



**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
5 de junio de 2017

* El *Informe de Política Monetaria* de junio del 2017 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre del 2017 se pueden encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Introducción

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda del Senado, Senador Carlos Montes, 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 del 2017 y en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del primer semestre del 2017.

En los últimos meses, el escenario macroeconómico ha evolucionado en línea con lo previsto en el IPoM de marzo. Por un lado, la inflación no muestra mayores novedades, lo que es coherente con un tipo de cambio que permanece en niveles similares a los de mediados del año pasado y holguras de capacidad que se han ampliado gradualmente. La actividad del primer trimestre tuvo un crecimiento anual casi nulo, muy influenciado por el paro en Escondida, en un contexto donde el desempeño de los sectores ligados a la inversión en construcción permanece muy débil.

En contraposición, el consumo muestra un panorama más estable, impulsado por el significativo crecimiento de la demanda por bienes durables, el que ha compensado el desempeño más acotado de sus otros componentes. El escenario externo, más allá de las volatilidades recientes, sigue apuntando a un mayor crecimiento del mundo desarrollado, con condiciones financieras favorables para los emergentes y precios de materias primas sin grandes variaciones, luego de su recuperación desde fines del 2016.

Así, aunque permanecen focos de incertidumbre relevantes tanto en el ámbito externo como interno, las perspectivas para este año y el próximo no tienen mayores cambios respecto de lo previsto. De este modo, las proyecciones del escenario base, que les presentaré en unos momentos, consideran que la política monetaria se mantendrá expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección, con lo que la inflación oscilará en torno a 3 por ciento durante buena parte del período, y que la actividad recuperará tasas de expansión superiores, en especial hacia la segunda mitad del 2017 y el 2018.

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

Informe de Política Monetaria

Evolución reciente de la economía y proyecciones

El panorama de inflación no muestra cambios sustantivos. La variación anual del IPC se ha mantenido en 2,7 por ciento desde febrero, mientras que la inflación subyacente — IPCSAE— ha disminuido levemente (gráfico 1). El escenario base considera que el tipo de cambio real permanecerá en valores similares a los actuales y que las holguras de capacidad empezarán a cerrarse durante el próximo año. En este contexto, la inflación subyacente continuará descendiendo por algunos meses, llegando a niveles cercanos a 2 por ciento, para acercarse a valores del orden de 3 por ciento hacia fines del horizonte de proyección. El aumento del precio de los ítems más volátiles (alimentos y energía) será mayor al de la inflación subyacente, con lo que la convergencia de la inflación total a la meta será más rápida que la de la subyacente. Así, en el escenario base, se sigue estimando que en los próximos meses la inflación total bajará a niveles cercanos al piso del rango de tolerancia, para volver a 3 por ciento a fines de año y oscilar en torno a ese valor hasta el final del horizonte de proyección, mediados del 2019 (gráfico 2).

Los datos del primer trimestre confirmaron el importante impacto que la huelga en Escondida tuvo sobre la actividad del sector —a lo que se agregó la menor producción en otros yacimientos— (gráfico 3). Así, la actividad minera cayó cerca de 14 por ciento anual en el período, arrastrando la generación eléctrica y algunas actividades locales según lo señalado por diversos entrevistados en el Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de mayo. Adicionalmente, retomar los niveles de producción ha tardado más que lo previsto, por lo que el efecto en la producción minera se ha extendido hacia el segundo trimestre. Una vez incorporados estos elementos, la actividad minera caerá este año del orden de 2,5 por ciento, que se compara con un aumento en torno a 1,5 por ciento que se preveía en marzo.

La actividad del resto de los sectores sigue dando cuenta de dos tendencias. Por un lado, la debilidad de la actividad de la construcción y los servicios asociados, por otro, el desempeño más estable del consumo privado, impulsado fuertemente por el crecimiento de los bienes durables. Así, en los datos del primer trimestre se apreció un contraste entre la caída de los sectores de construcción y servicios empresariales e inmobiliarios, y el crecimiento del comercio así como la recuperación de las líneas industriales que producen bienes de consumo (gráfico 4). Resalta también la mejoría de la inversión en máquinas y equipos —excluyendo material de transporte no regular— que, al igual que los bienes de consumo durable se ha beneficiado de la necesidad de reposición de los stocks después de varios años de bajo crecimiento y por la evolución del tipo de cambio (gráfico 5). Por último, la mayor ejecución del gasto público contribuyó a un mayor consumo de gobierno, lo que también incidió positivamente en la actividad.

La mayor estabilidad del consumo se da en un contexto en que las expectativas de los consumidores, si bien siguen en niveles pesimistas, han mejorado algo. El mercado laboral continúa ajustándose en línea con lo previsto, con una tasa de desempleo baja desde una perspectiva histórica, pero con un empleo asalariado que sigue mostrando un magro

desempeño y salarios que continúan desacelerándose. La baja del empleo asalariado ha sido compensada por un aumento del empleo no asalariado. Como lo muestra uno de los cuadros del IPoM, considerando trabajadores de igual experiencia y calificación, una persona que se emplea por cuenta propia o es un asalariado informal, gana un salario por hora del orden de 20 por ciento inferior al de un trabajador asalariado. Si se agrega que trabaja menos horas a la semana, su ingreso termina siendo entre 30 a 40 por ciento menor al de un asalariado formal. Aunque la participación del empleo no asalariado en el empleo total ha aumentado en los últimos meses, ésta no se ha apartado significativamente de sus valores históricos. En efecto, la cifra para el último trimestre móvil febrero-abril 2017 (25,9 por ciento) es idéntica al promedio 2010-2017 y significativamente inferior al promedio desde 1986 (27 por ciento) así como la de períodos en que se registró el impacto de crisis económicas (gráfico 6).

De este modo, el aumento del empleo por cuenta propia ha aminorado el impacto del deterioro del mercado laboral sobre la masa salarial real, a lo que se ha sumado la disminución de la inflación, de modo que su crecimiento ha sido algo superior a lo previsto, retornando a tasas entre 2,5 y 3 por ciento anual. No obstante, como se detalla en el Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre del 2017, la evolución del mercado laboral podría estar incidiendo en el comportamiento de pago de los hogares, el que ha mostrado algún deterioro recientemente. Con todo, se proyecta que el consumo total, privado y público, crecerá en torno a 2,5 por ciento este año y 3 por ciento el próximo.

Otro determinante del consumo, como el costo del crédito, muestra que los recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM) se han ido incorporando en las tasas de interés. Más allá de vaivenes puntuales por efectos composición, las tasas de interés de los de consumo, comercial e hipotecario están en niveles bajos (gráfico 7). Aunque con alguna mejora en el margen, el crecimiento del crédito se mantiene acotado, combinando factores restrictivos por el lado de la oferta y la demanda. Los primeros son más relevantes para las colocaciones de consumo e hipotecarias, en particular por el mayor riesgo asociado a la evolución del mercado laboral y el incremento de algunos indicadores de no pago, a lo que se suman los efectos de los cambios normativos en el mercado inmobiliario. Los factores de demanda son particularmente importantes para las empresas, las que explican su baja demanda por financiamiento por la falta de proyectos de inversión (gráfico 8).

Considerando la reducción habitual del rango de proyección para el crecimiento del año en curso que corresponde efectuar en este IPoM, el Consejo estima que el PIB se expandirá entre 1 y 1,75 por ciento en el 2017, mientras para el 2018 proyecta un rango entre 2,5 y 3,5 por ciento. Los cambios responden principalmente a que la actividad minera cayó más de lo esperado en los primeros meses de este año y que su recuperación posterior ha sido más lenta, ya que las perspectivas de crecimiento para el resto de los sectores no han variado mayormente. Así, se sigue considerando que el retorno a tasas de crecimiento acordes con el crecimiento potencial y cierre de brechas, es coherente con una economía que no muestra desbalances relevantes, la disipación gradual de algunos de los factores puntuales que han impedido un mejor desempeño en años recientes —como por ejemplo, la importante caída de la inversión minera en los últimos 3 años— y la recuperación de los indicadores de confianza. Se suma una política monetaria más expansiva y un escenario externo que

aportará un impulso mayor al de años anteriores. En cuanto a la política fiscal, se asume que continuará la consolidación anunciada por el Gobierno (tabla 1).

En el sector externo, los datos de los últimos meses tampoco muestran grandes divergencias en relación con lo previsto. En las economías desarrolladas continúan los signos de repunte, en un contexto en que sus indicadores inflacionarios se han estabilizado y sus políticas monetarias se mantienen altamente expansivas. A su vez, más allá de los recientes episodios de volatilidad, las condiciones financieras siguen favorables en perspectiva, en particular para las economías emergentes. Ello, de la mano de premios por riesgo que siguen bajos, mercados bursátiles que continúan con retornos positivos, flujos de capitales que se sostienen, así como de un retiro del impulso monetario por parte de la Reserva Federal que no ha provocado mayores disrupciones en los mercados. Como lo muestra un Recuadro del IPoM, los indicadores de volatilidad se han mantenido en niveles acotados durante el período, contrastando con índices de incertidumbre político-económica que siguen elevados. La brecha entre estos indicadores ha causado cierta preocupación, ya que podría ser un indicio de que los mercados no están incorporando correctamente los riesgos asociados al entorno económico-político actual. Sin embargo, el hecho que ambos índices capturen elementos distintos de la incertidumbre, podría justificar esta situación, por lo que deben ser considerados de forma complementaria. El panorama para el crecimiento en China continúa estable, aunque información más reciente ha generado ciertas dudas respecto de la velocidad a la que se expandirá durante el resto del año y ha aumentado la preocupación sobre la estabilidad de su sector financiero, especialmente en un contexto de normalización monetaria interna y externa.

