



**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
4 de diciembre de 2017

* El *Informe de Política Monetaria* de diciembre del 2017 y el *Informe de Estabilidad Financiera* del segundo 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 diciembre del 2017 y en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre del 2017.

Quisiera partir recordando que estos son los últimos informes institucionales que se presentan bajo el formato que ha regido desde la época de la gran crisis financiera internacional. Tal como explicamos al Honorable Senado en septiembre pasado, a contar del primero de enero próximo, el Banco Central de Chile comenzará a aplicar un nuevo calendario y formato para las Reuniones de Política Monetaria así como para la presentación del IPoM e IEF.

En particular, se ha programado el IPoM para fechas preestablecidas, las que coincidirán con las Reuniones de Política Monetaria correspondientes a marzo, junio, septiembre y diciembre. De tal modo, esta instancia con el Senado dejará de ser una presentación extensa del IPoM para convertirse en una comparecencia institucional en la que el Consejo del Banco entregará una síntesis de los mensajes de sus informes, explicará los fundamentos de sus decisiones de política y responderá a las preguntas y comentarios que se le formulen. Este será un desafío para ambas partes. Como Consejo pondremos el mayor empeño para estar a la altura del mismo.

También constituye un elemento de cambio el que esta es la última presentación ante esta Comisión en la que nos acompaña el Vicepresidente Sebastián Claro. Diez años han pasado desde que su nominación por la actual Presidenta de la República en su primer mandato presidencial fuera aprobada por este Senado. Desde entonces, Sebastián ha servido su cargo con compromiso, capacidad, responsabilidad y sentido de equipo, como estoy seguro que ustedes habrán observado. En representación del resto del Consejo y del personal del Banco, quiero aprovechar de agradecer su enorme aporte a la Institución y al país.

Junto con estos elementos de cambio, sin embargo, hay muchos de continuidad. Como es habitual, venimos a reportar sobre los desarrollos macroeconómicos recientes y compartir con ustedes nuestra visión sobre las perspectivas futuras y riesgos para la economía chilena. Esta continuidad institucional es importante cuando faltan pocos meses para que asuma un nuevo Congreso y un nuevo Gobierno, transición que siempre envuelve desafíos y en la que es importante para las nuevas autoridades conocer las perspectivas para la economía.

Durante los últimos meses, la actividad económica local ha evolucionado acorde con lo previsto. El mayor impulso externo se ha ido consolidando, con condiciones financieras que permanecen favorables, socios comerciales en promedio algo más dinámicos y mejores términos de intercambio.

No obstante, la inflación se ha ubicado por debajo de lo proyectado en el IPoM de septiembre. La mayor parte de la diferencia se relaciona con los elementos más volátiles de la canasta, pues la inflación subyacente —que medimos por el llamado IPCSAE— se sitúa en niveles similares a los previstos. En las proyecciones que les presentaré en unos momentos, esperamos que la convergencia de la inflación sea algo más lenta que lo anticipado en el último IPoM.

Esto considera el efecto de las sorpresas recientes y la evolución del tipo de cambio hasta el cierre estadístico del Informe. También contempla que el ritmo de expansión de la actividad irá aumentando paulatinamente, desde los acotados niveles actuales hacia registros por sobre el potencial en la segunda parte del 2018, dando paso a un cierre de la brecha de actividad que ayudará a la convergencia de la inflación dentro del horizonte de proyección.

En todo caso, siguen existiendo riesgos importantes en torno al escenario base descrito en este IPoM. Por un lado, hay sectores que siguen rezagados en el proceso de recuperación, especialmente algunos relacionados con la inversión. Por otro, un escenario en que la economía no retome mayores tasas de crecimiento en los próximos meses, puede afectar la recuperación del crecimiento en el mediano plazo. En particular, porque si bien las expectativas han mejorado, lo han hecho más bien anticipando un desempeño económico futuro antes que por sus resultados actuales.

En este contexto, hemos mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,5 por ciento desde mayo pasado y esperamos que, de darse el escenario base, el impulso monetario siga en torno a sus niveles actuales, para comenzar a retirarse solo una vez que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad. De todos modos, es importante notar que desviaciones a la baja de la inflación en el corto plazo deben ser monitoreadas con especial cuidado. Esto, porque en un contexto de debilidad de la economía, de inflación reducida y donde algunas medidas de expectativas de inflación a mediano plazo permanecen algo bajo 3 por ciento, la convergencia de la inflación podría verse afectada, en cuyo caso se requeriría profundizar la expansividad de la política monetaria.

Las condiciones financieras han contribuido a configurar el escenario macroeconómico ya descrito. El crédito se mantiene accesible y barato, en línea con la orientación de la política monetaria. El mercado financiero local no ha registrado eventos de disrupción importantes y los sistemas de pagos internos y externos han funcionado con normalidad. Las empresas no financieras mantienen sus niveles de rentabilidad y endeudamiento, mientras que el aumento en la deuda de los hogares se concentra en crédito hipotecario, que se emite a plazos largos, a tasas fijas y con una prudente relación crédito/ valor, manteniéndose la carga financiera. Por su parte, en el sector inmobiliario residencial, las ventas de viviendas nuevas se estabilizaron y los precios continuaron creciendo, pero a tasas modestas.

No obstante, se mantiene la relevancia de algunos riesgos financieros identificados en informes pasados. En el plano externo destaca la relevancia de un escenario de alza de tasas externas de largo plazo. En el plano interno, el menor dinamismo económico registrado en los últimos años ha reducido la fortaleza financiera de las firmas, lo cual se ha reflejado en un deterioro de la calidad de la cartera comercial en ciertos sectores económicos. Las pruebas

de tensión para el sistema bancario muestran menores holguras de capital para hacer frente a escenarios adversos.

Asimismo, hay temas emergentes que deben ser considerados en el análisis de riesgos para la estabilidad financiera. Una normalización de los niveles de aversión al riesgo en los mercados internacionales podría aumentar el costo de financiamiento para los países emergentes, incluido Chile. En el ámbito local, la mitigación del deterioro de la calidad de la cartera comercial mediante la constitución de mayores garantías en vez de provisiones o capital eleva la vulnerabilidad frente a eventos sistémicos.

Estos factores de riesgo permiten valorar la importancia de un marco de política macroeconómica coherente, donde la política fiscal y monetaria pueden operar de manera contracíclica y el tipo de cambio actúa como un amortiguador de eventuales *shocks* externos. De igual modo se hace patente la importancia de actualizar la legislación bancaria, para incorporar estándares modernos de capitalización y mitigación de riesgos sistémicos y cíclicos, así como contar con buenos sistemas de información consolidada de deudas, todos ellos temas que forman parte de la agenda legislativa en discusión en el Congreso Nacional.

Informe de Política Monetaria

La inflación total ha mostrado mayor volatilidad durante los últimos meses, acumulando una sorpresa negativa que la ubicó en 1,9 por ciento a octubre, cerca de 0,4 puntos porcentuales por debajo de lo previsto en septiembre. El IPCSAE ha evolucionado en línea con lo proyectado, aunque también ha presentado importantes vaivenes. Su dinámica, como ha sido la tónica de los últimos trimestres, ha estado muy determinada por la evolución del tipo de cambio (gráfico 1). La sorpresa en la inflación total provino principalmente de los alimentos y, en particular, de las frutas y verduras frescas, que tuvieron una estacionalidad muy distinta a los patrones históricos. Como referencia, entre agosto y octubre estos precios —que equivalen al 2,9 por ciento de la canasta del IPC— promediaron una variación anual en torno a -9 por ciento, que se compara con una cifra del orden de +7 por ciento en los últimos diez años.

En el escenario base, la inflación total permanecerá en torno a 2 por ciento durante la primera mitad del 2018, y volverá a 3 por ciento durante la primera mitad del 2019, algo más tarde que lo previsto en septiembre. La inflación subyacente también se mantendrá en niveles bajos durante los trimestres venideros, para converger a 3 por ciento en la segunda parte del 2019, algo más lento que la inflación total (gráfico 2). El comportamiento de los precios en el mediano plazo se relaciona de manera importante con el gradual cierre de la brecha de actividad, proceso que se estima comenzará durante la segunda mitad del 2018. Sobre este punto, ni los datos recientes ni las proyecciones del escenario base muestran grandes modificaciones respecto de lo esperado en septiembre.

