consumo privado siga impulsando el gasto. Ello por cuanto se prevé que el mercado laboral continúe con un ajuste gradual y que la baja de la inflación impulse los salarios reales. Se suma el ya comentado hecho que las cifras de importaciones de bienes de consumo de noviembre han mostrado un repunte. También el hecho que, si bien siguen en niveles pesimistas, las expectativas de consumidores, especialmente aquellas referidas a los bienes durables han mostrado alzas en los últimos meses. Por el lado de la inversión, hacia adelante destaca la ausencia de grandes proyectos, la baja actividad de la construcción habitacional y expectativas empresariales que continúan deterioradas. Con todo, se espera que este componente tenga una tasa de expansión positiva el 2017, igual a la supuesta en septiembre, después de tres años de contracción (gráfico 11). Así, el escenario base considera que, como porcentaje del PIB, la formación bruta de capital fijo seguirá reduciéndose en términos reales y nominales, pasando a 22,9 y 21,7 por ciento del PIB en el 2017, respectivamente (22,6 y 21,8 por ciento en septiembre).

En cuanto al sector externo, se prevé un déficit en cuenta corriente sin muchos cambios entre el 2016 y 2017, y muy parecido a lo contemplado en septiembre: 1,7 y 1,9 por ciento del PIB, respectivamente. Sin embargo, como esta cifra considera una mejora de los términos de intercambio, a precios de tendencia la cuenta corriente será más deficitaria que lo implícito en el IPoM pasado —en cerca de 0,5 puntos porcentuales para el 2017—. La proyección para la cuenta corriente considera que el volumen de las exportaciones chilenas crecerá cerca de 2 por ciento el próximo año, esto luego de casi no variar el 2016 y una caída el 2015. A nivel sectorial, estos considera mayores volúmenes tanto de envíos mineros como no mineros (tabla 1).

En este escenario, la inflación anual continuará descendiendo, ubicándose por debajo de 3 por ciento durante gran parte del 2017, y en torno a ese valor el resto del horizonte de

proyección. En esta trayectoria incidirá una importante reducción del IPCSAE durante el 2017, explicada por distintos elementos. Por un lado, la trayectoria del tipo de cambio seguirá contribuyendo a la reducción de la inflación de bienes importados. Por otro, más allá de los efectos base asociados al impuesto de timbres y estampillas, se espera que la inflación de servicios siga descendiendo gradualmente, especialmente porque la menor inflación con que terminará el 2016 afectará los precios indexados durante la primera parte del 2017. Esto en un contexto en que las presiones inflacionarias de mediano plazo son acotadas, y donde existirán holguras de capacidad durante todo el horizonte de proyección. Por su parte, se prevé que la inflación de la energía y de los alimentos aumente, contrapesando en parte el efecto en el IPC total de los elementos ya mencionados (gráfico 12).

Más allá de la presencia de mayores riesgos, esta proyección contempla que el impulso externo que recibirá la economía chilena será similar a lo estimado en septiembre. En particular, las condiciones financieras externas serán menos favorables, pero se esperan mejores términos de intercambio. Las proyecciones del escenario base consideran un precio de 2,35 y de 2,40 dólares la libra de cobre en el 2017 y el 2018, respectivamente. Esto, en línea con las proyecciones de analistas de mercado y con un entorno marcado por la apreciación del dólar y por mayores tasas de interés. Por su parte, el precio del petróleo es algo mayor que lo previsto en septiembre y promediará en torno a 55 dólares el barril el 2017 y 2018. Las proyecciones de crecimiento mundial y de los socios comerciales no muestran cambios en el agregado y apuntan a expansiones crecientes para el 2017 y 2018 (tabla 2).

Respecto de la TPM, el escenario base utiliza como supuesto de trabajo que esta seguirá una trayectoria comparable a la que incorporan las distintas medidas de expectativas. Con esto, se asegura que la política monetaria continuará siendo expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección. Como siempre, la implementación de la política monetaria y eventuales ajustes en la TPM serán contingentes a los efectos de la nueva información sobre la dinámica proyectada para la inflación (gráfico 13).

En lo externo, si bien el mercado anticipa que habrá un mayor impulso fiscal en Estados Unidos, con planes de infraestructura, reducción de impuestos y medidas que en general apuntan a un mayor crecimiento, los detalles no son conocidos. Tampoco lo es el tiempo que tomará implementarlas. En este sentido, cabe la posibilidad de un paquete fiscal relevante que derive en un mayor crecimiento de la economía estadounidense y el resto del mundo. Sin embargo, también es posible que el impulso final decepcione y el deterioro de los mercados financieros termine teniendo efectos negativos que predominen. El panorama de inflación en EE.UU. también ofrece riesgos, pues podría precipitar un comportamiento más agresivo de la Fed. Por lo pronto, tras su reunión de la semana pasada, este organismo anunció un retiro levemente más rápido del estímulo monetario. Se suma el efecto que puedan tener las posibles medidas de corte proteccionista en el comercio y la actividad mundial. Todo esto, sin que aún se resuelva cómo el Reino Unido abandonará la Unión Europea y donde varias economías importantes de Europa preparan procesos eleccionarios. Se suma a esto las dudas sobre la salud de parte de la banca europea.

Las condiciones financieras para el mundo emergente son menos favorables y existe el riesgo de un deterioro más pronunciado. En China, si bien la actividad se ha estabilizado, los riesgos siguen presentes, especialmente los de su sistema financiero. En América Latina todavía hay economías en las que se requieren ajustes y otras que están en un proceso de cambios que puede generar turbulencias.

Internamente, las sorpresas de inflación de los últimos meses se concentran en precios ligados al tipo de cambio y alimentos, pero no puede descartarse que la convergencia de la inflación a 3 por ciento tome algo más de tiempo, especialmente si las holguras de capacidad se amplían más de lo anticipado. Por otra parte, la evolución del peso continuará sujeta a altos grados de incertidumbre, lo que podría afectar la inflación en el corto plazo en una u otra dirección.

Respecto de la actividad, las cifras más recientes ponen una nota de cautela, aun considerando la volatilidad de los datos mes a mes y que por el lado de la demanda la información conocida ha sido más favorable. Se suma que el deterioro de las condiciones financieras externas podría tener un impacto mayor que el previsto. En la vereda opuesta, el escenario base considera que el nivel que ha alcanzado el precio del cobre en las últimas semanas no se mantendrá en el horizonte de proyección. Esto, porque no se ha producido algún cambio correspondiente en sus fundamentos y porque su incremento ha ido a contramano de la evolución de las tasas de interés globales y el valor del dólar. Sin embargo, es posible que los precios actuales del metal perduren por más tiempo que el esperado, lo que podría volver a impulsar el gasto interno —por ejemplo por una recuperación más pronto de la inversión en sector— o porque podría mejorar las confianzas de forma más acelerada.

En este contexto, el Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

En suma, nos enfrentamos a un escenario en que la inflación ha descendido más rápido que lo previsto, pero se ubicará en 3 por ciento a fines del horizonte de proyección, y en que la actividad sigue creciendo de forma acotada. Además, los riesgos internos y externos se han incrementado.

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

Informe de 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 lo externo, los riesgos que recoge el IEF son similares a los que acabo de describirles para el IPoM. Destaca la incertidumbre sobre el efecto del deterioro en las condiciones financieras externas y la situación en China. En este último caso, resalta que el crédito privado continúa creciendo, a la vez que se incrementa la exposición de la banca al sector

inmobiliario, donde los precios de las viviendas mantienen tasas de crecimiento anuales de dos dígitos en las ciudades de mayor demanda. Por su parte, la calidad de la cartera bancaria sigue deteriorándose, en línea con el menor desempeño que ha mostrado el sector corporativo. Esta situación podría agravarse con un aumento de los costos financieros, también en la medida que las políticas comerciales internacionales adquieran un mayor sesgo proteccionista, dada la aún alta dependencia de la actividad económica china a sus exportaciones.

Internamente, resalta el efecto del alza de las tasas de interés externas en las tasas locales y su impacto en la valoración de los fondos mutuos y de pensiones, especialmente de aquellos concentrados en renta fija, tales como el fondo E. En particular, en el caso de fondos mutuos, se observaron retiros relevantes en fondos de mediano y largo plazo (FM3) que revirtieron parte de los incrementos reportados en IEF previos. Si bien hasta ahora no se han registrado alzas significativas de las tasas del mercado monetario, la mayor dependencia de bancos medianos al financiamiento provisto por estos fondos, es un riesgo a monitorear.