En América Latina, destaca que en varias economías la actividad ha sido algo más débil de lo esperado, pero la menor inflación ha permitido normalizar más rápido la política monetaria, lo que debería contribuir a retomar mejores cifras. Brasil, la principal economía de la región, sigue atravesando dificultades. Si bien los indicadores de corto plazo continúan mostrando signos de recuperación, la perspectiva es de una salida lenta. Las proyecciones privadas apuntan a un crecimiento del PIB entre 0,5 y 0,7 por ciento este año, luego de la recesión del 2015 y 2016. La inflación ha seguido descendiendo, lo que le ha permitido seguir normalizando la política monetaria. En todo caso, la incertidumbre política es el mayor riesgo para la actividad en el corto plazo. En Argentina la actividad muestra incipientes signos de recuperación tras la recesión del 2016 mientras que la inflación se ha acelerado, alcanzando a 27,5 por ciento anual en abril. El Banco Central argentino ha aumentado su TPM en lo que va del año, situándola en 26,25 por ciento. En Colombia, la actividad se debilitó en el primer trimestre de este año, aunque se espera alguna recuperación en lo que resta del año, para alcanzar un crecimiento anual de 2,0 por ciento, mientras la inflación comenzó a bajar a mediados del año pasado, con lo que el Banco Central ha seguido bajando su TPM, la que ahora se ubica en 6,25 por ciento. En Perú, también se observó un debilitamiento de la actividad a comienzos de año, afectada por *shocks* temporales, como el Fenómeno del Niño y en menor medida por escándalos de corrupción, que han paralizado algunos proyectos de infraestructura. Destaca también la debilidad de la demanda interna, que se contrajo 1 por ciento en el trimestre. Un caso distinto es del México. Su actividad se ha mantenido creciendo casi 3 por ciento anual, superando las expectativas. La inflación, sin embargo, sigue acelerándose, llegando a casi 6

por ciento en abril, debido al efecto de la depreciación del peso mexicano y el aumento en los precios de los productos agrícolas. El Banco Central ha seguido contrayendo el impulso monetario, con una TPM que llega a 6,75 por ciento, aumentando 100 puntos base desde diciembre (gráfico 9).

De este modo, se prevé que el crecimiento mundial promediará 3,5 por ciento en 2017 y 2018, con socios comerciales que aumentarán 3,3 por ciento en el mismo lapso, ambas cifras son muy similares a las previstas en marzo. Asimismo, se mantiene un precio del cobre de 2,55 dólares la libra este año y 2,5 dólares el próximo, mismo lapso en que el precio del petróleo promediará algo más que 50 dólares el barril (tabla 2).

En el escenario base, la política monetaria se mantendrá expansiva a lo largo de todo el horizonte de proyección. Como supuesto de trabajo se considera una trayectoria coherente con la que mostraban las distintas medidas de expectativas al cierre del Informe (gráfico 10). Como siempre, es necesario destacar que esto es un supuesto de trabajo y no un compromiso. Así, la implementación de la política monetaria y eventuales ajustes en la TPM serán contingentes a los efectos de la nueva información en la inflación proyectada.

Escenarios de riesgo

En el ámbito externo, las principales fuentes de incertidumbre siguen ligadas a los factores identificados en IPoM previos. Por un lado, está la evolución de la política fiscal y monetaria en Estados Unidos y su impacto sobre la economía global y las condiciones financieras. Se suma la incertidumbre en torno al ambiente político. En Europa, los resultados eleccionarios recientes han ido disipando algunos de los riesgos políticos, en un contexto donde se ha afianzado el crecimiento y los datos han sorprendido al alza, de modo que no es descartable que la economía global reciba un impulso adicional desde esta región. China sigue siendo una preocupación, ya sea porque los datos coyunturales han sembrado algunas dudas respecto de la trayectoria futura del crecimiento o porque algunos de sus mercados exhiben desequilibrios que aún deben corregirse. América Latina sigue rezagada en la recuperación de sus economías y algunas de ellas aún requieren de ajustes fiscales y monetarios, y en menor medida de su sector externo. Los recientes acontecimientos políticos en Brasil podrían generar efectos más relevantes sobre las condiciones financieras para la región.

En lo interno, la inflación y la actividad han evolucionado acorde con lo previsto, y sus perspectivas no muestran cambios relevantes. Lo mismo ha ocurrido con el mercado laboral. Sin embargo, tras varios años de bajo crecimiento, sigue siendo un riesgo que las empresas requieran hacer ajustes mayores en sus planillas, especialmente si las perspectivas de recuperación de la actividad no se materializan, debilitando el crecimiento de la masa salarial, con efectos negativos en el gasto. Por el contrario, tanto un mayor impulso externo como una mejora de expectativas podrían hacer reaccionar la inversión con más fuerza, especialmente en un contexto donde la política monetaria se ha tornado más expansiva y las condiciones financieras locales y externas son favorables.

En este contexto, el Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado. Esto, por cierto, no significa que no veamos riesgos en el horizonte, pero sí que la probabilidad de ocurrencia de eventos es similar en una u otra dirección. En la medida de que estos sean indicativos de un cambio de escenario futuro el Banco reaccionará y ajustará sus decisiones.

La historia del último año y medio es una buena demostración de la flexibilidad de la política monetaria para responder a cambios significativos en las condiciones económicas. Mirada en perspectiva, la política monetaria se mantuvo expansiva y con una TPM estable entre octubre del 2014 y septiembre del 2015 pese al aumento de la inflación como producto de la significativa depreciación cambiaria, al interpretar correctamente que se trataba de un fenómeno transitorio derivado de presiones sobre los precios del lado de la oferta. A fines del 2015, se inició un proceso de normalización apoyado en un escenario en que se proyectaba un crecimiento similar al potencial, con limitadas holguras de capacidad. Este ajuste, sin embargo, se desarrolló con gradualidad y prudencia, con un incremento de la TPM de 25 puntos base en octubre y diciembre del 2015.

Esta prudencia, acompañada de una visión focalizada en las perspectivas futuras de la economía, permitió ajustar con rapidez la orientación de la política monetaria cuando se comenzó a esbozar un cambio de escenario macro. En efecto, la apreciación cambiaria y los signos de menor dinamismo en la primera mitad de 2016 llevaron al Banco a modificar sus proyecciones de inflación y crecimiento. A medida que estos ajustes fueron revelando un nuevo escenario macroeconómico, caracterizado por un debilitamiento de la actividad económica, mayor estabilidad cambiaria y una desaceleración más rápida de la inflación, el Banco ajustó sucesivamente las opciones de política monetaria y el sesgo de la misma, culminando en cuatro recortes de 25 puntos base en tasa de interés en los últimos cinco meses.

De este modo, respondiendo a los cambios en el panorama macroeconómico de mediano plazo, la TPM ha acumulado un descenso de 100 puntos base desde enero de este año, llevándola a 2,5 por ciento. Con esto, la TPM se ubica entre 150 y 200 puntos base por debajo de los niveles considerados neutrales. La velocidad con la que hemos concretado esta reducción responde al convencimiento que las perspectivas de mediano plazo para la inflación estaban dando cuenta de un escenario que ponía en peligro el cumplimiento de la meta de política. Todo esto, por las implicancias que la evolución del escenario macro, en particular la debilidad de la actividad, tenía sobre ellas.

Así, considerados los recortes ya efectuados, creemos que la política monetaria ha llegado a un nivel de expansividad elevado y coherente con una inflación en 3 por ciento en el horizonte de proyección. Al interior de este horizonte veremos en los próximos meses una inflación anual que volverá a descender, acercándose a 2 por ciento. También veremos meses de actividad débil, como lo muestra el dato de Imacec que conocimos hoy. Pero la mejora en las condiciones externas, la desaparición de factores puntuales que han afectado a la actividad y los precios, y el propio impulso monetario, permitirán que la economía retome un mayor crecimiento en la segunda mitad de este año y en el 2018, con holguras de

capacidad que comenzarán a cerrarse en el curso del 2018 al tiempo que la inflación convergerá a la meta de política.

Esto, por cierto, no significa que la TPM no vuelva a ajustarse, sino que en el escenario más probable no sean necesarios nuevos movimientos de la tasa y que lo más importante será dejar que el impulso monetario permee a la economía durante el tiempo necesario para que, combinado con los otros factores mencionados, genere una convergencia visible a la meta de política. Como siempre, esto no significa una promesa, pero si debe dejar claro que el Banco Central no reaccionará a datos puntuales, sino a cambios discernibles y sustanciales en el escenario macroeconómico futuro que pudieran comprometer el cumplimiento de sus objetivos.

La flexibilidad de la política monetaria chilena es una característica muy importante, que responde al marco de políticas macroeconómicas del país. En particular, porque la política monetaria se basa en un esquema de metas de inflación prospectivo. También porque la flotación cambiaria le permite no estar atada a la defensa del tipo de cambio. Lo mismo que el compromiso del gasto público con la regla fiscal, que le otorga al Banco Central el espacio para reducir las fluctuaciones del ciclo económico que afecten el logro de la meta de inflación. La suma de estos elementos permite a la economía chilena mantener grados de expansividad monetaria distintos a los de otras economías de América Latina. De hecho, cuando se compara el nivel de TPM que mantiene Chile respecto de otras economías de la región, la tasa chilena es por lejos la más baja. Incluso descontada la inflación, la TPM real efectiva también es la más baja de la región (gráfico 11).