En el tercer trimestre, la actividad de los sectores no mineros —a partir de los cuales se estima la brecha— siguió mostrando un crecimiento anual acotado (que llegó a 1,7 por ciento) y por debajo del potencial de la economía (que seguimos estimando en torno a 2,5 por ciento) y del PIB agregado (que fue de 2,2 por ciento). Es importante destacar que a partir de este

IPoM, para efectos del análisis coyuntural de la actividad y la medición de la brecha, hemos reemplazados los conceptos de PIB de recursos naturales y resto por los de PIB minero y no minero. Un Recuadro del IPoM da cuenta de las razones tras este cambio. Allí se destaca que los sectores hasta ahora descontados del PIB —la minería, la pesca y electricidad, gas y agua— son efectivamente más volátiles y presentan una menor persistencia. Además, se muestra que, en general, su relación con los demás sectores de la economía es acotada. Sin embargo, en línea con el cambio que acabo de comentar, se concluye que solo la exclusión de la actividad minera tiene efectos relevantes al momento de analizar la dinámica agregada de la actividad, pues su efecto sobre la varianza del crecimiento es relevante. En tales circunstancias, y considerando que es preferible trabajar con medidas más amplias que estrechas, se adopta la distinción entre PIB minero y PIB no minero en lugar de PIB de recursos naturales y PIB resto. Además, este cambio permite alinear el análisis del IPoM con la publicación del Imacec minero y no minero que ya comenzó hace unos meses.

Volviendo a la evolución reciente de la actividad y la demanda, la composición sectorial del PIB no minero da cuenta de un mejor desempeño relativo de las actividades ligadas al consumo que de las relacionadas a la inversión, en particular la construcción. Por el lado de la demanda, mientras el consumo privado sostiene incrementos anuales de entre 2 y 3 por ciento, la inversión en construcción y otras obras cae, incluso algo más que lo previsto. Las líneas del gasto ligadas a transables, como el consumo de bienes durables y la inversión en maquinaria y equipos, continúan con un dinamismo mayor. Este ha sido apoyado por la apreciación del peso de los últimos trimestres y condiciones financieras que han facilitado la reposición de existencias tras varios años de bajo crecimiento (gráfico 3).

El desempeño del consumo ha sido congruente con el comportamiento de sus fundamentos. Por un lado, la tasa de expansión anual del empleo total se ha sostenido en torno a 2 por ciento por varios meses. No obstante, el crecimiento anual del empleo asalariado ha sido menor a esa cifra, especialmente en el sector privado. Por otro lado, los salarios reales crecen a tasas anuales superiores a las de comienzos de año, principalmente como resultado de la baja inflación (gráfico 4). Se agrega que las tasas de interés se mantienen en niveles históricamente bajos, factor que también resaltan fuentes cualitativas como la Encuesta de Crédito Bancario y el Informe de Percepciones de Negocios. Esto, más allá que el crecimiento anual del crédito sigue siendo acotado en la mayoría de las categorías (gráfico 5). Por último, los indicadores de confianza muestran una mejora sostenida, aunque basada más en la percepción sobre el desempeño futuro de la economía que con la situación actual (gráfico 6).

En el ámbito externo, en el transcurso del año se han ido afianzando las mejores perspectivas para el escenario internacional. Las economías desarrolladas, en general, muestran tasas de crecimiento superiores a las de años previos, al igual que varias emergentes (gráfico 7). Se suma que las condiciones financieras globales siguen favorables, en parte porque los principales bancos centrales continúan manejando con especial cuidado y gradualidad el retiro de los grandes estímulos monetarios, ayudando a que las tasas de interés y los premios por plazo sigan bajos. Además, los flujos de capital han continuado llegando a los mercados emergentes y los precios de diversos activos se ubican en niveles altos.

Los precios de las materias primas, en general, se sostuvieron en niveles por sobre los previstos en septiembre, en particular el valor del cobre y las energías (gráfico 8). En el caso del cobre, en el período su precio subió hasta los 3,2 dólares la libra, para luego situarse en torno a 3,1 dólares al cierre de este IPoM (equivalente a un aumento de 3,5 por ciento en el período). Este comportamiento es similar al que muestran la mayoría de los metales, en un contexto en que permanecen altas las presiones derivadas de factores financieros y se observan mejoras en algunos de sus fundamentos. Entre estos últimos, resalta el aumento de la demanda y sus perspectivas, a causa de la mayor producción industrial global y por el desempeño que ha mostrado China. Esto, sumado a la relativa estabilización de la producción, ha ido reduciendo los inventarios. Más allá de los movimientos recientes, el debilitamiento del dólar estadounidense durante el año también ha ido entregando mayor soporte al precio del cobre. Así, el escenario base de este IPoM ajusta al alza el precio promedio para la libra de cobre hasta 2,95 y 2,75 dólares la libra para el 2018 y el 2019, respectivamente. Respecto del petróleo, el precio del barril Brent y WTI aumentó significativamente en el período, en torno a 20 por ciento, ubicándose cerca de 63 y 56 dólares, respectivamente, explicado en gran parte por un mercado que se encuentra algo más balanceado. A nivel global, la demanda y sus perspectivas han aumentado, la producción se ha contenido y los inventarios se han reducido. El escenario base de este IPoM ajusta al alza la proyección para el precio promedio del barril de petróleo Brent y WTI, situándolo en torno a 59 y 56 dólares para el 2018 y 2019, respectivamente.

El efecto combinado de mejores precios del cobre, mayores precios del petróleo y ajustes en otros precios de exportación e importación provocan una mejora en los términos de intercambio, en particular en este año. Así, considerando el período 2017-2019, los términos de intercambio acumularán un incremento en torno a 10 por ciento, que se compara con uno cercano a 7 por ciento que se estimó en septiembre.

Entrando al escenario de proyección para la actividad y la demanda, las proyecciones del escenario base no ofrecen mayores cambios respecto de lo presentado en septiembre. Este año, la economía crecerá 1,4 por ciento, dentro del rango previsto en septiembre. Para el 2018, se mantiene una proyección de crecimiento en un rango entre 2,5 y 3,5 por ciento. Parte de la mejoría respecto del 2017, en particular durante la primera mitad del año, se explica en la baja base de comparación del sector minero. Este mismo escenario, supone que el PIB no minero tendrá una recuperación más pausada. La gradual recuperación de mayores tasas de expansión del PIB se apoya en un escenario externo favorable, el fin del ajuste de la inversión minera y habitacional, la ausencia de desbalances macroeconómicos relevantes y una política monetaria claramente expansiva. Como supuesto de trabajo, se contempla que en el 2018 la economía recibirá un impulso fiscal acorde con el presupuesto aprobado. Desde ahí en adelante, se supone que el gasto fiscal seguirá una senda de consolidación.

Por el lado del gasto, como indiqué, una de las características en estos últimos trimestres ha sido el relativo mejor desempeño del consumo y uno más débil de la inversión, lo que se refleja en algunos ajustes a las proyecciones del escenario base. En el consumo privado, las mejores cifras observadas hasta el momento, en especial el dinamismo del consumo durable, se traducen en cifras más elevadas para este año y el próximo. Por el lado de la inversión, se distingue claramente un comportamiento diferente entre el componente de maquinaria y

equipos y el de construcción y obras. El primero, con una evolución más favorable, ha respondido a la necesaria reposición de stocks después de varios años de estancamiento y se ha visto favorecido por la apreciación cambiaria y el bajo costo del crédito. El segundo, se ha seguido contrayendo más allá de lo esperado, principalmente por el menor gasto en edificación y obras de ingeniería, lo que hace que la caída de la formación bruta de capital fijo prevista para el 2017 sea mayor a la proyectada en septiembre. Además, se estima que la recuperación de este componente del gasto será algo más lenta que lo previsto. Hacia el 2018, se sigue considerando que el ciclo de ajuste de la inversión minera llegará a su fin y que muy gradualmente comenzará a reflejar los efectos del mayor precio del cobre. En tanto, la inversión no minera se ajusta levemente a la baja, dando cuenta principalmente que el ciclo a la baja de la inversión habitacional ha sido más prolongado que lo esperado. Con ello, como porcentaje del PIB, en el 2018 la FBCF alcanzará a 21,1 y 21,4 por ciento real y nominal, respectivamente, cifras que se comparan con promedios entre 23 y 24 por ciento para el período 2013-2017.

En el sector externo, los datos más recientes muestran un mejor desempeño de las exportaciones, transversal entre sectores (gráfico 9). Con todo, atendida la evolución del primer semestre, se prevé que los volúmenes de exportación tengan una contracción en el año. Sin embargo, para el 2018 tendrán una recuperación de la mano del mejor panorama externo, lo que sumado a mejores precios aumentan el saldo de la balanza comercial estimado para el año próximo. La baja base de comparación que otorga el paro en Escondida de comienzos del 2017 también tendrá un efecto en las mejores exportaciones mineras del 2018. Así, en el 2018, el déficit de la cuenta corriente será menor que lo previsto en septiembre, ubicándose cerca del 1 por ciento del PIB, similar a lo que se prevé para el 2017. A precios de tendencia, el déficit de la cuenta corriente se mantiene en 2,6 por ciento en promedio el 2017-2018 (tabla 1).