La situación financiera de las empresas locales no presenta mayores cambios respecto de IEF previos. La deuda de las firmas se reduce levemente, alcanzando a 119 por ciento del PIB al tercer trimestre, manteniéndose cerca de sus niveles máximos. Parte importante de la variación se debe a la apreciación del peso con respecto al dólar experimentada en ese período (gráfico 14). La rentabilidad de las empresas nacionales también mantuvo su tendencia a la baja al cierre del 2015. Un patrón similar se observa para el conjunto de empresas que reportan a la Superintendencia de Valores y Seguros, las cuales mantienen una rentabilidad baja y un nivel de endeudamiento alto en relación con patrones históricos. Por otra parte, diversos indicadores dan cuenta de que el riesgo cambiario se mantiene acotado. Finalmente, la morosidad de la deuda bancaria de las firmas permanece estable en niveles relativamente bajos, aunque el aumento de la cartera comercial subestándar da cuenta de una leve disminución en la capacidad de los deudores de mantener sus pagos al día. Esta situación podría deteriorarse ante un escenario económico más adverso, derivado de menor actividad económica o de mayores gastos financieros. Estos últimos podrían observarse si los aumentos del costo de financiamiento externo se traspasan a las tasas de colocación locales, afectando así a las firmas que tengan que refinanciar sus pasivos. Sin embargo, nuestras estimaciones sugieren que un deterioro en la actividad tendría un mayor impacto en la fortaleza financiera de las firmas que un aumento en el gasto financiero.

Los indicadores de riesgo de los hogares se mantienen relativamente estables, en línea con el gradual ajuste del mercado laboral. El endeudamiento agregado de los hogares continúa incrementándose debido a la mayor contribución de los créditos hipotecarios. Las menores tasas de interés registradas hasta septiembre contribuyeron a mantener una carga financiera agregada relativamente estable alrededor de 15 por ciento (gráfico 15). Por otra parte, la morosidad tanto de créditos de consumo como hipotecarios se mantuvo en niveles acotados y sin cambios relevantes desde el semestre anterior. Las excepciones son los créditos de consumo otorgados por las Cajas de Compensación y Asignación Familiar y los créditos hipotecarios bancarios de las regiones del norte, en las cuales se observa una disminución de la calidad crediticia. Así, un riesgo que identificamos en el IEF es que un deterioro del mercado laboral podría dificultar la capacidad de pago de los hogares.

En cuanto al sector inmobiliario, los precios de las viviendas y el crédito hipotecario han moderado sus tasas de crecimiento. Diversos indicadores de precios de las viviendas mostraron tasas de crecimiento menores a las de trimestres anteriores, en línea con la dinámica de sus factores (gráfico 16). Los datos de firmas inmobiliarias que reportan a la Superintendencia de Valores y Seguros no indican un aumento de la tasa de desistimiento al tercer trimestre del 2016. Sin embargo, cabe señalar que este riesgo persiste dado que gran parte de los proyectos promesados durante el año pasado debieran ser entregados en el último trimestre del 2016 y en el 2017. En el último tiempo, se ha observado un aumento en el pie exigido por los bancos para acceder a un crédito hipotecario, lo cual podría incrementar la tasa de desistimientos de aquellos hogares que no hayan acumulado los ahorros necesarios para cumplir con tal exigencia.

La rentabilidad del sistema bancario ha disminuido. Esta se debe a una menor contribución del margen de intereses. Esto último puede explicarse por el cambio de composición de la cartera de crédito hacia productos de menor retorno relativo —desde consumo hacia hipotecario— así como también por la migración hacia clientes de menor riesgo, a quienes se les ofrecen menores tasas de interés. Por su parte, las capitalizaciones realizadas durante el primer semestre de este año elevaron los indicadores de adecuación de capital (IAC) del sistema bancario, fortaleciendo su posición para enfrentar escenarios económicos adversos. En efecto, las pruebas de tensión señalan que la banca tiene niveles de capital suficientes para enfrentar un escenario de estrés severo. Con todo, las brechas de capital se mantienen en relación con países comparables. Si bien se han realizado varios aumentos de capital en lo más reciente, no se han observado cambios en las políticas de retención de dividendos por parte de los bancos que permitan incrementar endógenamente la base de capital. En un contexto internacional, el nivel de IAC del sistema bancario se mantiene por debajo del percentil 25 tanto entre países OCDE como de la región. Dado esto, es importante avanzar en la discusión de iniciativas legislativas que contribuyan a fortalecer la capitalización de la banca, en línea con los esfuerzos que han realizado otros países para converger a los requerimientos de Basilea III (gráfico 17).

En síntesis, si bien en este IEF concluimos que no hay cambios fundamentales en el panorama de riesgos, notamos que la fortaleza financiera de los agentes locales ha disminuido gradualmente durante los últimos años debido al menor dinamismo de la actividad económica. El endeudamiento de empresas y hogares ha aumentado moderada, pero persistentemente, la rentabilidad de las firmas no financieras ha caído en línea con la acotada expansión del producto —reduciendo su capacidad de enfrentar escenarios de mayores gastos financieros— y la rentabilidad y capitalización de la banca se han reducido. Aunque las menores tasas de interés han contribuido a que estos desarrollos no se hayan materializado en tensiones financieras, la capacidad de los agentes de enfrentar un escenario externo adverso es menor que hace algunos años, especialmente si dicho escenario resulta en una disminución adicional del crecimiento de la actividad. En este contexto, es especialmente importante que algunas tendencias observadas en los últimos trimestres, como el menor crecimiento de la deuda de las firmas y la mayor capitalización de la banca, se consoliden.

Quisiera terminar esta intervención, mi primera como Presidente del Banco Central de Chile, con algunas reflexiones respecto de los logros y desafíos que enfrenta la institución que he pasado a dirigir.

Reflexiones finales

Permítanme partir por resaltar que he recibido una institución con grandes fortalezas y logros incuestionables. Como he comentado, la última cifra para la inflación se ubicó en 2,9 por ciento en doce meses, esto es, prácticamente igual a la meta de la política monetaria. Por su parte, los riesgos financieros se encuentran contenidos y la economía chilena ha logrado sobrellevar un período de desaceleración importante sin sobresaltos en este plano.

Institucionalmente, el Banco inspira credibilidad y confianza. En los últimos años las expectativas de inflación a dos años plazo se han mantenido establemente en la meta de política monetaria. Del mismo modo, la voz del Banco ha sido oída cuando ha identificado riesgos emergentes en el sector financiero y su modelo de organización y autonomía ha inspirado a quienes buscan esquemas institucionales que garanticen transparencia y ecuanimidad en funciones claves.

Es importante reconocer el aporte del personal del Banco Central de Chile, de sus Consejeros y de los presidentes que me precedieron al logro de estos estándares.

Llegar hasta este punto no fue fácil, ni en lo sustantivo ni en lo institucional. Durante los últimos años, la evolución de la economía ha estado determinada en parte importante por cambios sustanciales en el escenario externo. El fin del llamado *boom* de los *commodities*, la persistencia de políticas monetarias —tradicionales y no tradicionales— fuertemente expansivas, el reemplazo de la inflación por la deflación como un riesgo macroeconómico y las profundas transformaciones que ha vivido la economía china, entre otros, son fenómenos de gran calado que han generado cambios mayores, incluso atípicos, en el escenario relevante para las economías emergentes.

Estos cambios se han sentido con particular nitidez en Chile. Durante los años de altos precios de las materias primas, especialmente cuando se combinaron con tasas de interés particularmente bajas, la economía creció sobre 5 por ciento, el tipo de cambio real se redujo de forma importante y la inversión se elevó significativamente. A pesar de ello, estos fueron años de inflación especialmente baja, impulsada por la reducción de los precios de muchos bienes transables.

La situación cambió sustancialmente desde fines del 2013, cuando se profundizó la marcada reversión de los términos de intercambio chilenos. A partir de entonces el crecimiento se ha ubicado en torno al 2 por ciento y la inversión ha retrocedido, al igual que el déficit de cuenta corriente. Entre el 2013 y 2015 el peso se depreció considerablemente, llevando la inflación por encima del rango de tolerancia por un tiempo mayor a lo previsto.

La transición desde un escenario de alto crecimiento y baja inflación a uno de bajo crecimiento y alta inflación es evidentemente algo incómodo para un banco central. Más lo es, si esta transición incluye un *shock* autónomo de confianza, como ocurrió en este caso.

Pero nosotros no elegimos los *shocks* que nos afectan. Sí podemos hacer frente a ellos y amortiguar su impacto sobre el conjunto de la economía. Esto ha sido posible, en buena medida, por usar un marco de política correcto.