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 contraste con el IPoM, el IEF no se articula en torno a un escenario base, sino que se focaliza en los riesgos financieros más relevantes.

En este IEF, destacamos que en el último tiempo el sistema financiero chileno no ha registrado eventos de disrupción importantes y los antecedentes disponibles señalan que se encuentra en una posición adecuada para resistir el impacto de escenarios de tensión. Los sistemas de pagos internos y externos han funcionado con normalidad, mientras los indicadores de riesgo de crédito hasta ahora se han mantenido bajos. No obstante, desarrollos recientes dan cuenta de un aumento gradual de estos últimos. Destaca como riesgo el que de prolongarse la desaceleración de la actividad económica local registrada en los últimos años, se pueda profundizar este deterioro.

En lo externo, los riesgos que recoge el IEF son similares a los que acabo de describir para el IPoM. Destaca que la incertidumbre global continúa elevada, con lo que no se descarta,

hacia adelante, el riesgo de revisiones en las perspectivas económicas a nivel mundial. También resalta que posibles alzas en las tasas de interés de largo plazo en los mercados internacionales, además de conllevar un efecto cambiario, podrían traspasarse a las tasas nacionales, traduciéndose en mayores costos de financiamiento para agentes locales.

Como les acabo de mencionar, el costo de financiamiento local de corto y largo plazo alcanzó niveles históricamente bajos, en línea con la expectativa de mercado para la TPM y el entorno de bajas tasas externas de largo plazo. En este contexto, los inversionistas institucionales presentaron moderados cambios en la composición de sus portafolios. En particular, el patrimonio de los Fondos Mutuos tipo 1 continuó creciendo relativo a los demás fondos; las compañías de seguros de vida siguieron incrementando sus posiciones en inversión inmobiliaria; y los fondos de pensiones aumentaron su exposición en bonos locales. Asimismo, al cierre estadístico de este IEF no se observaban cambios relevantes entre los fondos administrados por las AFP, en contraste con el importante traspaso de afiliados hacia el fondo E documentado en el informe anterior.

Resalta también que la posición financiera de las empresas locales no presenta mayores cambios respecto de IEF previos, pese a que la actividad económica local ha mostrado un desempeño menor al esperado. La deuda total sobre PIB se redujo levemente, explicada en gran parte por fuentes de financiamiento externas (gráfico 12). En tanto, el mayor dinamismo de la emisión de bonos se ha enfocado principalmente al refinanciamiento de pasivos, mientras la tasa de crecimiento de las colocaciones comerciales sigue baja. El conjunto de empresas que reportan a la SVS aumentó su rentabilidad al cierre del 2016. Sin embargo, alrededor de 70 por ciento de este incremento tiene su origen en fuentes no operacionales. Finalmente, aquellas firmas de sectores productivos que no reportan a la SVS ni tienen deuda externa, presentan una disminución de su deuda bancaria en el último tiempo. Esto combinado con la información de la Encuesta de Crédito Bancario daría cuenta de menores necesidades de financiamiento por parte de estas firmas, lo que es coherente con la evolución de la actividad económica local.

El menor dinamismo de la economía ha afectado en el margen el comportamiento de pago de las firmas, incrementando el riesgo de crédito de la cartera comercial. Si bien sus niveles de morosidad son relativamente bajos, desde el IEF anterior algunos indicadores de no-pago presentaron aumentos. Esto sumado a que la fracción de créditos clasificados como sub-estándar se mantuvo relativamente alta ha reducido la calidad de la cartera comercial (gráfico 13). Hacia adelante, un escenario macroeconómico menos favorable conllevaría que una parte de estos créditos pase a incumplimiento.

La evolución del mercado laboral se ha comenzado a reflejar en un deterioro de los indicadores económicos y financieros de los hogares. Así, desde el IEF pasado, los créditos de consumo bancarios presentaron un aumento en su incumplimiento. En tanto, el impago hipotecario detuvo la disminución observada en los últimos años (gráfico 14). Por su parte, el endeudamiento agregado de los hogares continúa aumentando, siendo la deuda

hipotecaria el componente que más contribuye a esta tendencia (gráfico 15). En lo más reciente, información de encuestas sugiere un aumento de la carga financiera sobre ingreso, situación que, sumada al mayor incumplimiento en la cartera de consumo, requiere de seguimiento. De hecho, un mayor deterioro en el mercado del trabajo podría profundizar el impago de los hogares.

El mercado inmobiliario residencial continúa ajustándose. Las ventas de viviendas nuevas en la Región Metropolitana se recuperaron lentamente, mientras que los precios de viviendas usadas y nuevas redujeron sus tasas de expansión en el segundo semestre del 2016. Al mismo tiempo, la introducción de nuevos proyectos se ha ralentizado, en línea con menores perspectivas de crecimiento del sector. Con todo, distintos indicadores del sector inmobiliario residencial —incluido el crédito hipotecario—dan cuenta de una desaceleración, en línea tanto con la evolución de la situación económica como con los cambios tributarios y normativos discutidos en IEF previos (gráfico 16). Por último, los desistimientos de compras de viviendas se han mantenido acotados, pero es posible que se incrementen ante un mayor deterioro en el mercado laboral. Esto podría afectar a empresas inmobiliarias que no tengan flujo de caja suficiente para afrontar los costos asociados a la reventa de una unidad desistida.

Destaca que si bien las perspectivas económicas se han deteriorado en los últimos años, la capitalización de la banca no presentó cambios relevantes. El índice de adecuación de capital (IAC) del sistema se sitúa sobre 13 por ciento desde mediados del 2016, cercano a su promedio histórico, pero aún por debajo de estándares internacionales. Los ejercicios de tensión dan cuenta de que las holguras de capital de la banca se han reducido durante los últimos años. Así, la fracción de bancos que mantienen IAC sobre 10 por ciento después de aplicar un escenario de tensión severo pasaría de representar 85 por ciento de los activos del sistema entre el 2011 y 2014, a 50 por ciento de estos en los últimos dos años (gráfico 17). Esto se debe a que los bancos que se encuentran más expuestos al deterioro de la actividad económica no han realizado un ajuste acorde en sus niveles de capital. En este contexto, la nueva Ley General de Bancos contemplaría una convergencia gradual hacia el marco de Basilea III, el cual tiene implícitos mayores requisitos de capital para la banca.

Quisiera terminar esta intervención con algunas reflexiones.

Reflexiones finales

Los dos informes que he presentado —el Informe de Política Monetaria y el Informe de Estabilidad Financiera— permiten contar con un completo panorama de la economía chilena, incluyendo no sólo su trayectoria más probable, sino también los riesgos que pudieran apartarla de ella. Esto ilustra el hecho de que la política monetaria y financiera son dos importantes complementos del esquema de políticas macroeconómicas chileno.

Una importante dimensión de esta complementariedad en el corto plazo es la transmisión de los cambios en la política monetaria sobre el costo del crédito y las decisiones de gasto de personas y empresas dependen de un sistema financiero sano y sólido. Como comenté hace unos minutos, las tasas de interés de mercado están hoy en niveles mínimos históricos o muy cerca de ellos para los distintos tipos de créditos, lo mismo que para los instrumentos de largo plazo. Esto refleja de buena forma la transmisión de las bajas de la TPM que hemos realizado en los últimos meses y, ciertamente, una política monetaria que se ha mantenido expansiva por bastante tiempo y lo seguirá siendo en nuestro escenario base de proyección.

Sin embargo, este traspaso de la expansividad de la política monetaria y de las condiciones financieras externas no sería posible si no interactuara con una política financiera centrada principalmente en el adecuado funcionamiento del sistema y el acceso de la economía chilena a los mercados financieros internacionales.

Existe una relación clara entre la actividad económica y el desempeño del mercado financiero. Por un lado, la actividad económica tiene una incidencia directa sobre los resultados del sector financiero y eventualmente su estabilidad; por el otro, indicadores de desempeño del sector financiero pueden dar señales del comportamiento futuro de la economía.

En este sentido, es relevante el incipiente deterioro de los indicadores de no-pago de hogares y empresas que este IEF muestra. No solo es necesario que el costo del crédito sea bajo, sino también que hogares y empresas sean capaces de acceder a él y de cumplir con sus obligaciones financieras, tanto por lo relevante que es para ellos mismos como para la salud del sistema financiero como un todo.

La importancia de esta interacción entre el funcionamiento del mercado financiero y la actividad económica no se circunscribe solo al corto plazo. Como ya hemos destacado en varias ocasiones, Chile tiene un desafío relevante en lo que a mejorar su productividad y crecimiento de mediano plazo se refiere. Para este objetivo, es fundamental el apoyo que puede dar un sistema financiero estable, profundo, líquido, eficiente e inclusivo.

Desde el punto de vista de la política monetaria, lo anterior se consigue con un ambiente de inflación estable y controlada, en un contexto de una economía que logra suavizar las fluctuaciones del ciclo económico. Desde el punto de vista de la política financiera, hay diversas instancias en que modificaciones regulatorias pueden ayudar a mejorar la eficiencia y eficacia del sistema financiero nacional.

Considerando un conjunto amplio de países desarrollados y emergentes, Chile muestra niveles crecientes de profundidad y acceso a su sistema financiero según diversos indicadores, como el tamaño de las colocaciones a PIB, la capitalización bursátil o el número de cuentas bancarias. Sin embargo, siempre hay desafíos importantes que abordar, lo que nos lleva a plantear la relevancia de cambios regulatorios recientes o que están aún en discusión, y que potencialmente ayudarán a Chile a mejorar en este aspecto.