Además del escenario que he descrito para la actividad y el gasto interno, la convergencia de la inflación a la meta también considera que el tipo de cambio real tendrá una leve depreciación, lo que lo hará converger desde su valor al cierre estadístico de este informe hasta su nivel de equilibrio de largo plazo dentro del horizonte de proyección. El escenario base también contempla que los precios de los alimentos, y en particular de las frutas y verduras frescas, volverán a mostrar comportamientos más acordes con sus patrones históricos, con lo que su inflación anual irá subiendo en el curso del 2018.

Respecto de la política monetaria, en el escenario base, el Consejo estima que las sorpresas que han llevado a la inflación por debajo de lo previsto no comprometen la convergencia de la inflación a la meta. Esto, tanto porque por su naturaleza deberían mostrar una escasa propagación como porque los argumentos que sustentan el escenario de cierre de la brecha de actividad siguen plenamente vigentes. En este contexto, como supuesto de trabajo, el escenario base considera un impulso monetario similar al del IPoM de septiembre. Esto es, una TPM que se mantendrá en torno a sus niveles actuales y que comenzará a aumentar hacia su nivel neutral solo una vez que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad. De todos modos, el Consejo reconoce que en un escenario como el actual —donde el crecimiento de la actividad aún es acotado, la inflación se mantendrá en torno al límite inferior del rango de tolerancia por varios meses y algunas medidas de expectativas de inflación a mediano

plazo permanecen algo bajo 3 por ciento— desviaciones a la baja de la inflación en el corto plazo deben ser monitoreadas con especial cuidado. Esto, porque, la convergencia de la inflación podría verse afectada, en cuyo caso se requeriría profundizar la expansividad de la política monetaria.

Como es usual, hay elementos internos y externos que representan riesgos para estas proyecciones. En lo externo, sigue preocupando la forma y el ritmo que tendrá el retiro de los estímulos monetarios en el mundo desarrollado. Hasta ahora el proceso se ha realizado con gran cautela, logrando que los mercados financieros se mantengan en calma. No obstante, las discrepancias que todavía existen entre las expectativas de mercado y la trayectoria de ajuste anunciada por la Reserva Federal como escenario más probable, continúa siendo una fuente de tensión relevante. Se agrega el hecho de que en distintos mercados los precios son altos en perspectiva histórica, fenómeno que podría tener reversiones abruptas en escenarios en que las condiciones financieras globales se estrechen más que lo previsto. La inflación en el mundo desarrollado sigue siendo un foco de atención, pues sus registros han continuado bajos pese al mayor dinamismo de la actividad y al aumento de los precios de la energía. Además, persisten elementos de incertidumbre, en materia fiscal y de política comercial en Estados Unidos y en el ámbito político en Europa, a lo que se añaden crecientes riesgos geopolíticos en Asia y Medio Oriente. En todo caso, tampoco se puede descartar que, dados los resultados de los últimos trimestres, se observe un mayor crecimiento global, lo que podría impulsar más el comercio y generar un aumento más significativo de la inversión a nivel global.

En el mundo emergente, como ha sido habitual en los últimos años, la principal fuente de riesgos sigue siendo lo que suceda con la economía china. Por una parte, todavía es necesario que resuelva una serie de desequilibrios en varios mercados clave. Se suma a lo anterior el inicio de un ajuste monetario en lo más reciente que no está exento de riesgos y la incertidumbre por el rumbo que tomará la agenda de reformas tras el Congreso del Partido Comunista Chino y sus impactos en la economía. En todo caso, la desaceleración de su crecimiento ha sido algo más gradual que lo previsto, de modo que es posible que su dinamismo se sostenga más que lo esperado.

El escenario base supone que el precio del cobre tendrá un gradual descenso en los trimestres venideros. Sin embargo, no es descartable una baja más significativa toda vez que parte del alza reciente estaría relacionada con fenómenos financieros. Por otra parte, no se puede descartar el fortalecimiento de factores de oferta y demanda del metal que permitan que los precios se sostengan altos por más tiempo, en línea con el escenario de algunos analistas de mercado.

Respecto de la actividad interna, se proyecta que el PIB retome gradualmente mayores tasas de expansión. Varios factores locales constituyen riesgos para esta proyección. Por lo pronto, persiste la falta de sincronía entre distintos componentes del gasto, con sectores que siguen rezagados en el proceso de recuperación, especialmente algunos relacionados con la inversión. Un dinamismo de corto plazo menor al esperado podría atentar contra la robustez y sostenibilidad de la recuperación del crecimiento en el mediano plazo. En particular, porque la confianza de consumidores y empresarios ha sido alentada más por el desempeño esperado

de la economía en el futuro que en la actualidad y porque el mercado financiero, dentro de un panorama general favorable, contiene segmentos de mayor vulnerabilidad en el crédito comercial y de consumo. En contraposición, el costo del crédito se mantiene en niveles históricamente bajos y el escenario internacional ha sido mejor al previsto, lo que podría agregar impulso a la inversión y acelerar su recuperación.

En este contexto, el Consejo considera que el balance de riesgos para la actividad y la inflación están equilibrados. Sin embargo, reitera su intención de monitorear eventuales desviaciones a la baja de la inflación en corto plazo que puedan poner en riesgo su convergencia a la meta en el horizonte de proyección. De esta manera, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3 por ciento en el horizonte de dos años

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 más relevantes en el plano financiero.

En este IEF, destacamos que en el segundo semestre del año el sistema financiero chileno no ha registrado eventos de disrupción importantes y los antecedentes disponibles indican que el sector continúa en una posición suficientemente sólida para enfrentar el impacto de escenarios de tensión. También observamos que los sistemas de pagos internos y externos han funcionado con normalidad, mientras que los indicadores de riesgo de crédito tradicionales hasta ahora se han mantenido bajos. Sin embargo, existen medidas alternativas de riesgo que muestran aumentos en ciertos sectores. Como advertimos en el IPoM, de prolongarse la desaceleración de la actividad económica local registrada en los últimos años, es posible que se profundice esta situación.

En el ámbito externo, como es habitual, los riesgos del escenario base del IPoM que acabo de presentarles son muy similares los considerados en el IEF. En particular, lo que se relaciona con un aumento abrupto en las tasas de interés externas y su impacto en las condiciones financieras locales.

El IEF resalta que las favorables condiciones financieras externas se han reflejado a nivel local. Asimismo, destacamos que el costo de financiamiento bancario de corto plazo se ha mantenido en niveles coherentes con la TPM y que el costo de emisión de deuda de largo plazo para empresas y bancos se ha comprimido en el último tiempo. Las tasas de interés de los instrumentos soberanos locales también se han mantenido por debajo de sus promedios históricos. No obstante, en relación con el IEF anterior, se observó un aumento que se explica, en gran medida, por una menor demanda de bonos soberanos locales por parte de los Fondos de Pensiones, como consecuencia de una migración de afiliados hacia fondos de mayor riesgo. En tanto, en el curso del presente año los inversionistas no-residentes, duplicaron su

participación en el mercado local, aunque dentro de rangos aun relativamente bajos en comparación con otras economías emergentes.

Como acabo de señalar, alzas abruptas en las tasas de interés externas siguen siendo un riesgo relevante a monitorear. En este sentido, aumentos en las tasas de referencia y la reducción de los balances de bancos centrales de las principales economías aumentarían los premios por plazo, generando un alza en la tasa de interés local de largo plazo. Según nuestras estimaciones, esta alza podría alcanzar hasta un 80 por ciento del cambio observado para el referente externo. En este contexto, potenciales cambios en el patrimonio administrado por los fondos mutuos de deuda de mediano y largo plazo —los FM3— constituye una vulnerabilidad a monitorear. Lo anterior podría volverse más complejo si otros actores de mercado —como los Fondos de Pensiones y los Inversionistas No Residentes— también liquidaran sus posiciones en renta fija, lo que podría implicar disrupciones temporales en los mercados de deuda local, exacerbando los movimientos de tasas.