Este marco consiste en una política monetaria de metas de inflación y la flotación del tipo de cambio. Este hace posible graduar el impulso monetario de manera que la proyección de inflación a dos años se ubique en 3 por ciento, permitiendo que se ajusten los precios relativos ante cambios en las condiciones externas. En el contexto del fin del prolongado ciclo de los precios de los *commodities*, este esquema ayudó a que la economía transitara por el importante ajuste que debía hacer, lo que requería tasas reales de interés bajas y una moneda depreciada. Así, a pesar de que la inflación escaló con fuerza en los años 2014 y 2015, la política monetaria se hizo más expansiva. Esto, porque a pesar de la mayor inflación, veíamos que las presiones de mediano plazo eran más bien a la baja.

Esta operación contracíclica de la política monetaria estuvo acompañada por una política fiscal de balance estructural que permitió actuar a los estabilizadores automáticos del presupuesto. La combinación de ambos elementos y su aplicación rigurosa a lo largo del ciclo permitió atenuar la volatilidad propia del mismo, y con ello sus costos sociales. Pero como el marco de política fiscal supone un rol más bien pasivo para la misma, la política monetaria ha sido, y seguirá siendo, la primera línea de defensa.

La continuidad del marco de la política monetaria y su contraparte fiscal a lo largo dieciséis años han demostrado su efectividad en momentos de auge y de desaceleración, pasando difíciles pruebas económicas y políticas. De esta manera, la continuidad con la línea que ha ido construyendo el Banco Central no solo es expresión de su solidez institucional, sino un curso lógico de acción, cuando sus objetivos se han cumplido con nitidez.

La continuidad proporciona una base sólida para enfrentar nuevos desafíos, así como para seguir construyendo y fortaleciendo las instituciones. Las innovaciones que ha incorporado en el Banco Central de Chile en todos sus ámbitos de acción, desde la política monetaria hasta su propia gestión corporativa, pasando por la generación de estadísticas y la gestión del dinero circulante demuestran que una institución sólida no es necesariamente inmutable. También que un organismo autónomo puede seguir desarrollándose más allá de sus mandatos legales.

Los desafíos que enfrentará el Banco en el futuro, tanto en el plano macroeconómico como institucional, no deben ser subestimados. La confianza que los chilenos depositan en esta institución no es un capital asegurado, sino algo que, como señalé en un comienzo, se debe seguir ganando cada día en cada uno de sus ámbitos de responsabilidad.

Estos desafíos involucran, en primer lugar, aplicar el marco de metas de inflación en un contexto macroeconómico cambiante, tanto a nivel externo como interno. El ciclo económico ha dejado de comportarse como tradicionalmente se entendía —con una cierta regularidad entre la actividad económica en Estados Unidos y las economías emergentes; entre el valor del dólar y los precios de productos básicos; entre la oferta monetaria y las tasas de interés de mercado. El comercio internacional y la inversión han demorado en

recuperarse, lo que ha sido especialmente dañino para economías exportadoras de recursos naturales, como Chile.

La prominencia económica de China, la integración de los mercados financieros y la acumulación de liquidez a nivel global han multiplicado los mecanismos de contagio entre países y sectores. Profundos cambios sociodemográficos han alterado el comportamiento de los hogares en materia de trabajo, ahorro y consumo, mientras el desarrollo tecnológico, la densificación de cadenas de valor y los cambios en las preferencias de los consumidores amplían la gama de opciones de las empresas sobre cómo y para quién producir.

Todo esto obligará al Banco Central a multiplicar sus esfuerzos para generar nuevos datos y análisis, para comprender mejor los mecanismos de transmisión internacionales, el comportamiento financiero de los hogares, las fuentes de riesgos sistémicos en el sector bancario y el funcionamiento de mercados claves, como el de derivados financieros o el mercado hipotecario, entre otros.

Una mejor comprensión de los mecanismos de formación de expectativas y las bases de la confianza de consumidores y empresas puede también ayudar al Banco a afinar los mecanismos de comunicación de sus decisiones de política, de modo de poder proporcionar una guía confiable a los mercados. Pero la necesidad de mayor transparencia no se acaba en la política monetaria y financiera, pues el Banco Central, como institución pública, debe ser capaz de adecuar sus estándares de transparencia a las cambiantes necesidades de los mercados y a las exigencias de la ciudadanía.

Asimismo, debe ser capaz de identificar y prevenir nuevos riesgos para el desempeño de sus distintas funciones. Particularmente importante a este respecto es asegurar la continuidad de los sistemas de pago y las operaciones a través de las cuales se materializa la política monetaria, por los grandes desarrollos tecnológicos en ésta área y los altos costos de cualquier falla. Igualmente importantes son los riesgos asociados a la circulación de monedas y billetes y los medios de pago de menor valor, que forman parte de la vida cotidiana de todos los chilenos.

La autonomía del Banco Central también hace que la calidad de su gestión institucional sea una especial responsabilidad. Aunque éste no forme parte de la administración del Estado, es igualmente propiedad de todos los chilenos, que tienen derecho a exigir un uso eficiente de sus recursos.

Para acometer este conjunto de tareas es importante reconocer que la confianza en un banco central también descansa en su prudencia. Una institución responsable por la estabilidad de precios y la estabilidad financiera no puede permitirse improvisación ni experimentos.

En tal sentido, es importante reconocer las posibilidades, pero también los límites de la política monetaria. En particular debemos reafirmar que ésta no tiene la capacidad para afectar las tendencias de mediano plazo de la economía y ni siquiera eliminar completamente las variaciones cíclicas que la afectan. Nuestra contribución principal al desarrollo del país es, en línea con el mandato de nuestra Ley Orgánica, mantener

inflaciones bajas y estables, reduciendo la volatilidad económica y los riesgos financieros, con la expectativa de que la menor incertidumbre que ello genera facilite las decisiones de inversión, empleo y consumo que acortan el ciclo.

La correcta combinación de prudencia y decisión no es fácil de calibrar. La prudencia es necesaria al momento de evaluar correctamente las implicancias de los cambios en el entorno económico, evitando la tentación de buscar salidas fáciles, pero que pueden ser muy costosas a mediano plazo. La decisión es necesaria para actuar oportunamente, pues una política monetaria a destiempo demorará la convergencia de la inflación a su meta o lo hará infringiendo un costo innecesario.

En la práctica de la política monetaria esto significa tomar decisiones robustas en condiciones de incertidumbre. Así, en su última Reunión de Política Monetaria comunicamos que, de darse el escenario macroeconómico más probable, sería necesaria una ampliación acotada del impulso monetario.

La búsqueda de la combinación adecuada de prudencia y decisión es también necesaria en los demás ámbitos de acción del Banco Central. Lo es para monitorear al sector financiero sin coartar su capacidad para innovar; para desarrollar instrumentos y facilidades que sean atractivos para el mercado, y para mejorar la gestión de riesgos y la transparencia sin comprometer la eficiencia y la oportunidad.

Identificar los nuevos desafíos que enfrenta el Banco Central y encontrar las respuestas que mejor equilibren prudencia y decisión requieren un esfuerzo organizado y sistemático. Como expresión de ello desarrollaremos durante los próximos meses un nuevo ejercicio de planeación estratégica institucional. En este ejercicio esperamos consultar con diversos actores, públicos y privados, incluyendo, por cierto, a esta Comisión.