Un primer paquete de medidas tiene relación con la Ley que establece medidas para impulsar la productividad, la que incluyo algunas iniciativas para profundizar el mercado financiero. Entre estas, podemos nombrar la modificación en la Ley Orgánica Constitucional (LOC) del Banco Central para perfeccionar la regulación aplicable a sistemas de pagos establecidos en el país y reconocer infraestructuras de pago en jurisdicciones extranjeras en que participen entidades financieras locales. Otros puntos son el aumento de los límites para la inversión en el exterior de las compañías de seguros, facilitar la instalación de custodios internacionales en Chile, ampliar las alternativas de inversión para los Fondos de Pensiones y Fondo de Cesantía, así como avanzar hacia un modelo de supervisión basada en riesgo para dichos Fondos.

En el ámbito de inclusión financiera, un cambio regulatorio destacable ha sido la Ley que permite la emisión de tarjetas de prepago por parte de entidades no bancarias (Ley N°20.950, de 2016), orientada a promover el desarrollo y la masificación de los pagos electrónicos y una mayor inclusión financiera, junto con aumentar la competencia en los medios de pago. Su implementación requiere que el Banco (y la SBIF) emitan las normas que regularán esta actividad. Estas, además de regular la implementación de tarjetas de prepago, incorporarán otra serie de perfeccionamientos normativos sobre el sistema de medios de pago en general, los que deberían contribuir a favorecer el desarrollo, competencia e incorporación de nuevas tecnologías a esta actividad.

Por último, otro cambio a destacar es la Ley que crea la Comisión de Mercado Financiero, la que constituye un cambio muy significativo en la estructura de regulación y supervisión financiera del país, y cuya implementación supone un importante reto de política pública.

Si bien esos avances han sido significativos, el camino a recorrer aún presenta importantes desafíos. En lo más inmediato, se ha anunciado el próximo envío al Congreso nacional de un proyecto de nueva Ley General de Bancos, con un foco en tres áreas: Gobierno Corporativo del regulador, normas de capitalización de Basilea III, y Resolución Bancaria. El avance en estas tres áreas resulta de la mayor relevancia. En particular, una mayor convergencia con los estándares internacionales sobre requerimientos de capital bancarios definidos por Basilea III resolvería un rezago que ha mantenido el sistema bancario por varios años. Igualmente importante es fortalecer la red de seguridad del sistema financiero a través de un mejoramiento de los mecanismos para administrar bancos en problemas financieros (resolución bancaria). Una vez que este proyecto sea enviado por el Ejecutivo, es deseable que reciba la atención necesaria y pueda avanzar en su tramitación a pesar de los procesos políticos que caracterizarán los últimos meses de este año.

Otro tema de amplio debate a nivel internacional son los potenciales efectos de las innovaciones tecnológicas en los mercados financieros (*Fin tech*)^{1/}. Estas innovaciones tienen el potencial de producir grandes cambios en el sistema financiero, lo que supondría grandes oportunidades para los actores del sistema, pero también amenazas para la estabilidad y seguridad del mismo. Abordar este tema de manera adecuada y oportuna es un desafío para los reguladores financieros.

Igualmente, un área con importantes desarrollos recientes es la regulación de mercados de derivados. Este es un punto de interacción significativo entre la estabilidad del sistema financiero, la política monetaria y el crecimiento económico. En el contexto de una economía con tipo de cambio flexible, el acceso a cobertura cambiaria con adecuada regulación y supervisión es sin duda importante para los distintos agentes. Chile ha mostrado avances importantes en esta materia con un mercado de derivados que ha aumentado con respecto al PIB, quedando por encima del promedio de Latinoamérica y otras economías emergentes. En este contexto, es importante ampliar el sistema de información de derivados, permitiendo que se aproxime en mayor medida a los estándares internacionalmente aplicados a “Repositorios de Transacciones”, los cuales se consideran actualmente de una relevancia equivalente a otros tipo de infraestructuras financieras, como depositarios centrales de valores, entidades de contraparte central y sistemas de pago.

En suma, creemos que hay un conjunto de cambios legales que permitirán al sistema financiero chileno ganar en eficiencia y estabilidad, otorgando herramientas para que los distintos agentes puedan tomar mejores decisiones y dar paso a un mayor crecimiento. Ello, junto con una política monetaria orientada a mantener la estabilidad de la inflación en el mediano plazo, son el mejor aporte que el Banco Central puede hacer al desarrollo de nuestro país.

Estimados senadores,

A partir del segundo trimestre del 2016 se produjo un cambio en el escenario económico en Chile, con una demanda más débil y menores presiones inflacionarias. Este escenario se manifestó especialmente en las bajas cifras de actividad y precios a fines del 2016 y comienzos del 2017. A medida que los datos permitieron dimensionar la naturaleza y magnitud de este cambio, el Banco ajustó su política monetaria, recortando la TPM en 100 puntos base en cinco meses. Este ajuste se completó con la última baja de 25pb en la Reunión Política Monetaria de mayo.

La acción del Banco Central ha significado acentuar la orientación expansiva de la política monetaria, la que ha mantenido una TPM por debajo de sus niveles neutrales durante más de tres años. Esto permitirá amortiguar los efectos de la baja en el ciclo económico y asegurar el logro de la meta de inflación dentro del horizonte de política. En efecto, durante los próximos meses la mayor expansividad de la política monetaria irá permeando la economía, complementando el impacto de las mejores condiciones externas y la recuperación de las existencias y la reposición de capital, elevando gradualmente el ritmo

^{1/} Ver documento de Carolyn Wilkins, <http://www.bis.org/review/r160622a.htm>

de actividad económica y permitiendo la convergencia de la inflación a su meta. Ello permitirá, asimismo, evitar un mayor deterioro del mercado del trabajo y del cumplimiento financiero.

Discernir sobre el cambio en el escenario macroeconómico, así como sobre la magnitud y la velocidad del ajuste monetario ha sido un desafío importante para el Banco Central. Este lo hemos asumido con la convicción de que las decisiones de política monetaria deben basarse en proyecciones que anticipen los hechos, antes que sobre un último dato o un análisis del pasado. Este enfoque permite que las decisiones se tomen oportunamente y que la política monetaria pueda actuar cuando se necesita.

En la medida que un enfoque más prospectivo demanda interpretaciones y juicios basados en información parcial es inevitable que existan distintas opiniones. Más aún, esta diversidad es imprescindible para alimentar el análisis y discusión interno que requieren las decisiones institucionales.

Hoy hemos compartido con ustedes dos informes que reflejan la visión institucional del Banco Central sobre el cuadro macroeconómico, las perspectivas para la inflación, los riesgos financieros y la orientación de las políticas que son de nuestra responsabilidad. Estos informes reflejan cómo el análisis y la discusión interna decantan en una visión compartida y en decisiones institucionales. Hemos intentado ilustrar también cómo el trabajo del Banco en torno a sus dos objetivos de estabilidad de precios y estabilidad financiera se complementan, fortaleciendo nuestra acción en ambas dimensiones.

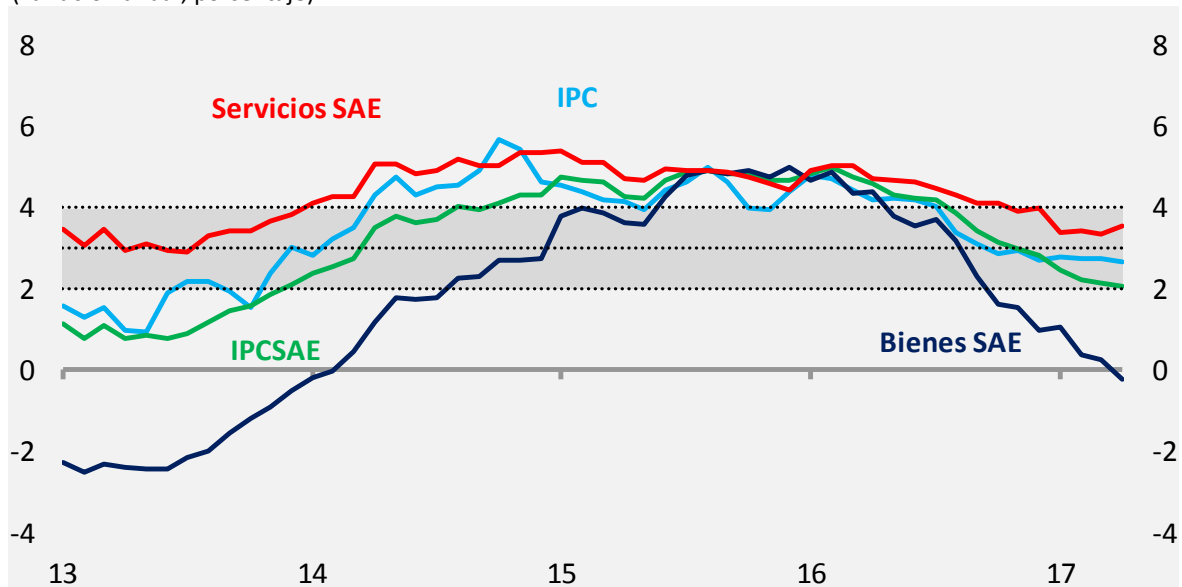
Estamos convencidos de que esta acción permite elevar la estabilidad económica del país, reduciendo el riesgo de la volatilidad y de turbulencias financieras. Sin embargo, como hemos argumentado en el pasado, el Banco Central no puede, sobre la base de su instrumental, evitar o revertir los ciclos, elevar el crecimiento de largo plazo o reemplazar el comportamiento responsable de los agentes económicos. Este desafío involucra a otros actores financieros, económicos y políticos. Esperamos que el diagnóstico y la acción del Banco contribuyan a esta comunidad de propósitos.