Por otro lado, una normalización de los niveles de aversión al riesgo tendría un impacto en el costo de financiamiento externo de países emergentes, incluido Chile, por sobre los posibles aumentos de la tasa base. Ante dicha normalización, el premio por riesgo de Chile tendería a incrementarse, afectando a entidades que requieran refinanciar sus pasivos en el corto plazo. En cuanto a la situación financiera de las empresas, su deuda agregada se redujo en los últimos trimestres, alcanzando 113 por ciento del PIB al tercer trimestre del 2017 (gráfico 10). La reducción en un año alcanzó a 0,9 por ciento real y es explicada principalmente por el efecto cambiario en la valoración del componente externo. Esta trayectoria se explica en buena medida porque los aumentos de las emisiones de bonos del sector corporativo, observados desde mediados del 2016, no se han traducido en mayor endeudamiento. Por el contrario, el bajo flujo de caja destinado a inversión apunta a que estos fondos se han orientado al refinanciamiento de pasivos, coherente con las menores tasas de interés.

Por otro lado, los indicadores de no-pago presentan un deterioro marginal respecto del IEF anterior, aunque se mantienen en niveles bajos. En el caso del sector servicios, este aumento se ha concentrado en algunas firmas del sector inmobiliario. En el caso de los sectores productivos, se observan alzas marginales en varios sectores tales como construcción, transporte y telecomunicaciones, y EGA. En tanto, en otros como minería, comercio y manufactura se mantienen los deterioros señalados en el IEF anterior.

Las cifras del mercado inmobiliario residencial han mostrado mayor estabilidad en los últimos trimestres. Posterior al proceso de ajuste detallado en IEF anteriores, las ventas de viviendas nuevas en Santiago se han mantenido estables durante varios trimestres. A su vez, al segundo trimestre del 2017, los distintos indicadores de precios de vivienda —a nivel nacional y para la Región Metropolitana— muestran crecimientos positivos pero modestos. La actividad del sector construcción residencial se mantiene débil y distintas fuentes de información sugieren que aún no se observa una recuperación en este sector. Más aún, el ajuste del sector debe ser monitoreado ante la entrada en vigencia de la Ley 20.958 de Aportes al Espacio Público, que busca hacer que los proyectos inmobiliarios se hagan cargo de los impactos que generan en la movilidad local. Respecto del financiamiento de la vivienda, el

stock de crédito hipotecario mostró un repunte en el último trimestre (gráfico 11). El número de deudores hipotecarios bancarios con más de un crédito para la vivienda continuó creciendo, alcanzando el 29 por ciento de estos al cierre estadístico de este IEF. Un subconjunto de tales deudores serían inversionistas minoristas, que adquieren propiedades para arrendarlas.

Los indicadores financieros de los hogares dan cuenta de que el sector mantiene los riesgos reportados en el anterior IEF, los cuales están mayormente relacionados a la evolución futura del mercado del trabajo. Desde el IEF pasado, la deuda hipotecaria bancaria aumentó, mientras que la deuda de consumo moderó su expansión en fuentes bancarias y presentó una aceleración en no bancarias. Con ello, al segundo trimestre del año, el endeudamiento agregado del sector se ubicó sobre el 45 por ciento del PIB (gráfico 12), posicionando a Chile en la parte alta dentro de una muestra de países emergentes pero por debajo de economías desarrolladas. No obstante, la mediana de la carga financiera se ha mantenido estable en torno a 20 por ciento del ingreso debido a las menores tasas de interés. En términos de las holguras financieras, se observó un mayor uso de líneas de crédito y rotativos lo que da cuenta de mayor estrechez para algunos hogares. Los indicadores de incumplimiento se han mantenido relativamente estables en niveles bajos para créditos hipotecarios y han presentado aumentos para los créditos de consumo. En particular, se han incrementado los castigos de consumo en la banca y la morosidad en créditos otorgados por casas comerciales (gráfico 13).

Hacia adelante un escenario de deterioro en el mercado laboral afectaría al sector, en particular a aquellos hogares que tienen menores holguras financieras para enfrentar *shocks* de ingresos. En tanto, un escenario de aumento de tasas tendría un impacto menor sobre los hogares que tienen deudas —dado que esta se encuentra pactada mayormente a tasa fija y a plazos largos— no así sobre quienes las están adquiriendo o renovándolas. Con todo, el impacto total de este escenario sobre el sector podría ser de mayor magnitud si se consideran los efectos macroeconómicos que conllevan un alza en las tasas de interés.

Los indicadores financieros del sistema bancario se mantienen saludables, aunque la capitalización se encuentra rezagada respecto de estándares internacionales (gráfico 14). La banca estabilizó sus indicadores de rentabilidad y solvencia, manteniendo acotados los descargos de liquidez y moneda, y sin cambios significativos en sus políticas de dividendo. En términos de riesgo de crédito, se observa un deterioro de la calidad de la cartera comercial de evaluación individual, el cual ha sido cubierto con mayores garantías. Si bien esta estrategia permite reducir el riesgo idiosincrático de cada banco, conlleva una vulnerabilidad de la banca ante eventos sistémicos que simultáneamente reduzcan la capacidad de pago de las firmas y deterioren el valor de los colaterales. Este es un factor de riesgo que debe monitorearse en consideración de que 45 por ciento de las colocaciones bancarias totales pertenecen a esta categoría.

Por su parte, los ejercicios de tensión indican que un escenario adverso donde la actividad cae de manera leve pero prolongada, representaría riesgos para la banca comparables a los de un escenario severo, donde la actividad cae de manera brusca y se recupera rápidamente. Así, en el escenario adverso antes descrito, la fracción de bancos que mantienen su índice de adecuación de capital (IAC) sobre 10 por ciento representaría el 57 por ciento de los activos

del sistema. Bajo el escenario severo dicha cantidad se ubicaría en 50 por ciento. Lo anterior contrasta con lo visto en el 2012, cuando la fracción de bancos con IAC sobre 10 por ciento representaba el 85 por ciento de los activos del sistema en el escenario severo (gráfico 15).

Estos antecedentes apuntan a la necesidad de aumentar la resiliencia del sector a través de mayores niveles de capital, situación que ha sido recogida por otras jurisdicciones. En esta línea, el proyecto de ley que moderniza la legislación bancaria contribuye al fortalecimiento de los requerimientos de capital de la banca local.

De hecho, uno de los principales hitos en materia de regulación financiera fue el envío al Congreso del proyecto de ley que moderniza la legislación bancaria. Este incorpora la experiencia y estándares internacionales. Una de las herramientas que contempla es el colchón de capital contra-cíclico, que busca aumentar la resiliencia del sistema bancario para absorber potenciales pérdidas y reducir la volatilidad a lo largo de los ciclos financieros. En ese sentido, resulta primordial identificar los ciclos financieros locales, tomando en cuenta no sólo factores externos sino también la idiosincrasia del sistema bancario chileno, elementos que se abordan en un capítulo especial de este IEF.

Dado que la implementación de esta política será tarea del Banco Central de Chile, el Consejo seguirá focalizando esfuerzos su adecuada implementación, tomando en cuenta tanto sus beneficios como los potenciales costos directos e indirectos de esta herramienta. No obstante, estos esfuerzos serán vanos sin la aprobación de la legislación propuesta en la materia.

Avances institucionales

Hace un año, con motivo de la presentación de estos mismos informes ante esta Comisión, señalé la importancia que reviste para un banco central el tener la capacidad para hacer frente a nuevos desafíos. En esa oportunidad, destacué que los logros acumulados por el Banco Central de Chile a través de los años no eran suficientes para hacerse cargo de las transformaciones que ocurren en la economía, los mercados, la tecnología y la sociedad. Un banco central tiene la obligación y la responsabilidad de anticipar estos cambios y responder a ellos de manera organizada, eficiente y oportuna.

Es así como desde el 2004, y cada vez que asume un nuevo Presidente, el Banco ha preparado un plan estratégico que lo acompaña durante toda su gestión y que culmina en el primer año de presidencia de su sucesor. A comienzos de este año iniciamos la preparación de un plan estratégico para el quinquenio próximo.

En esta oportunidad, hemos buscado darle a la planificación estratégica un carácter consultivo, participativo e incluyente. Se trata de reflejar con ello que el Banco no es una entidad aislada, sino que trabaja para el conjunto del país y que depende de un equipo cohesionado de personas que lo integran. Todo esto se tradujo en que la preparación de este Plan Estratégico incluyó la realización de más de 100 entrevistas a personas de diversos ámbitos que son referentes externos para el Banco. Se tomaron encuestas a grupos regionales e internacionales de referencia y a otros bancos centrales. Se realizaron talleres internos con la participación del personal de la Institución, así como talleres de planificación con

participación activa de los integrantes del Consejo y los gerentes del Banco. Todo, con una comunicación continua del avance y resultados del proceso.