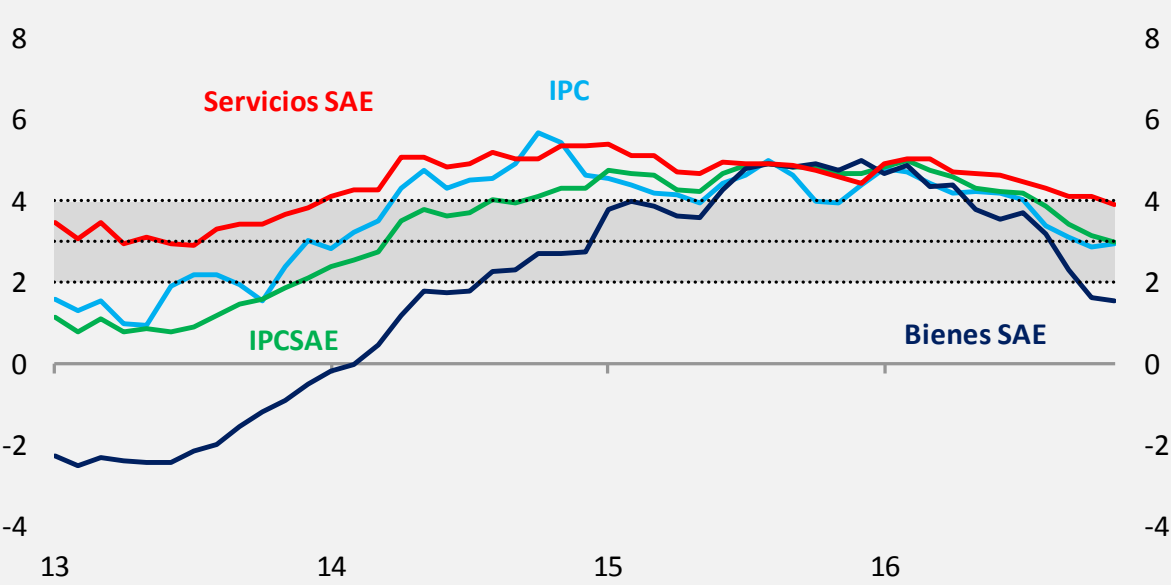
El sentido de este ejercicio, de las iniciativas que emprendamos y de la conducción de nuestras decisiones regulares de política debe ser particularmente explícito. A lo que en definitiva aspiramos es a continuar fortaleciendo al Banco Central de Chile como una institución de excelencia, en la que los chilenos puedan confiar.

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.

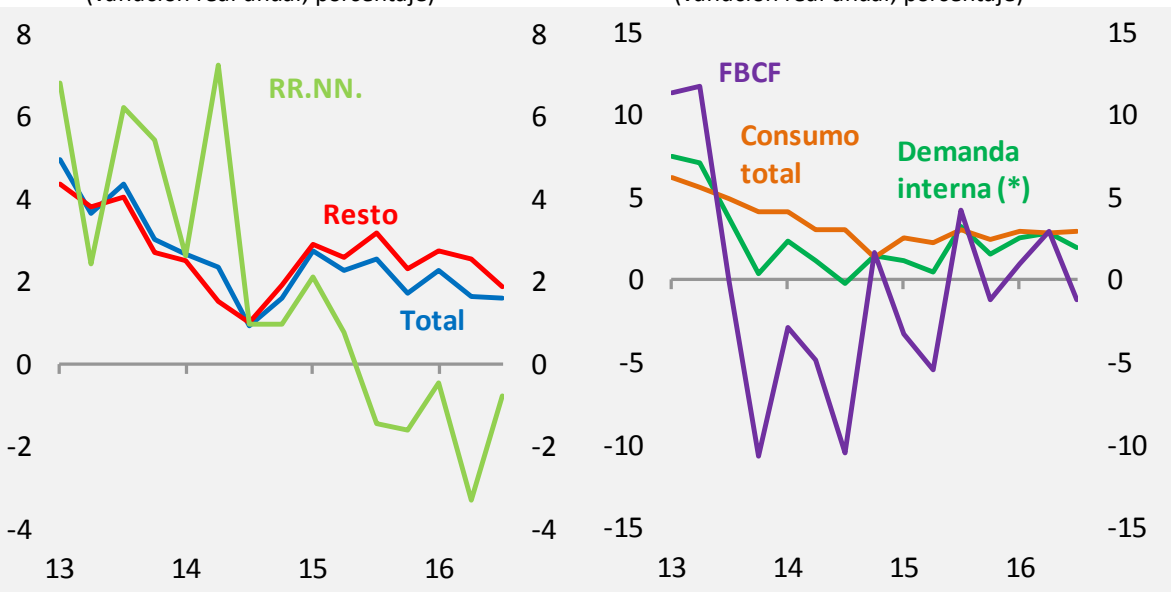
Gráfico 2

PIB total y por sectores

(variación real anual, porcentaje)

Demanda interna y sus componentes

(variación real anual, porcentaje)



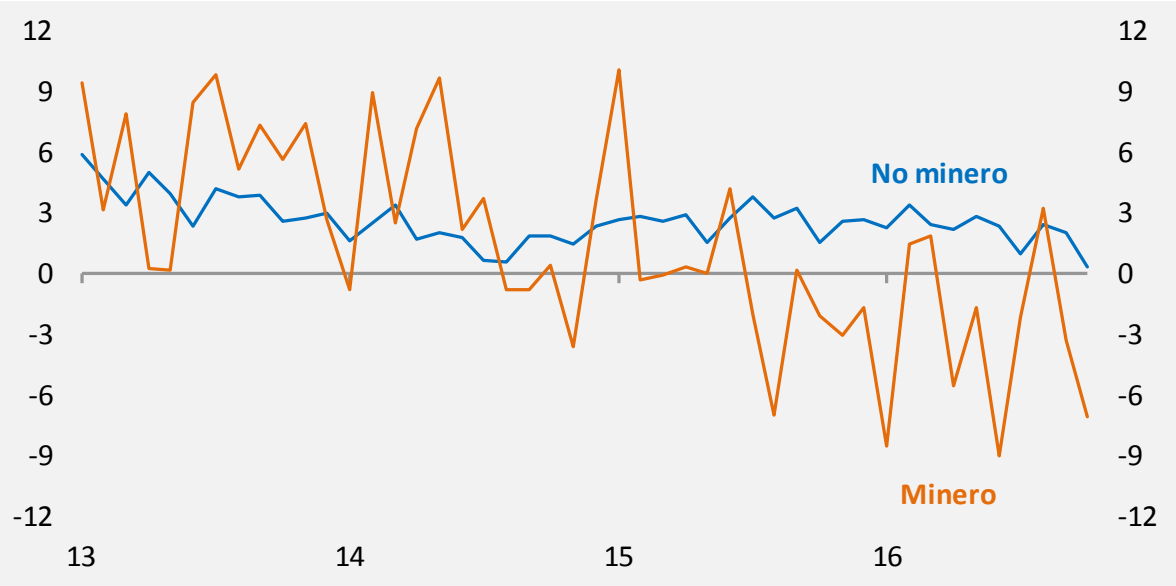
(*) Sin variación de existencias.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3

Imacec

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

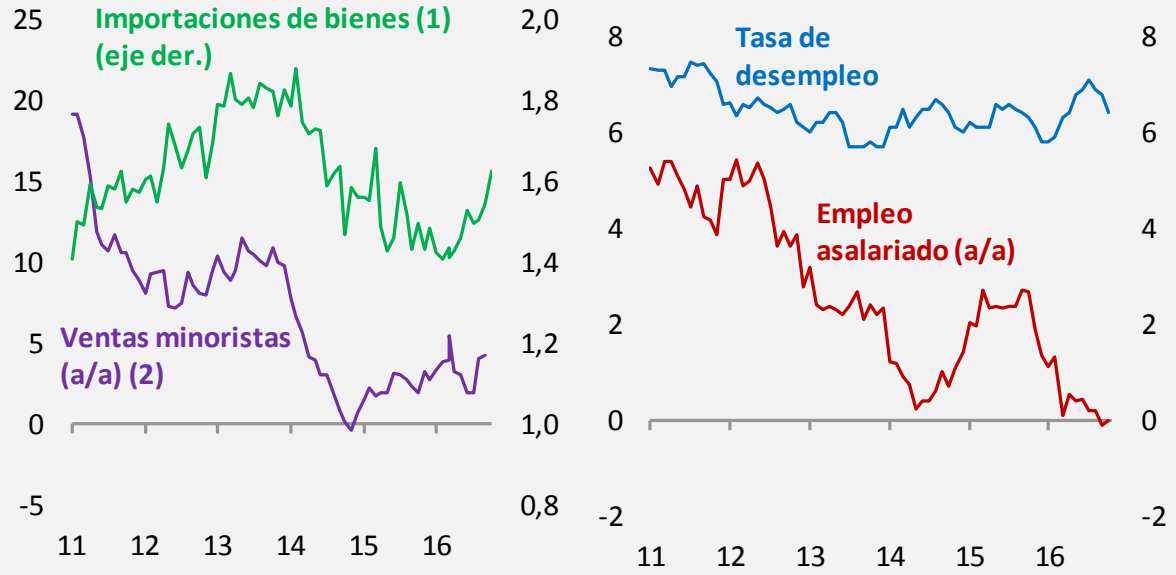
Gráfico 4

Indicadores de consumo

(porcentaje; miles de millones de dólares)

Mercado laboral

(porcentaje)



(1) Series nominales desestacionalizadas.