Muchas gracias.

Gráfico 1

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)



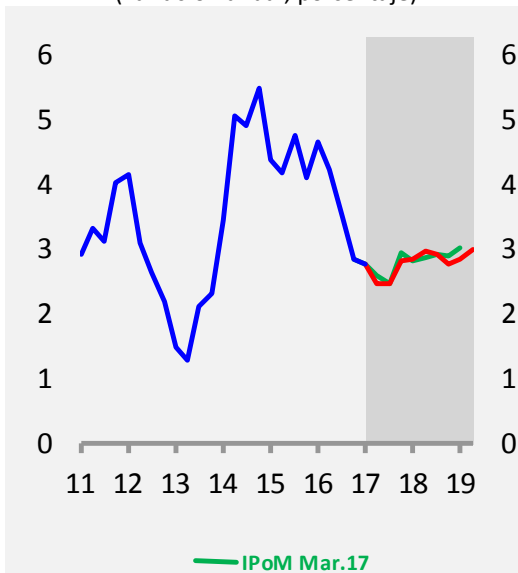
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

Gráfico 2

Inflación IPC (*)

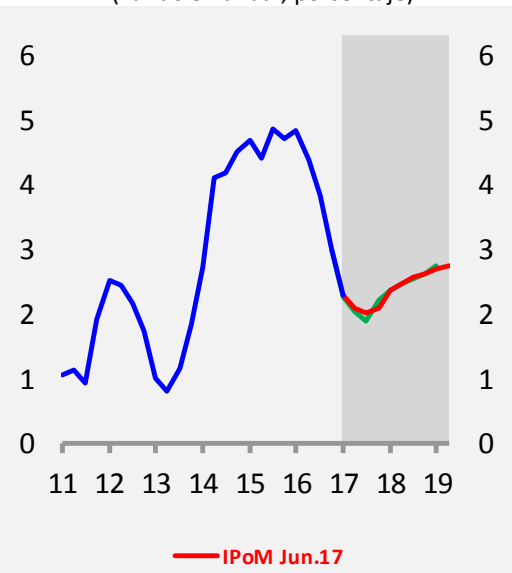
(variación anual, porcentaje)



— IPoM Mar.17

Inflación IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)



— IPoM Jun.17

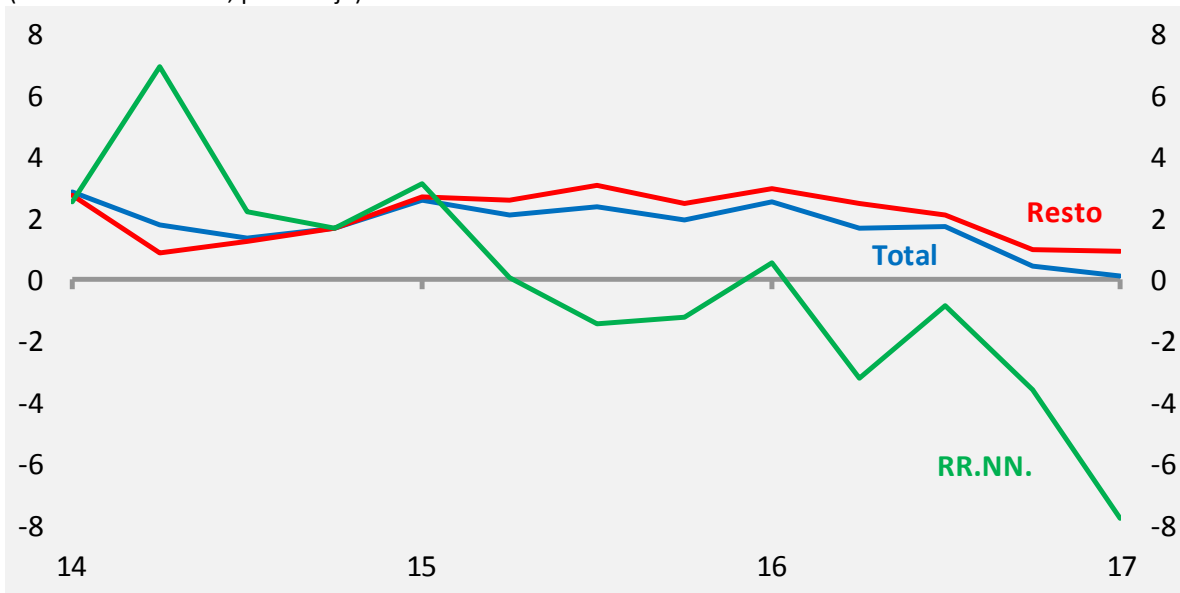
(*) El área gris corresponde a la proyección a partir del segundo trimestre del 2017.

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

Gráfico 3

PIB

(variación real anual, porcentaje)

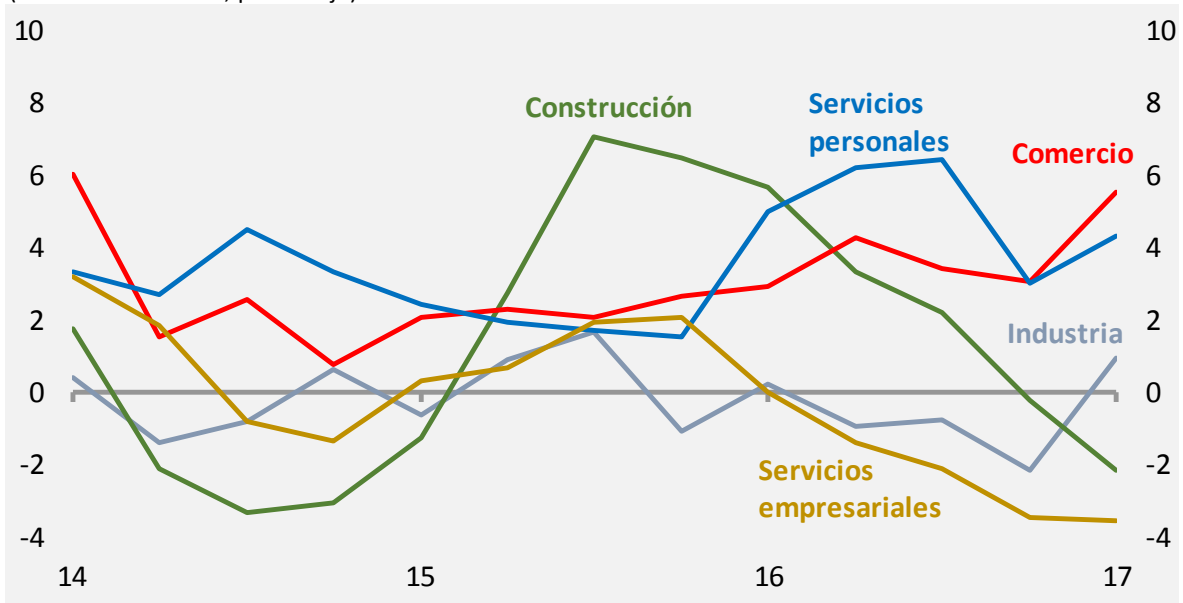


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

Actividad económica

(variación real anual, porcentaje)

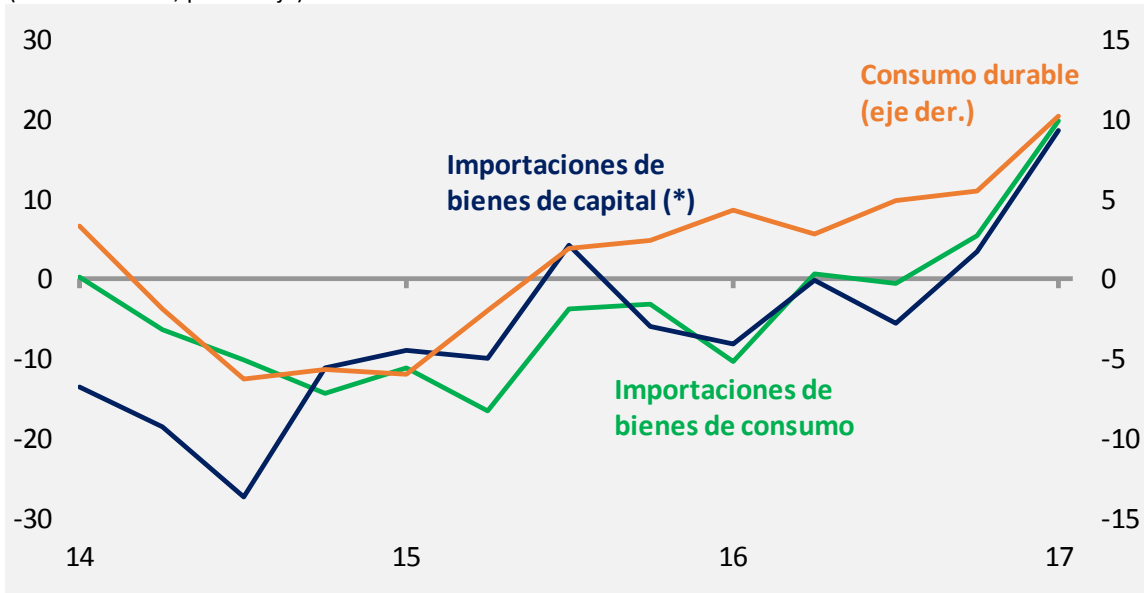


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5

Consumo durable e importaciones

(variación anual, porcentaje)



(*) Excluye vehículos de transporte no regular.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 6

Evolución del empleo no asalariado

(porcentaje del empleo total)