Este proceso concluyó hace pocos días con la aprobación del Plan Estratégico 2018-2022 por parte del Consejo. Este plan, que se apoya en las fortalezas de la Institución, reconoce las oportunidades y riesgos potenciales a futuro e identifica un conjunto de iniciativas estratégicas para materializar la visión del Banco como una institución confiable por su carácter técnico y excelencia en el logro de los objetivos que le han sido encomendados por la ley.

En particular, el Plan Estratégico 2018-2022 identifica cinco focos:

Primero, fortalecer la capacidad de respuesta y el liderazgo intelectual del Banco para cumplir con los objetivos institucionales definidos en su Ley Orgánica Constitucional, incorporando la realidad de un entorno cada vez más complejo.

Segundo, fortalecer el entendimiento y el diálogo del Banco con su entorno mediante una gestión estratégica de las comunicaciones.

Tercero, fortalecer el Gobierno Corporativo del Banco de modo de equilibrar la tolerancia al riesgo y la eficiencia de los procesos de negocio, agilizando con ello la toma de decisiones y facilitando la innovación.

Cuarto, mejorar la capacidad de comprender, manejar e incorporar los cambios tecnológicos al trabajo integral del Banco, tanto en el ámbito de su propia gestión como en las dimensiones relacionadas con los objetivos institucionales.

Quinto, ser un empleador de excelencia, ofreciendo una propuesta de valor que inspire a las personas y equipos a desplegar y desarrollar su máximo potencial, en un ambiente colaborativo, de aprendizaje continuo, de desafío profesional y humano; logrando atraer y comprometer a los mejores talentos, alineados con los objetivos estratégicos y los valores del Banco.

Estos cinco focos estratégicos se traducen en 21 líneas de acción que el equipo del Banco desarrollará durante el próximo quinquenio. De estas, quisiera destacar algunas que tienen una relevancia especial para la relación del Banco con su entorno.

En relación con los dos temas que nos convocan en esta oportunidad, esto es, la política monetaria y la estabilidad financiera, el Banco comenzará a aplicar el nuevo marco adoptado recientemente para la formulación, adopción y comunicación de sus decisiones.

En el caso de la política monetaria, a contar del 1 de enero próximo comenzará a regir el nuevo calendario y estructura de las Reuniones de Política Monetaria y con ello, la mejora en las instancias de comunicación de las mismas. Lo mismo ocurrirá con el calendario y estructura del IPoM y el IEF. Ello irá acompañado de una profundización del trabajo analítico en el ámbito macroeconómico y financiero que se irá reflejando en ambos informes. Esto

involucrará el desarrollo de una nueva etapa de la agenda de modelación económica, la aplicación de bases de microdatos y el desarrollo de nuevas metodologías para la identificación de riesgos financieros.

Complementariamente, el Banco intensificará su diálogo con actores y observadores de mercados claves, de manera de fortalecer su capacidad para identificar e interpretar nuevos desarrollos que influyan sobre el comportamiento de la economía y el sector financiero.

Este diálogo con el mundo externo, tanto actores de mercado como reguladores, también formará parte de un esfuerzo más amplio y transversal para incorporar la dimensión tecnológica en las distintas áreas de nuestro quehacer. A través de varias iniciativas concretas, incluyendo un observatorio y laboratorios tecnológicos, desarrollaremos nuestra capacidad para comprender, analizar y formular hipótesis del impacto de las tecnologías disruptivas en el modelo de negocio del Banco y de los intermediarios financieros, adoptando las tecnologías emergentes que resulten relevantes para mantener la calidad y disponibilidad de los servicios prestados por el Banco.

También aspiramos a perfeccionar oportunamente el marco regulatorio para avanzar en aquellos ámbitos que representen una oportunidad para fortalecer el sistema financiero y mitigar riesgos en caso que algunas de esas tecnologías se masifiquen en la industria financiera.

El plan estratégico 2018-2022 también contempla diversas iniciativas para fortalecer la inserción del Banco en su entorno económico e institucional. Entre estas se cuentan esfuerzos en materia de simplificación regulatoria, de sustentabilidad ambiental y financiera, de transparencia activa y de educación financiera. Con ello apuntamos a reflejar que el Banco Central de Chile, aun siendo una institución autónoma de carácter esencialmente técnico, se reconoce como parte de la sociedad en la que debe liderar con su propio ejemplo como organización.

Como hemos dicho en otras oportunidades, con este Plan Estratégico no se busca reinventar el Banco ni desconocer sus grandes logros, sino reconocer que el prestigio ganado siempre está expuesto a nuevos desafíos y exigencias y que debe conquistarse cada día. Del mismo modo, este no es un plan exhaustivo ni una lista de los únicos temas relevantes para la Institución, sino un conjunto selecto de acciones que son necesarias para alcanzar los resultados esperados en los cinco focos señalados más arriba.

Este plan representa un compromiso que incluye a todos los que integramos el Banco Central de Chile, para enriquecer nuestro principal activo como institución pública: la confianza. La confianza es un espejo contra el cual se nos puede evaluar con los ojos del resto del país. Esa confianza, más que las normas y las leyes es, precisamente, lo que sostiene la legitimidad y la autonomía de nuestra Institución.

De esta manera, el nuevo Congreso y Gobierno que asumirán sus respectivas funciones en marzo próximo, encontrarán un Banco Central que, utilizando las competencias y mecanismos que le otorga su Ley Orgánica, habrá actualizado su agenda corporativa y

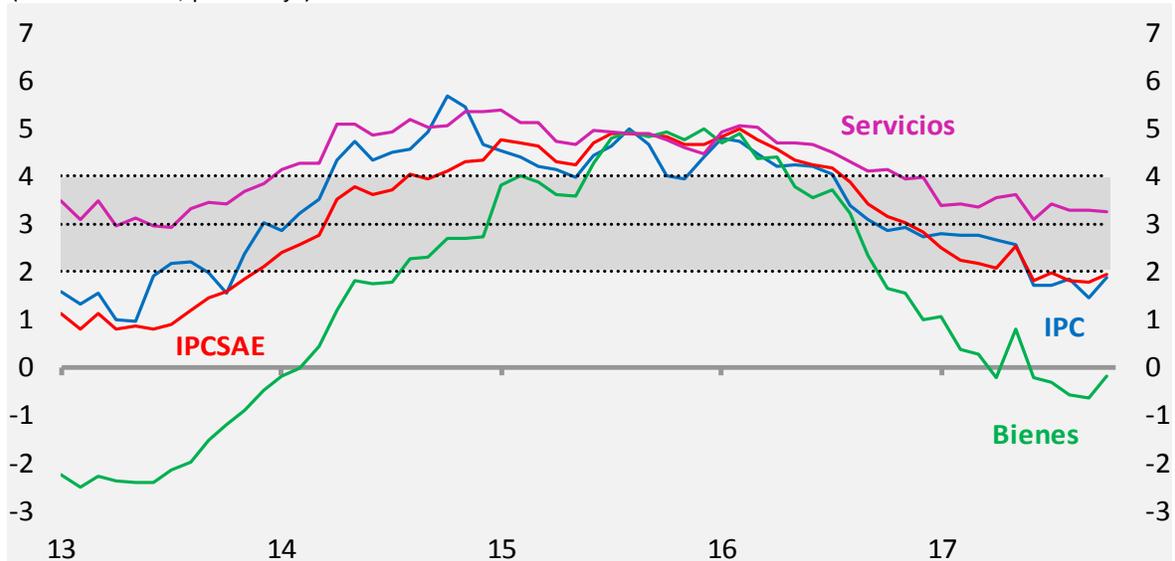
seguirá siendo un actor institucional clave para generar las condiciones de estabilidad macroeconómica sobre las que se apoya el progreso del país.