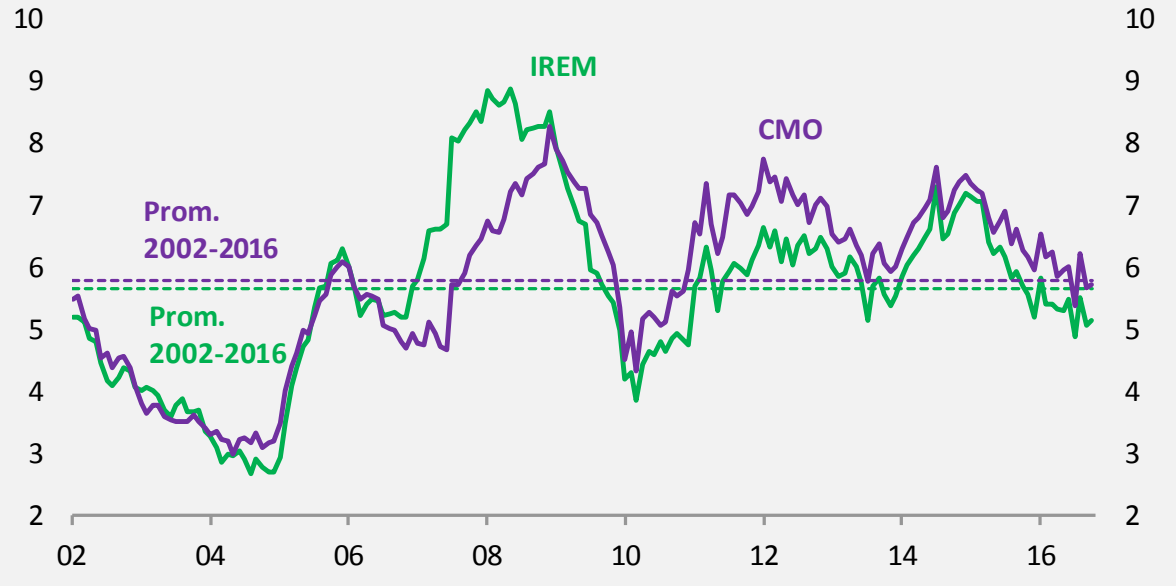
(2) Corresponde al IVCM real considerando la variación anual del promedio móvil trimestral.

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

Gráfico 5

Salarios nominales

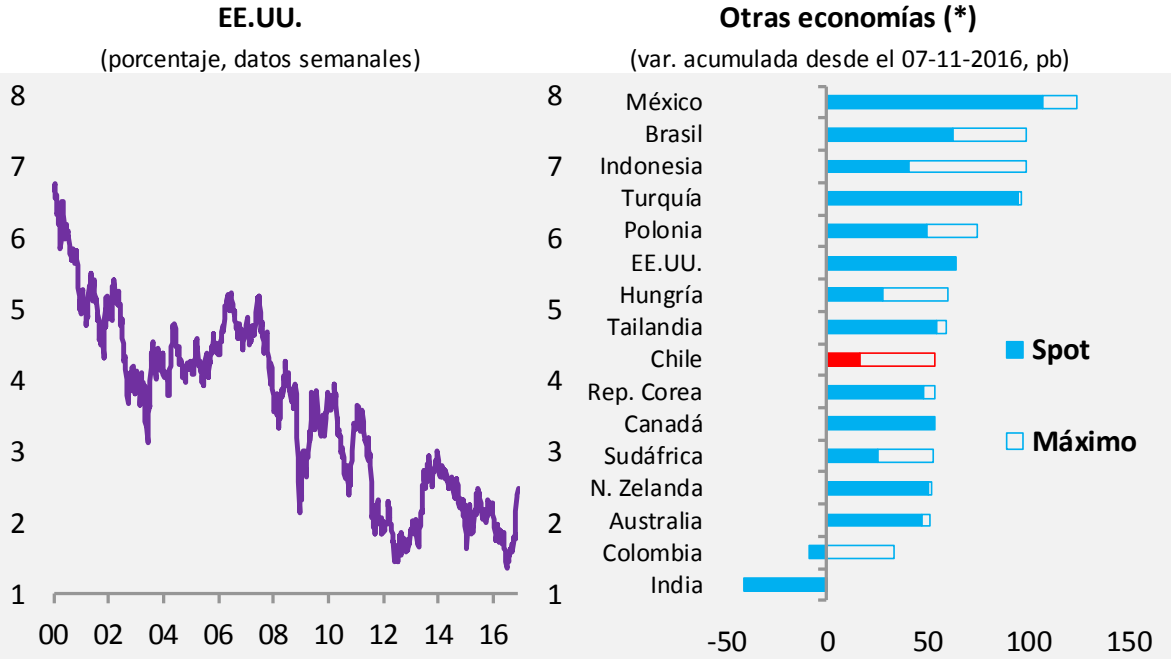
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico 6

Tasas nominales a 10 años



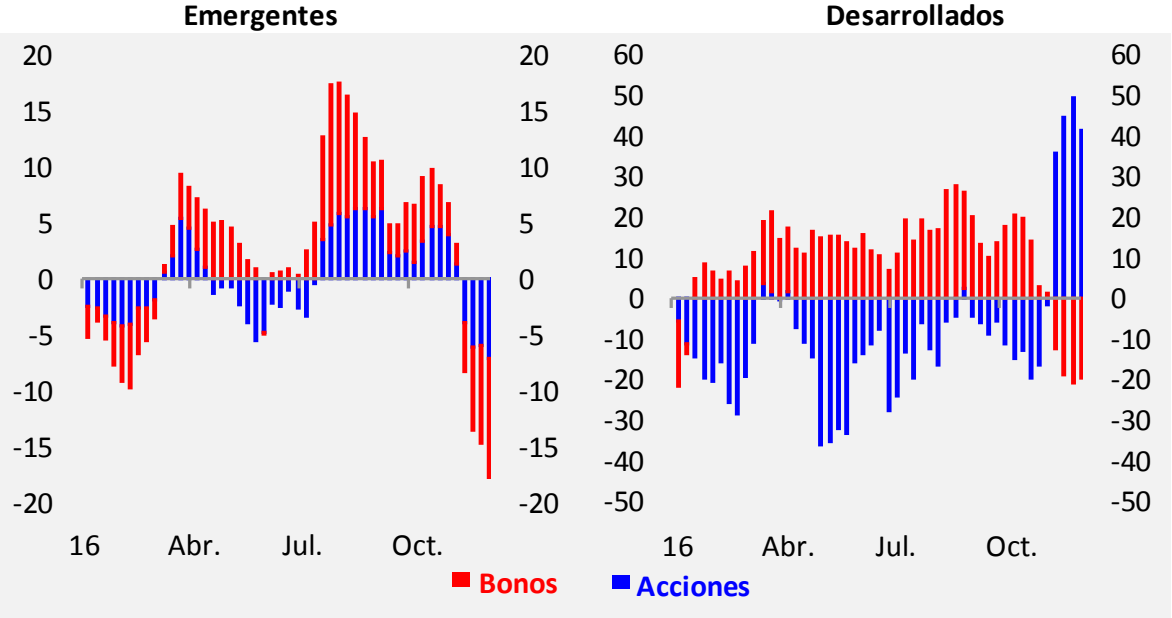
(*) Barras sólidas consideran la variación al día del cierre estadístico. Barras transparentes consideran la variación al máximo alcanzado entre el 07-11-2016 y el cierre estadístico.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 7

Flujos netos de capitales

(miles de millones de dólares, mes móvil)