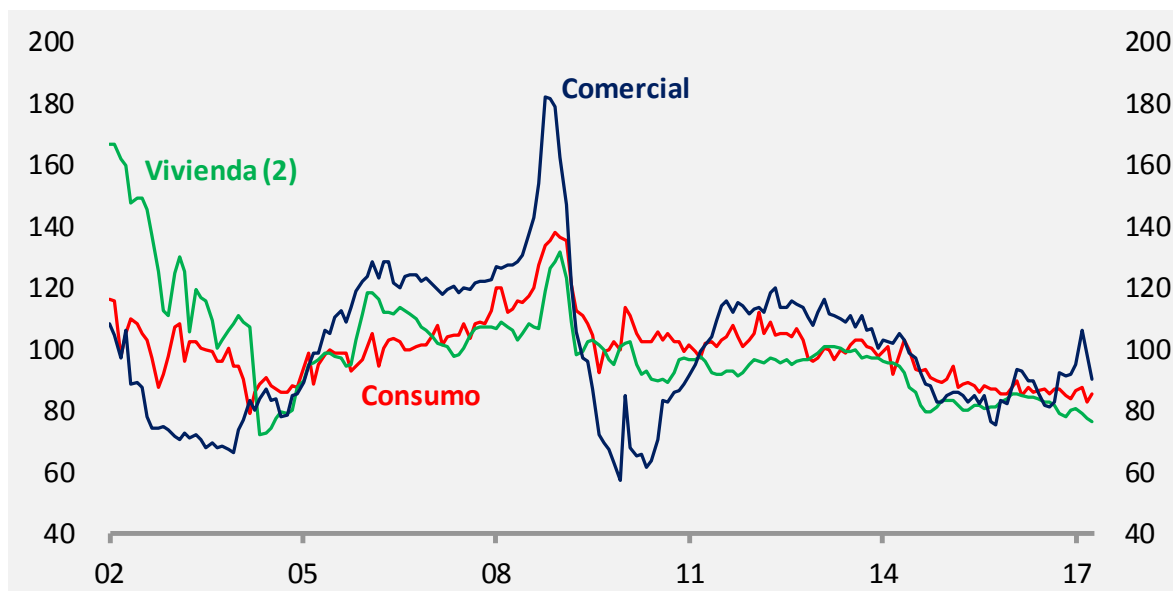


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 7

Tasa de interés por tipo de colocación (1)

(índice 2002-2017=100)



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

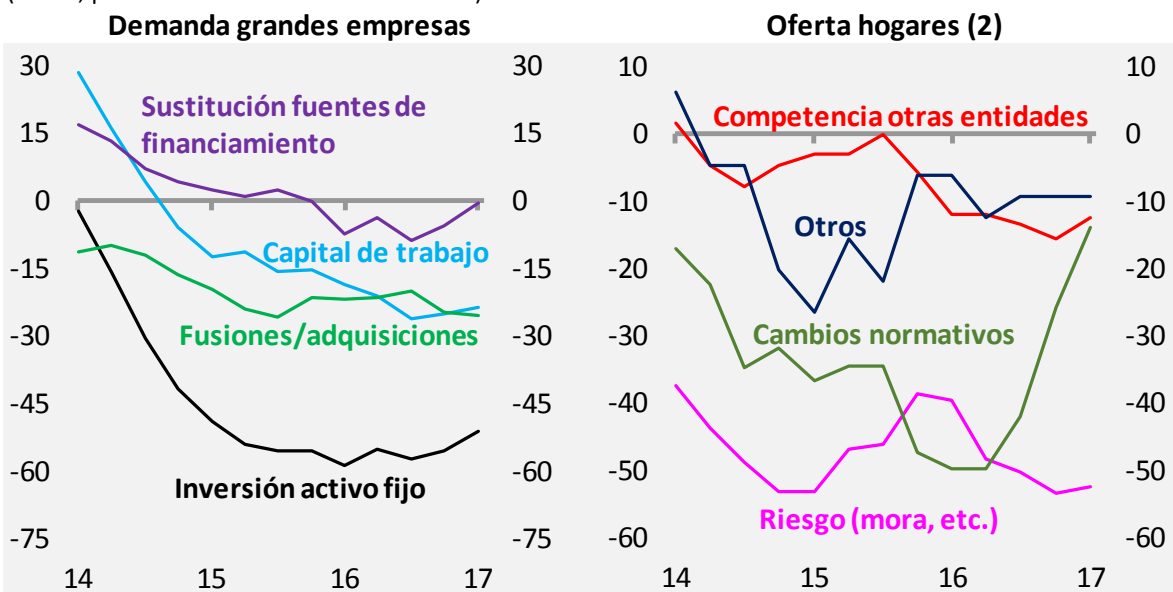
(2) Corresponden a colocaciones en UF.

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

Gráfico 8

ECB: causas de los cambios en las condiciones crediticias (1)

(índice, promedio móvil de cuatro trimestres)



(1) El indicador mide la importancia relativa neta que los bancos atribuyen a los determinantes de la demanda y oferta de crédito, respectivamente. Para mayor detalle ver la Encuesta de Crédito Bancario. (2) Promedio entre segmento hipotecario y de consumo.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2015	2016		2017 (f)		2018 (f)	
		IPoM Mar.17	IPoM Jun.17	IPoM Mar.17	IPoM Jun.17	IPoM Mar.17	IPoM Jun.17
PIB	2,3	1,6	1,6	1,0-2,0	1,0-1,75	2,25-3,25	2,5-3,5
Demanda interna	2,0	1,1	1,1	2,3	2,5	4,1	3,9
Demanda interna (sin var. de existencias)	1,7	2,0	2,0	1,9	1,8	2,8	2,9
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-0,8	-0,8	0,2	-0,9	3,0	3,0
Consumo total	2,4	2,8	2,8	2,5	2,6	2,8	2,9
Exportaciones de bienes y servicios	-1,8	-0,1	-0,1	1,6	0,7	2,7	3,9
Importaciones de bienes y servicios	-2,7	-1,6	-1,6	4,3	4,3	7,2	6,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,0	-1,4	-1,4	-0,9	-1,0	-2,1	-1,9
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	21,4	20,2	20,2	20,3	20,2	20,5	20,3
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,6	23,2	23,2	22,5	22,1	22,6	22,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9

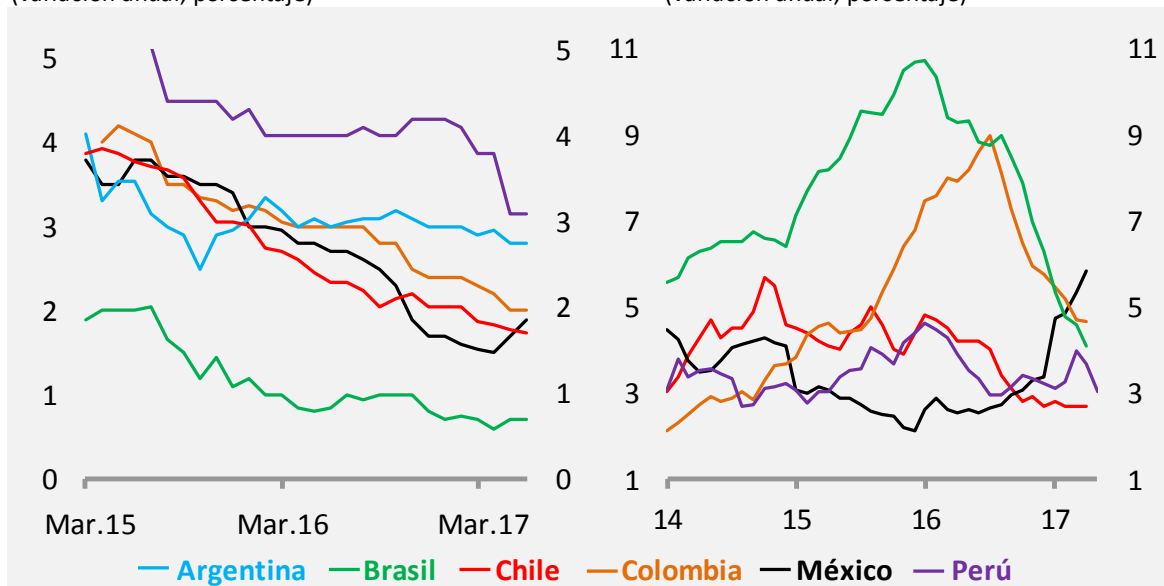
América Latina

Perspectivas de crecimiento 2017

(variación anual, porcentaje)

Inflación efectiva

(variación anual, porcentaje)



(*) Corresponden a respuestas de encuesta elaborada por Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

Tabla 2

Escenario internacional

	2015	2016		2017 (f)		2018 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Mar.17	Jun.17	Mar.17	Jun.17	Mar.17	Jun.17
(variación anual, porcentaje)							
Términos de intercambio	-4,2	1,9	1,9	4,6	4,7	-0,5	-0,5
PIB socios comerciales	3,3	2,8	2,9	3,3	3,3	3,5	3,4
PIB mundial PPC	3,4	3,0	3,1	3,4	3,4	3,5	3,5
PIB mundial a TC de mercado	3,0	2,3	2,5	2,8	2,8	2,9	2,9
Estados Unidos	2,6	1,6	1,6	2,3	2,2	2,3	2,3
China	6,9	6,7	6,7	6,4	6,5	6,2	6,3
Eurozona	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
América Latina (excl. Chile)	-0,4	-1,8	-1,5	1,3	1,1	2,5	2,2
Precios externos (en US\$)	-9,8	-2,7	-2,7	2,1	2,4	1,3	1,4
(niveles)							
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	249	221	221	255	255	250	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	49	43	43	50	50	50	51
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	52	44	44	52	53	52	53
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3)	467	389	389	457	453	444	447
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0,3	0,7	0,7	1,5	1,5	2,4	2,5