Muchas gracias

Gráfico 1

Indicadores de inflación (*)

(variación anual, porcentaje)



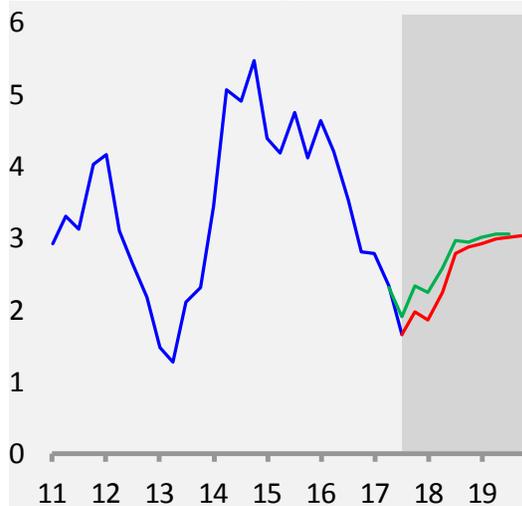
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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

Gráfico 2

Inflación IPC (*)

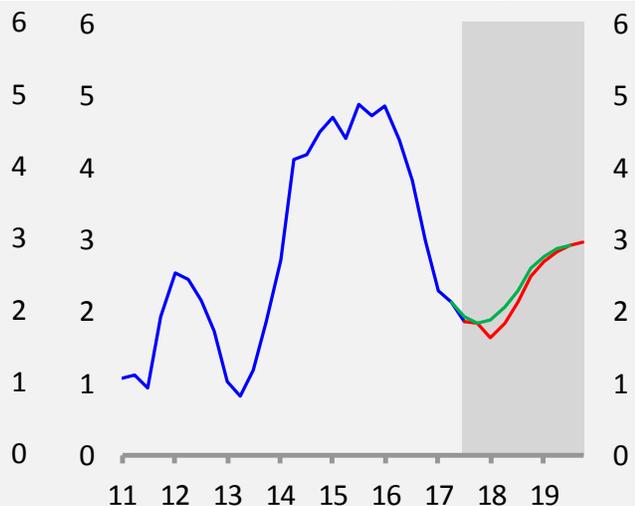
(variación anual, porcentaje)



— IPoM Dic.17

Inflación IPCSAE (*)

(variación anual, porcentaje)

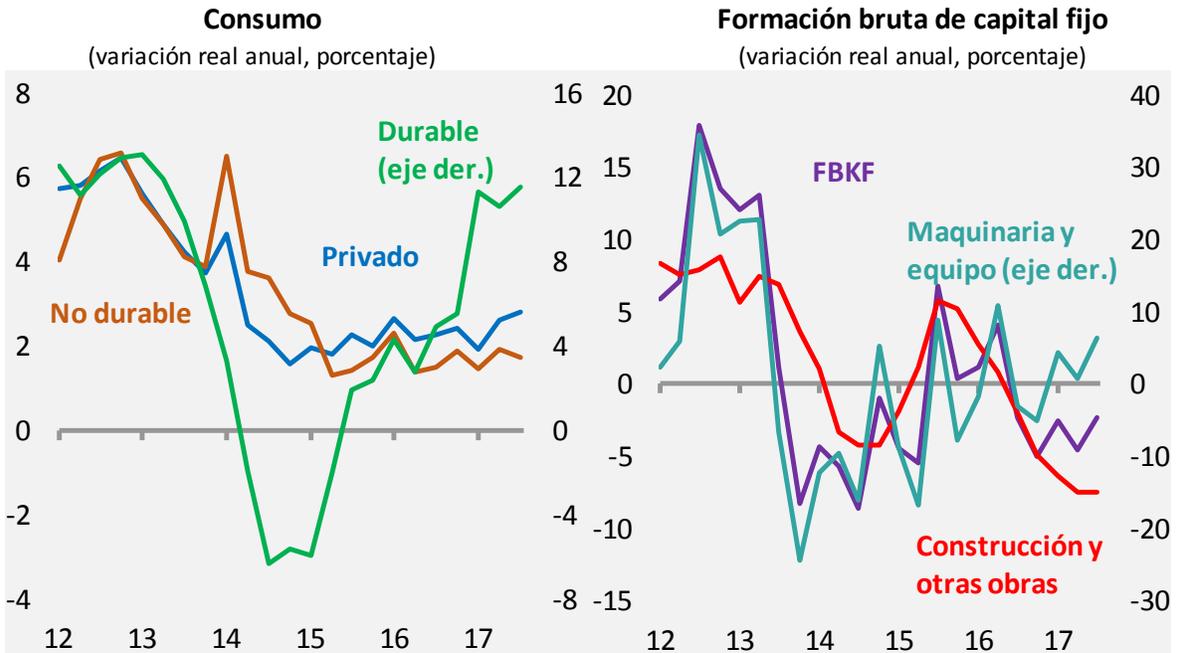


— IPoM Sep.17

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

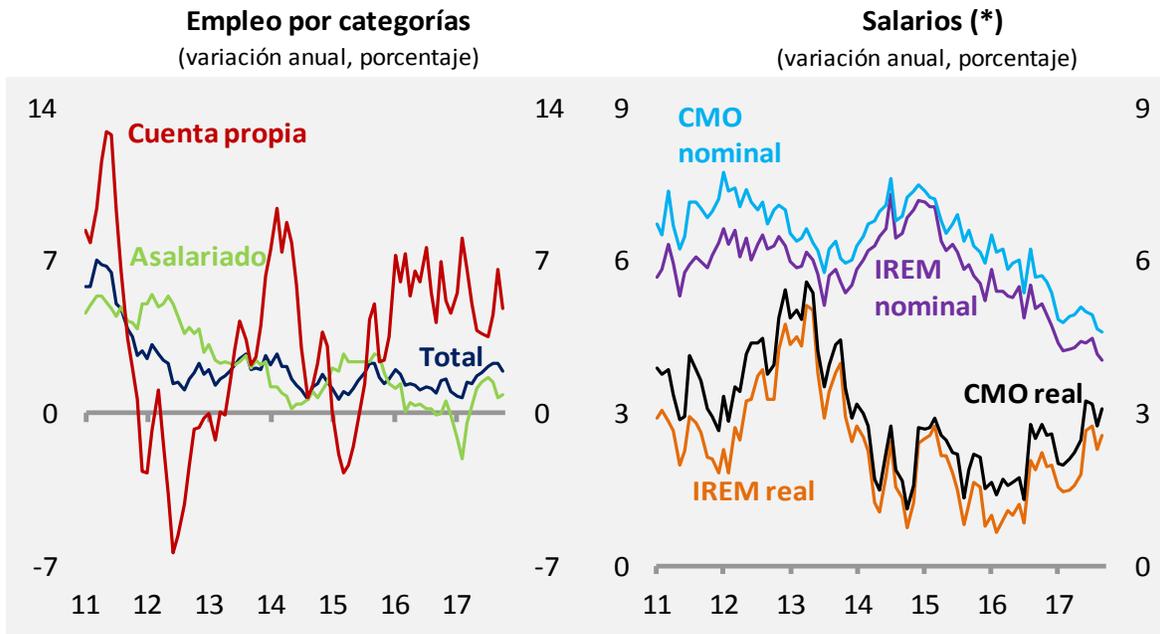
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 3



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4

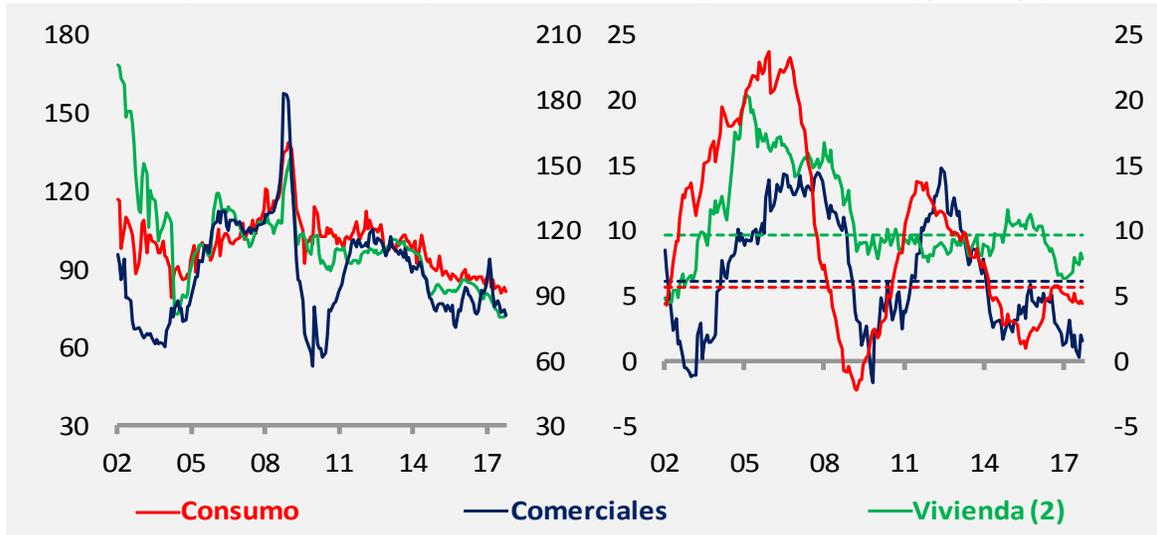


(*) Serie empalmada con año base 2016=100.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 5

Tasas de interés de las colocaciones (1)
(índice 2002-2017=100)

Crecimiento del crédito (3)
(variación real anual, porcentaje)