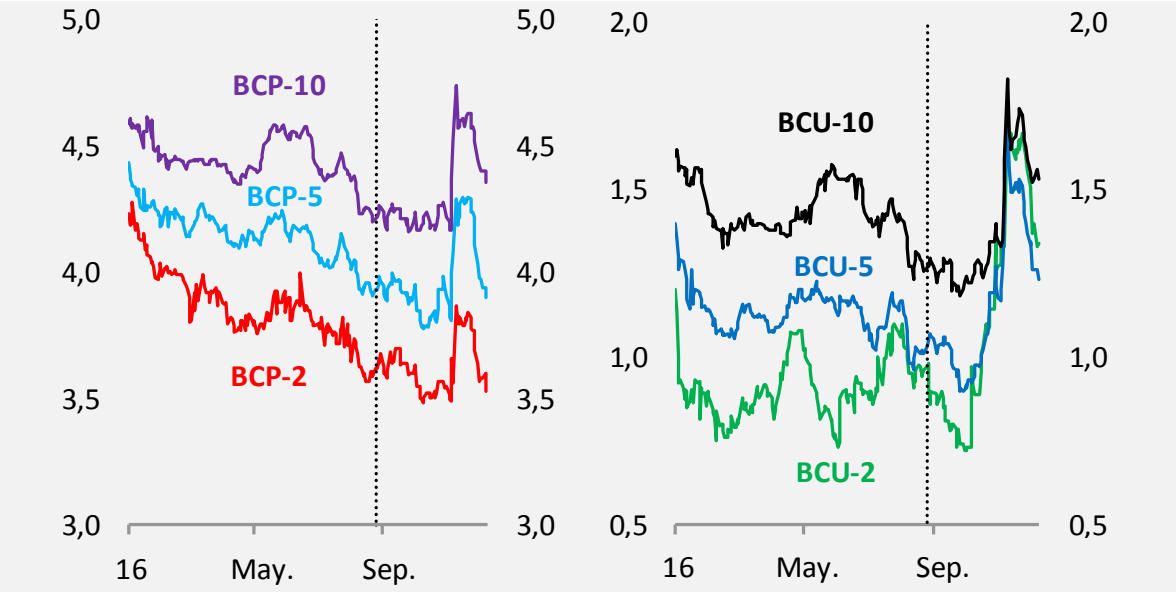


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Gráfico 8

Tasas de interés de los documentos del BCCh (*)

(porcentaje)



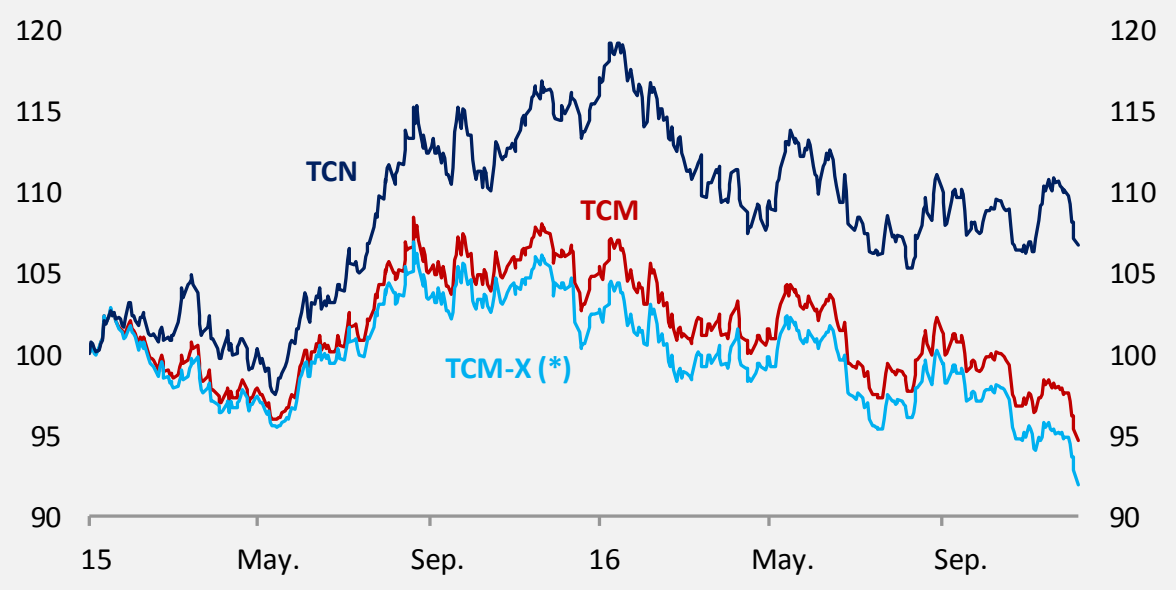
(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2016.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9

Tipo de cambio nominal y medidas multilaterales

(índice 5 de enero 2015=100)



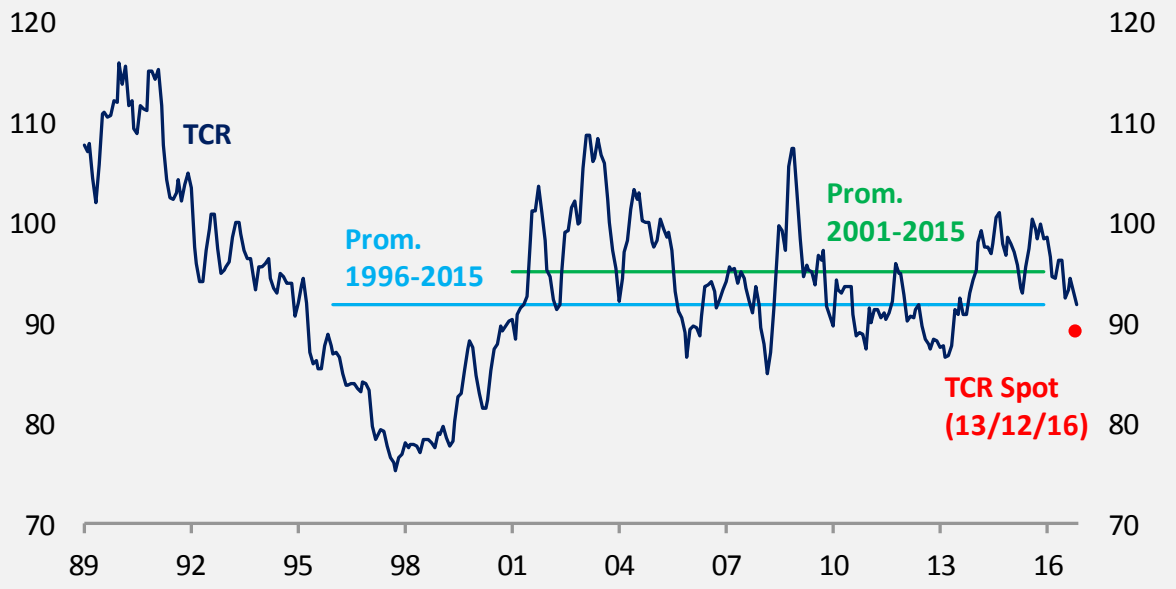
(*) Se calcula como el TCM excluyendo al dólar estadounidense.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

Tipo de cambio real (*)

(índice 1986=100)



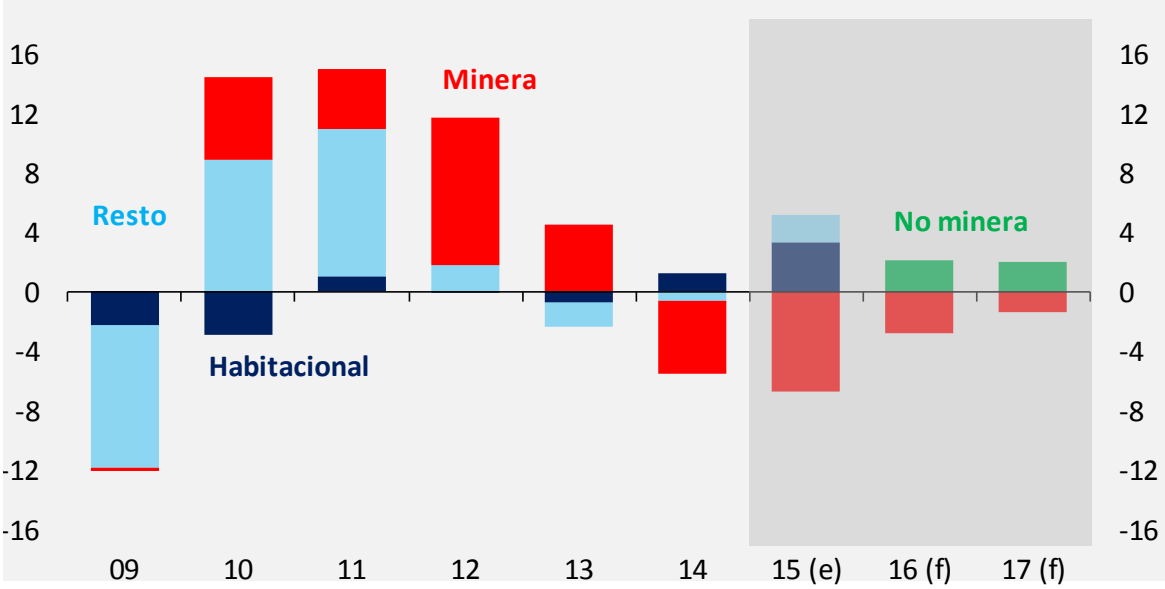
(*) Dato de noviembre 2016 corresponde a estimación preliminar.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11