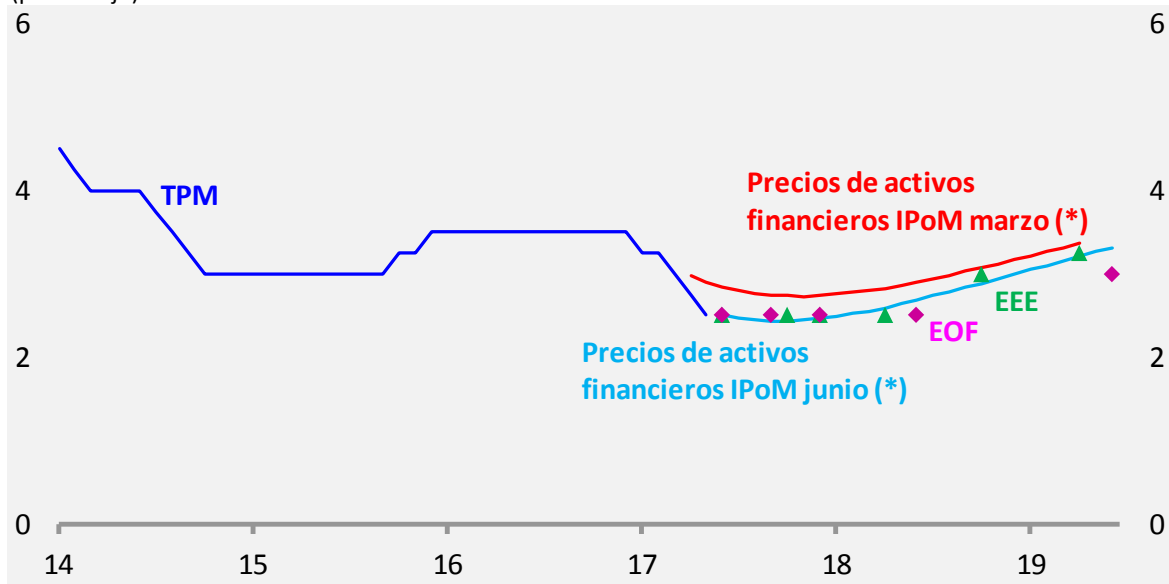
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

TPM y expectativas

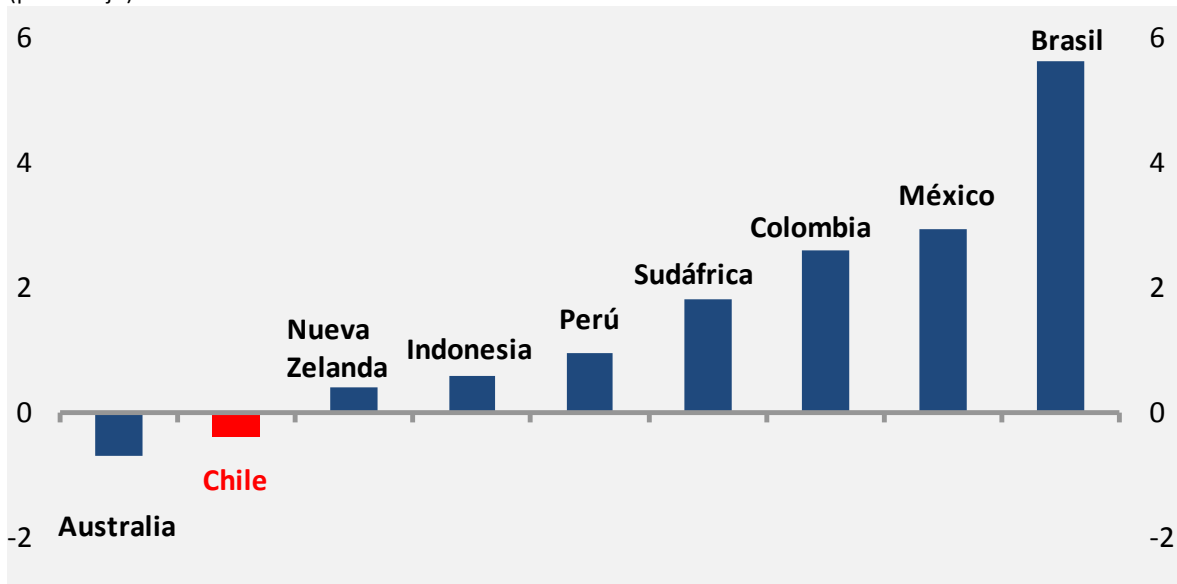
(porcentaje)



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

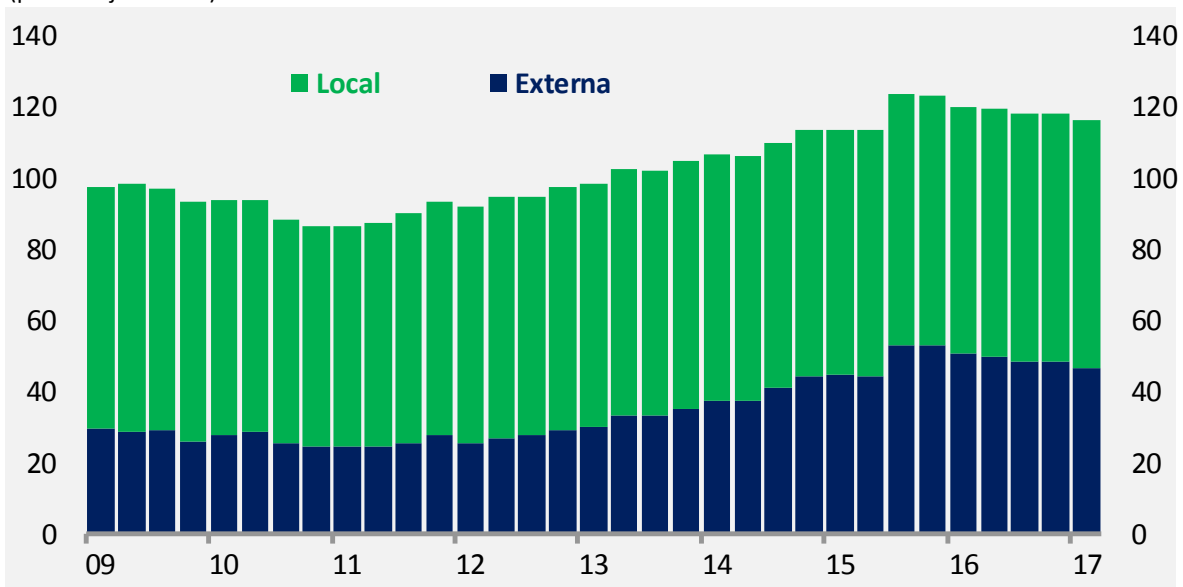
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 11
TPM real (*)
 (porcentaje)



(*) Calculada como la TPM actual menos la inflación esperada a un año.
 Fuentes: Banco central de cada país.

Gráfico 12
Deuda total de empresas (*)
 (porcentaje del PIB)

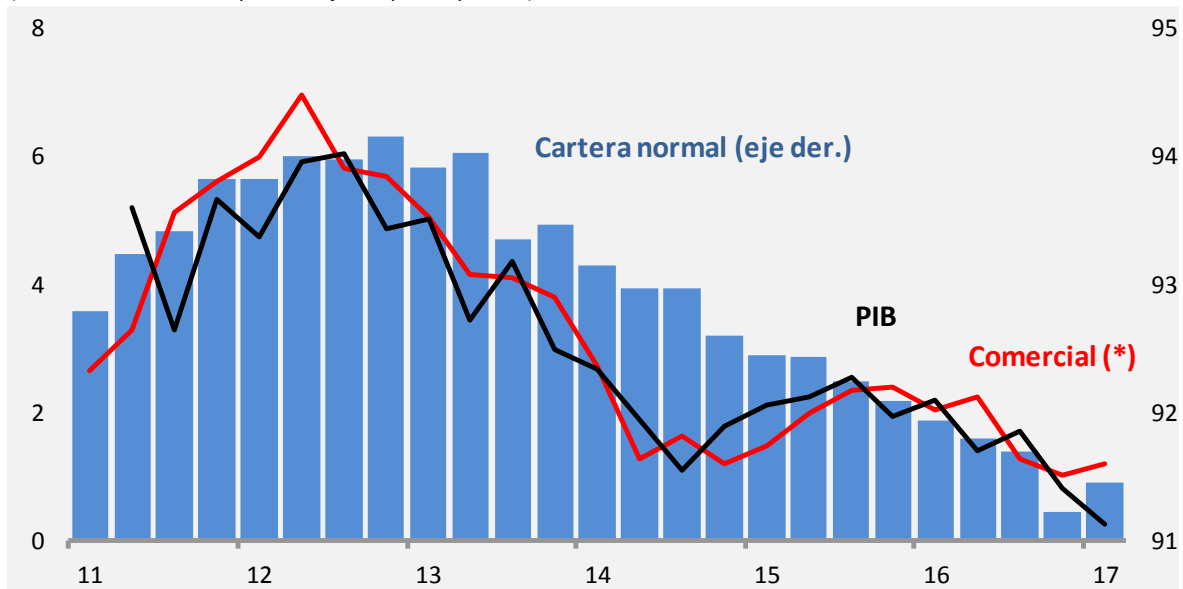


(*) Basado en información administrativa a nivel de empresas. Incluye entidades financieras no-bancarias.
 Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