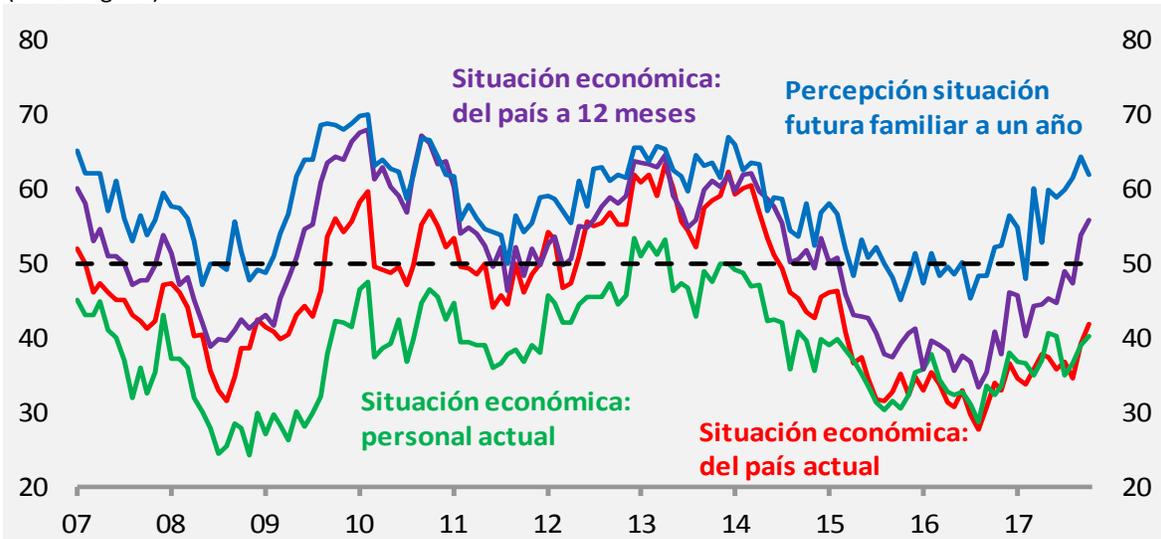
(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF. (3) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de los últimos 10 años de cada serie.

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

Gráfico 6

Expectativas de los consumidores: IPEC (*)

(serie original)



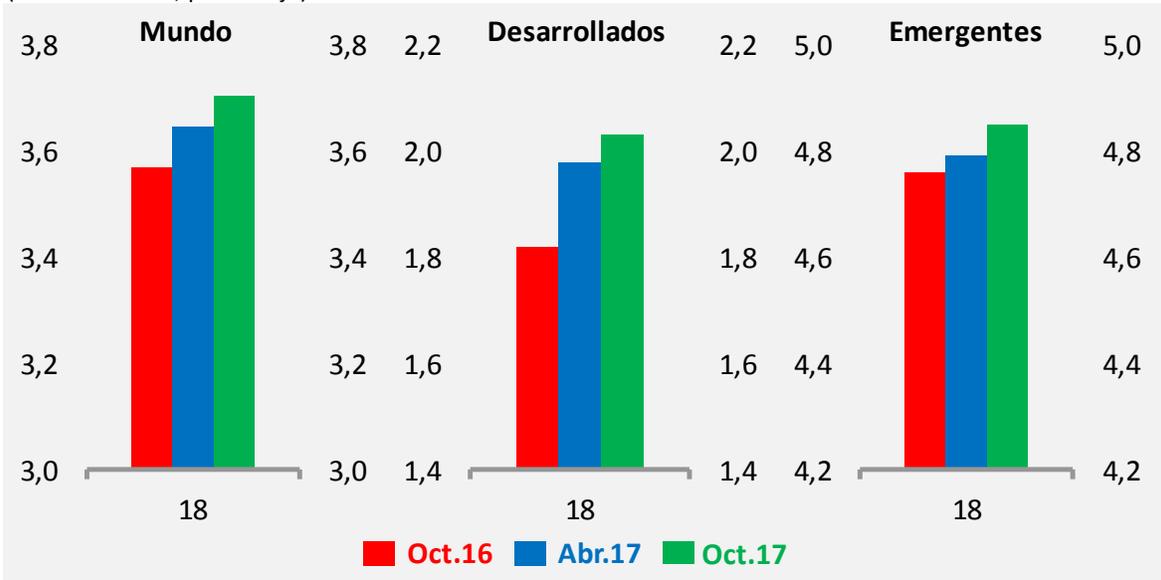
(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark.

Gráfico 7

Evolución perspectivas de crecimiento 2018

(variación anual, porcentaje)

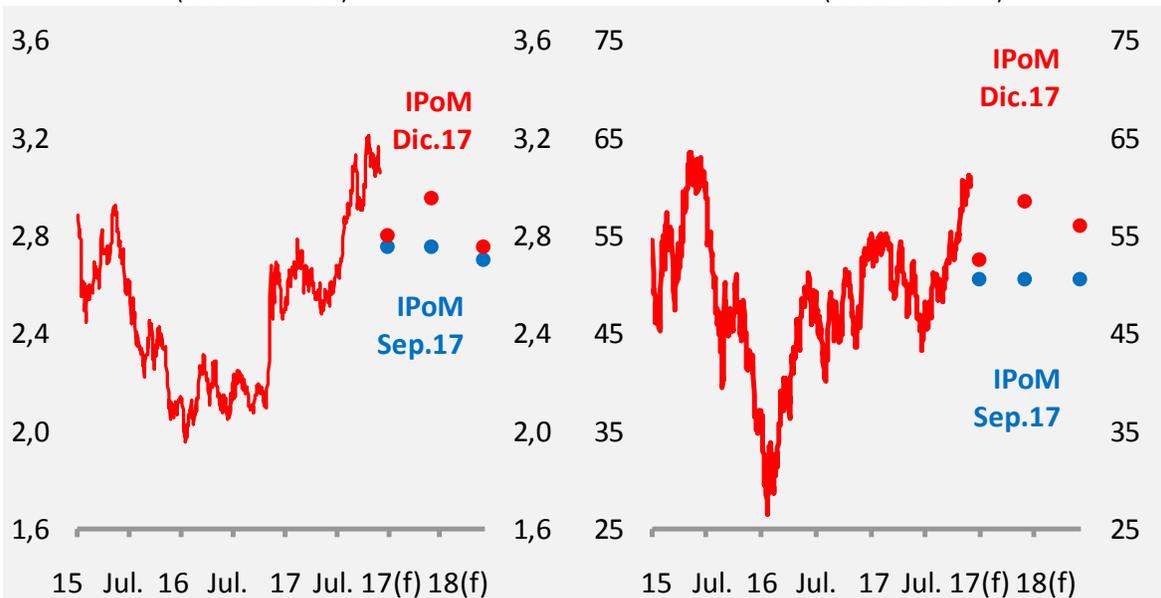


Fuente: Fondo Monetario Internacional, WEO octubre 2017.

Gráfico 8

Precio del cobre (1)
(dólares la libra)

Precio del petróleo (1) (2)
(dólares el barril)



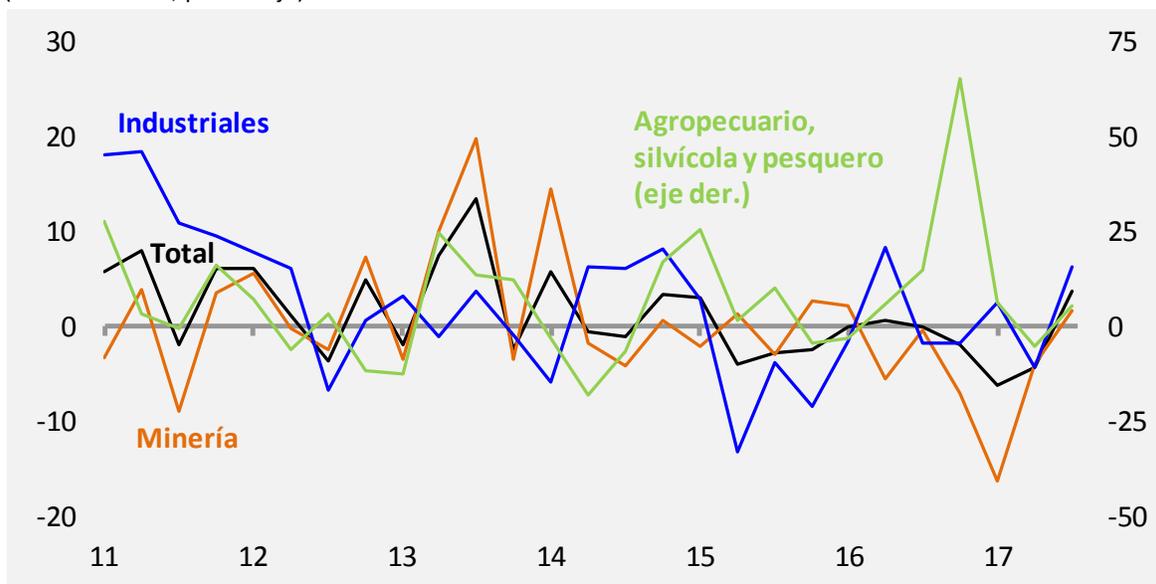
(1) Puntos corresponden a la proyección para el precio del petróleo y el cobre para el 2017, 2018 y 2019, respectivamente. (2) Promedio simple entre barril de petróleo Brent y WTI.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Cochilco.