Incidencias reales anuales en la FBCF (*)

(puntos porcentuales)



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

(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

Escenario interno

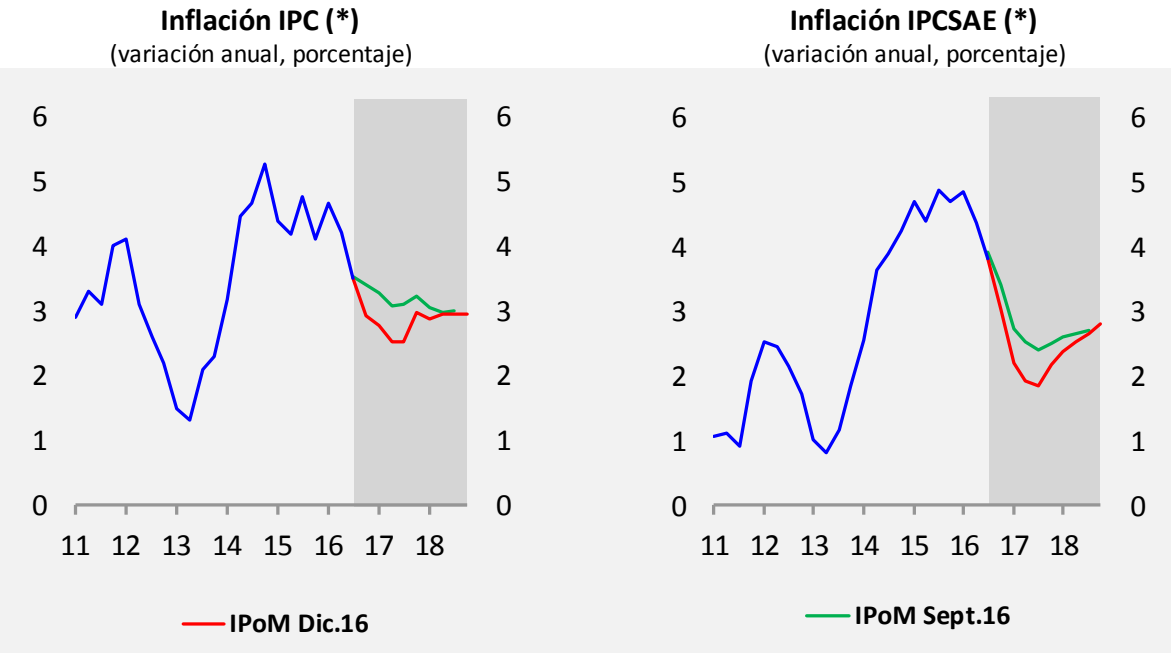
(variación anual, porcentaje)

	2015	2016 (f)		2017 (f)	
		IPoM Sept.16	IPoM Dic.16	IPoM Sept.16	IPoM Dic.16
PIB	2,3	1,5-2,0	1,5	1,75-2,75	1,5-2,5
Demanda interna	2,0	1,0	1,1	2,4	2,6
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,6	1,5	2,0	2,1	2,0
Formación bruta de capital fijo	-1,5	-1,5	-0,6	0,7	0,7
Consumo total	2,5	2,4	2,8	2,5	2,4
Exportaciones de bienes y servicios	-1,9	1,2	0,1	2,2	2,0
Importaciones de bienes y servicios	-2,8	-1,6	-1,4	2,9	4,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,1	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,3	19,7	19,3	19,6	19,2
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	22,7	22,1	22,2	21,8	21,7

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12



(*) El área gris corresponde a la proyección a partir del cuarto trimestre del 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Tabla 2

Escenario internacional

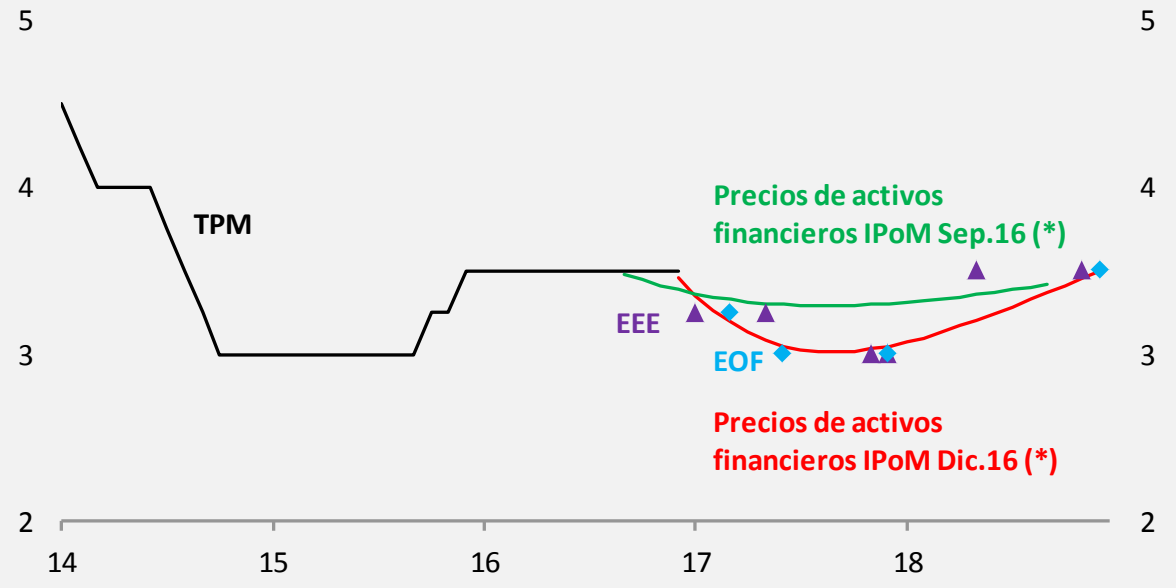
	2015	2016 (f)		2017 (f)		2018 (f)	
		IPoM Sept.16	IPoM Dic.16	IPoM Sept.16	IPoM Dic.16	IPoM Sept.16	IPoM Dic.16
				(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	-4,5	-1,7	0,4	-0,3	1,1	0,3	-0,5
PIB socios comerciales	3,2	2,8	2,9	3,2	3,2	3,4	3,4
PIB mundial PPC	3,2	3,0	3,1	3,3	3,3	3,5	3,5
PIB mundial a TC de mercado	2,6	2,2	2,3	2,6	2,6	2,8	2,8
Estados Unidos	2,6	1,5	1,6	2,2	2,3	2,3	2,3
China	6,9	6,5	6,7	6,2	6,2	6,0	6,0
Eurozona	2,0	1,5	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6
América Latina (excl. Chile)	-0,4	-0,9	-1,2	1,7	1,4	2,0	2,3
Precios externos (en US$)	-9,8	-2,2	-2,5	1,6	1,1	1,7	1,7
				(niveles)			
Precio del cobre BML (US$cent/lb)	249	215	220	225	235	230	240
Precio del petróleo WTI (US$/barril)	49	43	43	52	54	54	55
Precio del petróleo Brent (US$/barril)	52	45	44	53	56	55	57
Precio paridad de la gasolina (US$/m3)	467	395	389	448	461	464	464
Libor US$ (nominal, 90 días)	0,3	0,7	0,8	1,3	1,5	2,0	2,4

(f) Proyección.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 13

TPM y expectativas

(porcentaje)

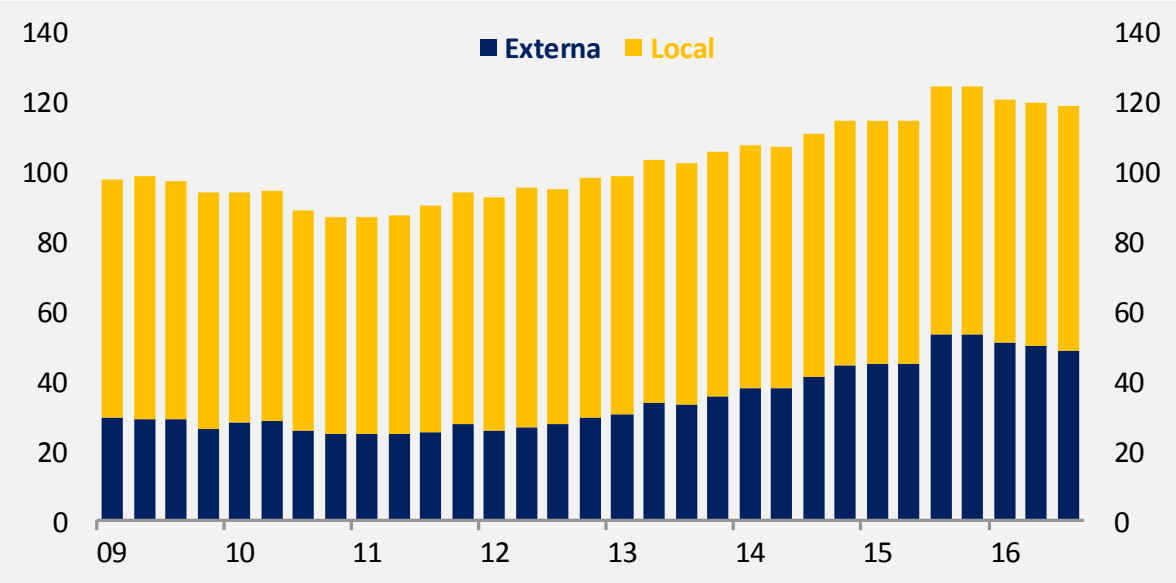


(*) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta 10 años.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14