Gráfico 13

Actividad y riesgo de crédito de la cartera comercial

(variación real anual, porcentaje de participación)



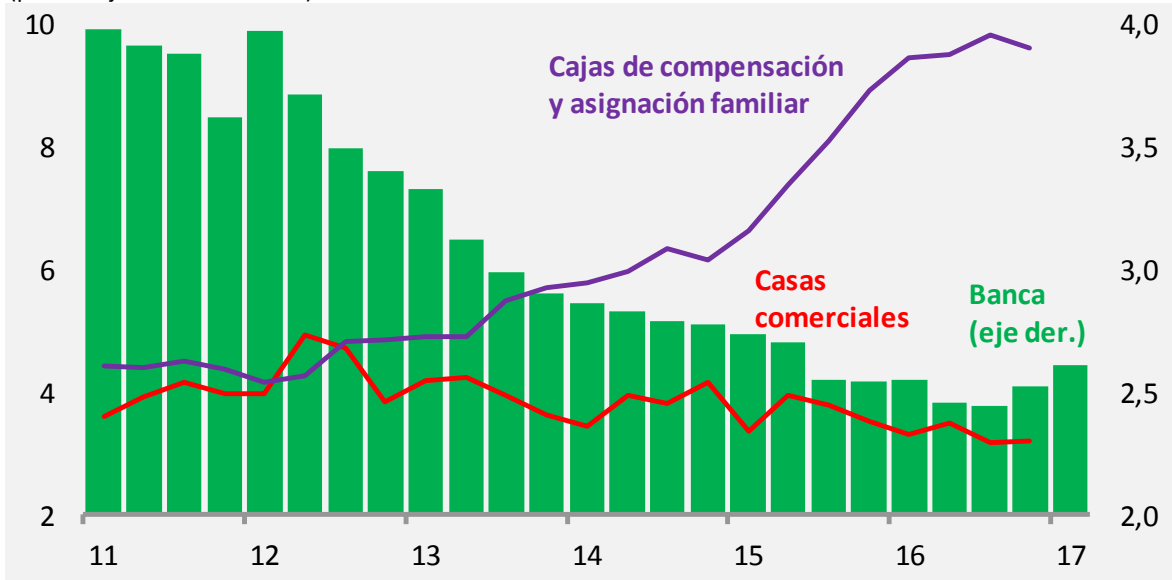
(*) Tasa de crecimiento del stock de deuda comercial dividida por dos.

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

Gráfico 14

Índice de mora a 90 días

(porcentaje de colocaciones)

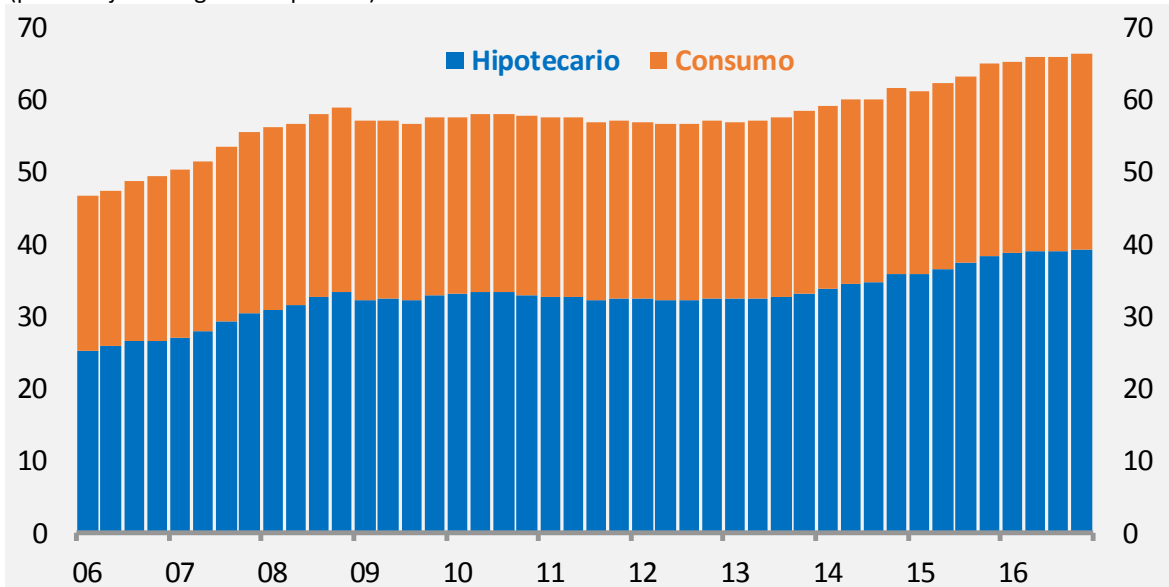


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SUSESO y SVS.

Gráfico 15

Endeudamiento de los hogares

(porcentaje del ingreso disponible)

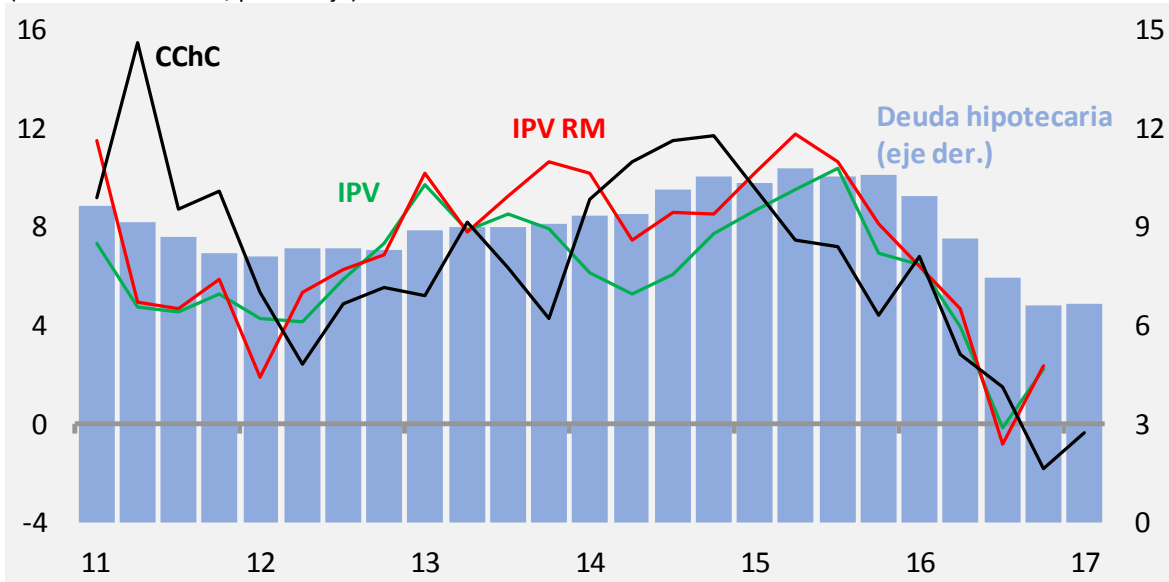


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SUSESO y SVS.

Gráfico 16

Precios reales de viviendas y deuda hipotecaria (*)

(variación real anual, porcentaje)



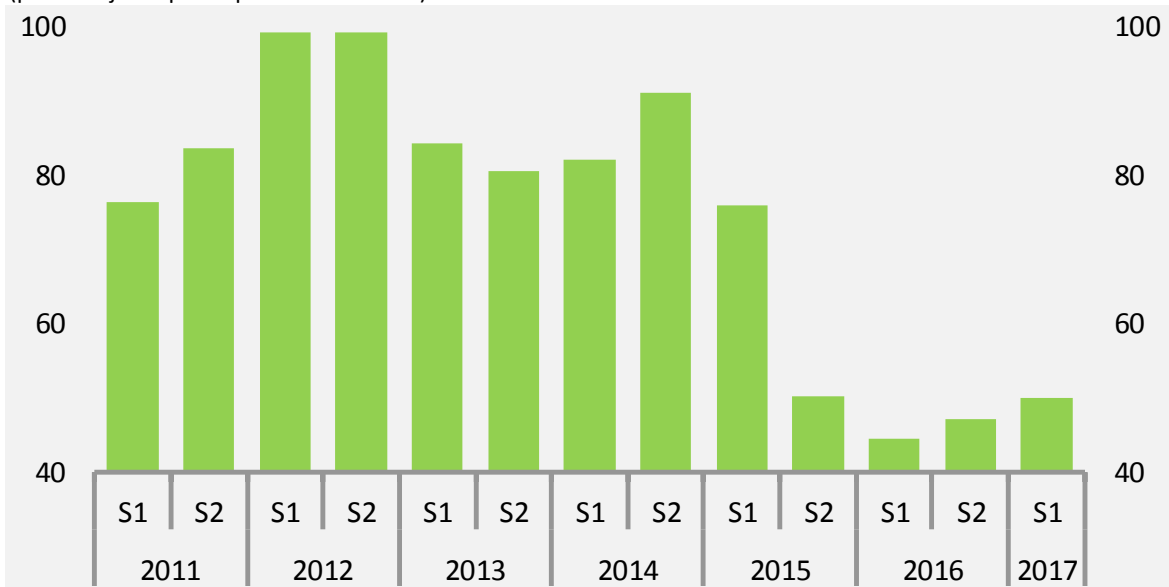
(*) IPV método estratificado. CChC modelo hedónico para viviendas nuevas de la RM.

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

Gráfico 17

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

(porcentaje de participación de activos)



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

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