Deuda total de empresas (*)

(porcentaje del PIB)

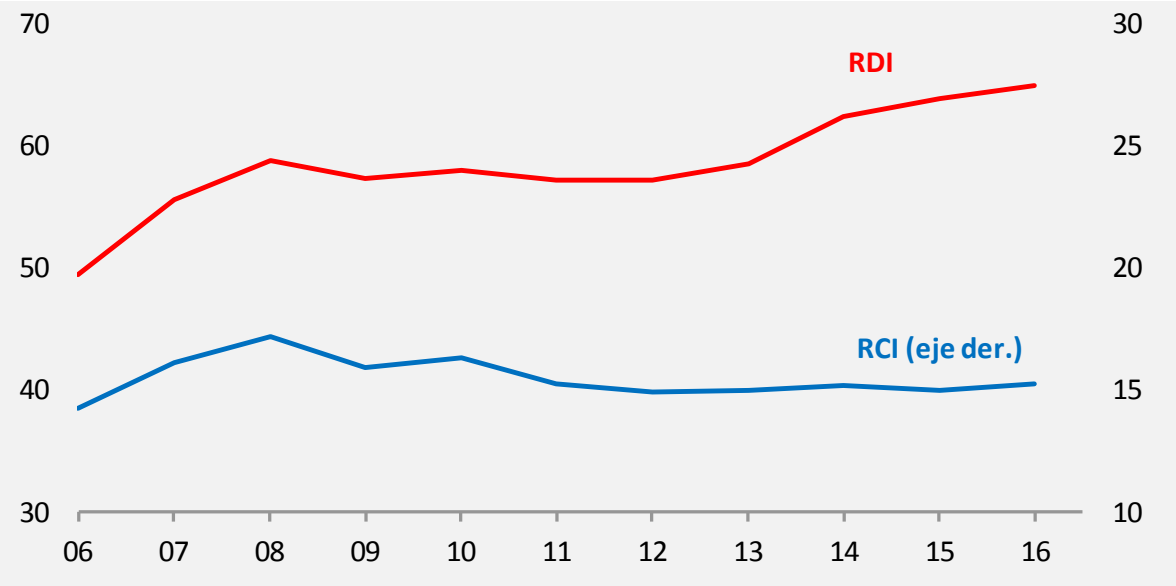


(*) Basado en información administrativa a nivel de empresas. Incluye entidades financieras no-bancarias.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

Gráfico 15

Endeudamiento y carga financiera de los hogares (*)

(porcentaje del ingreso disponible)



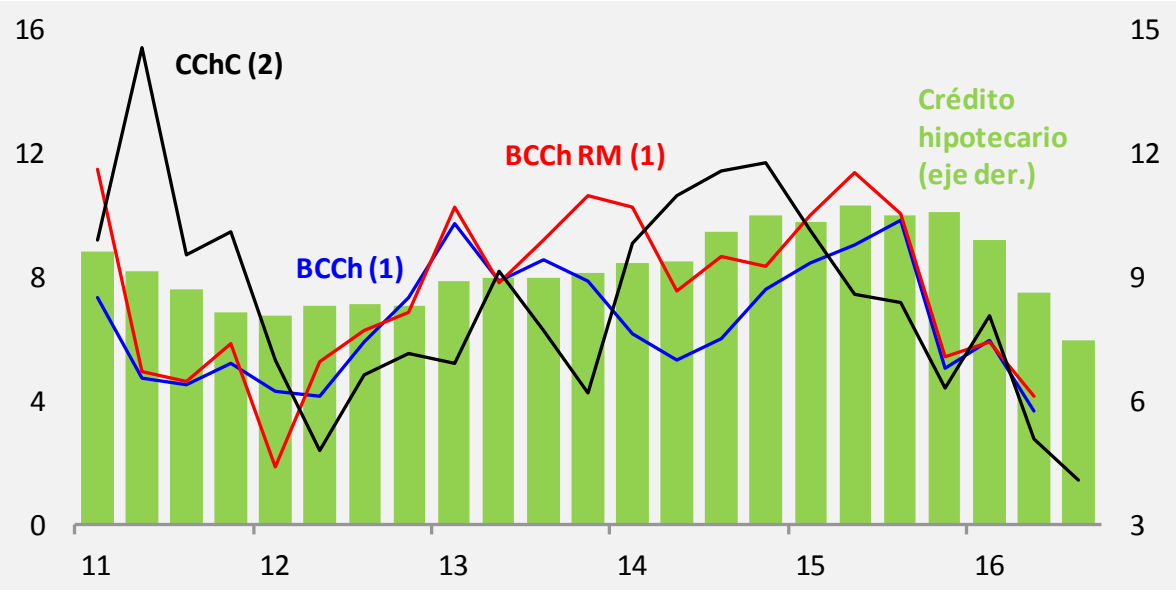
(*) Para 2016, incluye información hasta el tercer trimestre.

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

Gráfico 16

Precios reales de viviendas y deuda hipotecaria

(variación real anual, porcentaje)



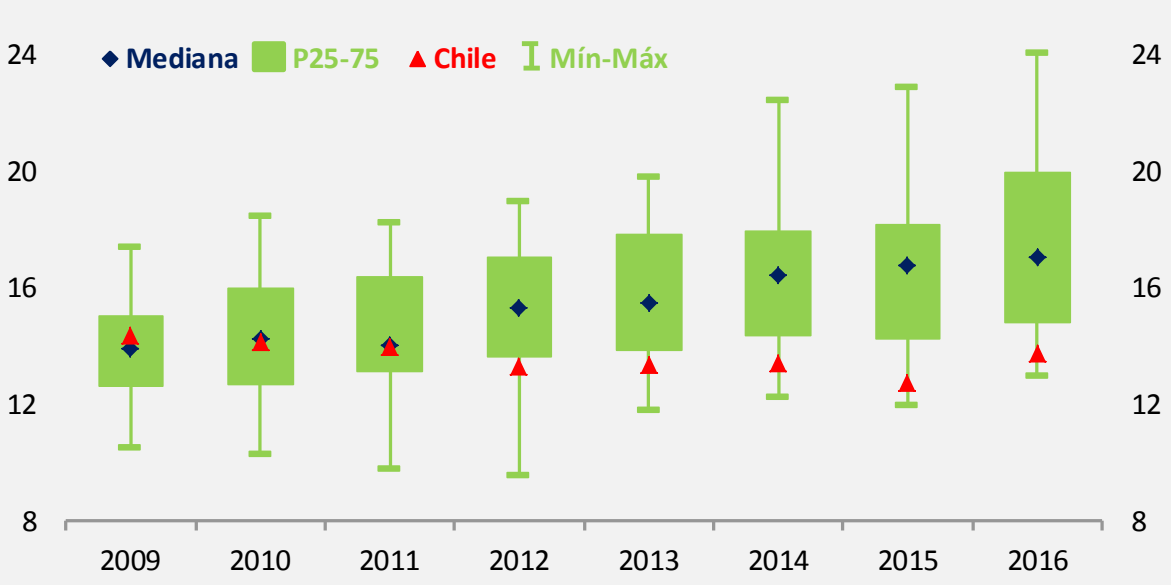
(1) IPV método estratificado. (2) Modelo hedónico viviendas nuevas de Santiago.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII y CChC.

Gráfico 17

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

(porcentaje)



(1) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo. Considera los países miembros de la OCDE. Rep. Corea con último dato disponible para 2014. Islandia, Suiza y Reino Unido con información para 2015.

(2) El máximo corresponde al percentil 90.

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