Gráfico 9

Volumen de exportaciones de bienes

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 1

Escenario interno

(variación anual, porcentaje)

	2016	2017 (f)		2018 (f)	
		IPoM Sep.17	IPoM Dic.17	IPoM Sep.17	IPoM Dic.17
PIB	1,6	1,25-1,75	1,4	2,5-3,5	2,5-3,5
Demanda interna	1,1	2,6	3,1	3,9	3,7
Demanda interna (sin var. de existencias)	2,0	1,7	1,6	2,9	3,0
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-1,6	-2,5	3,2	3,1
Consumo total	2,8	2,7	2,9	2,8	3,0
Exportaciones de bienes y servicios	-0,1	0,1	0,0	4,5	4,5
Importaciones de bienes y servicios	-1,6	4,6	5,8	7,4	7,3
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,4	-1,2	-1,1	-1,8	-1,2
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,2	19,8	20,0	20,2	20,5
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,2	21,7	21,4	21,8	21,4

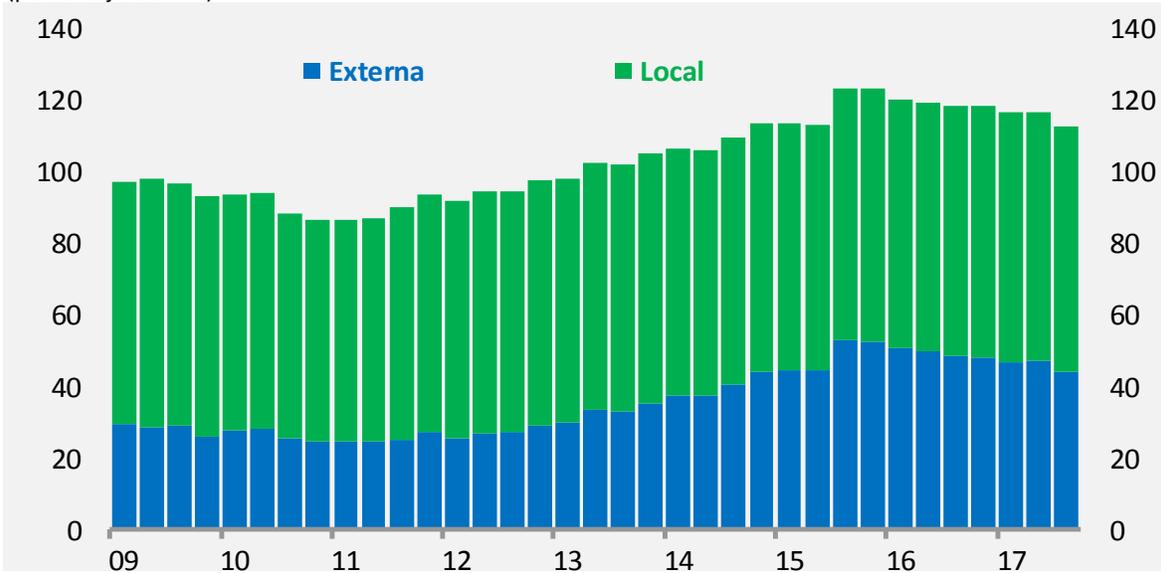
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

Deuda total de empresas (*)

(porcentaje del PIB)



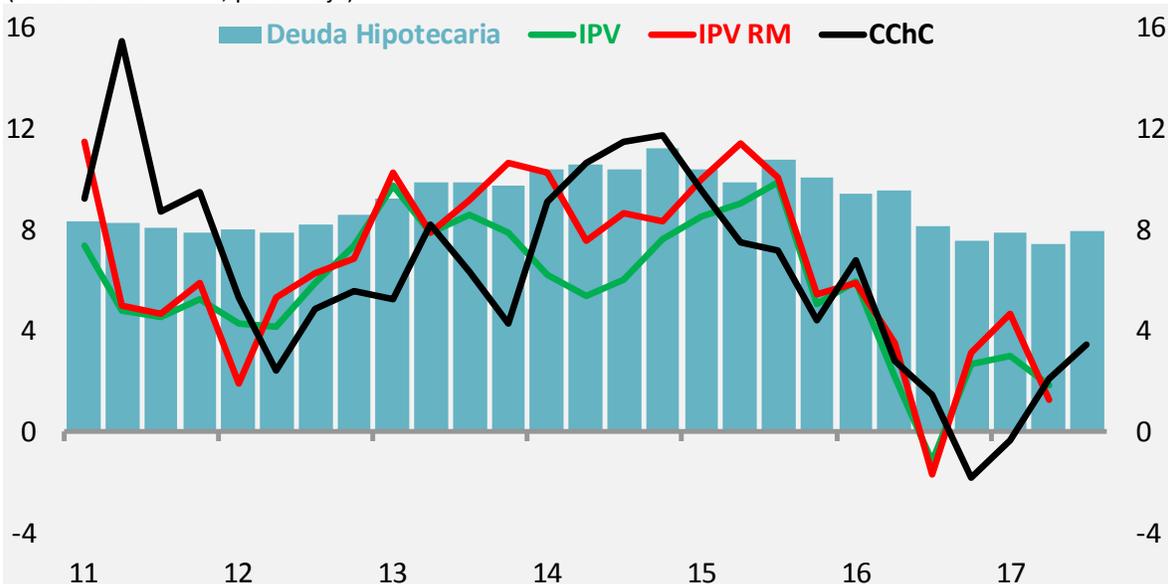
(*) Basado en información administrativa a nivel de empresas. Incluye entidades financieras no-bancarias.

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

Gráfico 11

Precios reales de viviendas y deuda hipotecaria (*)

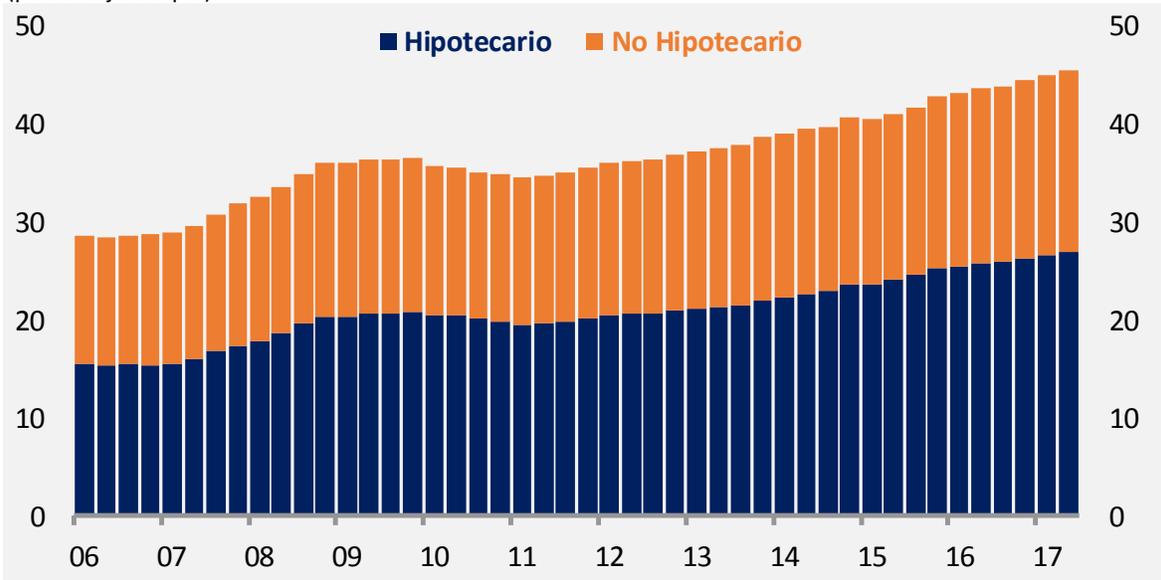
(variación real anual, porcentaje)



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

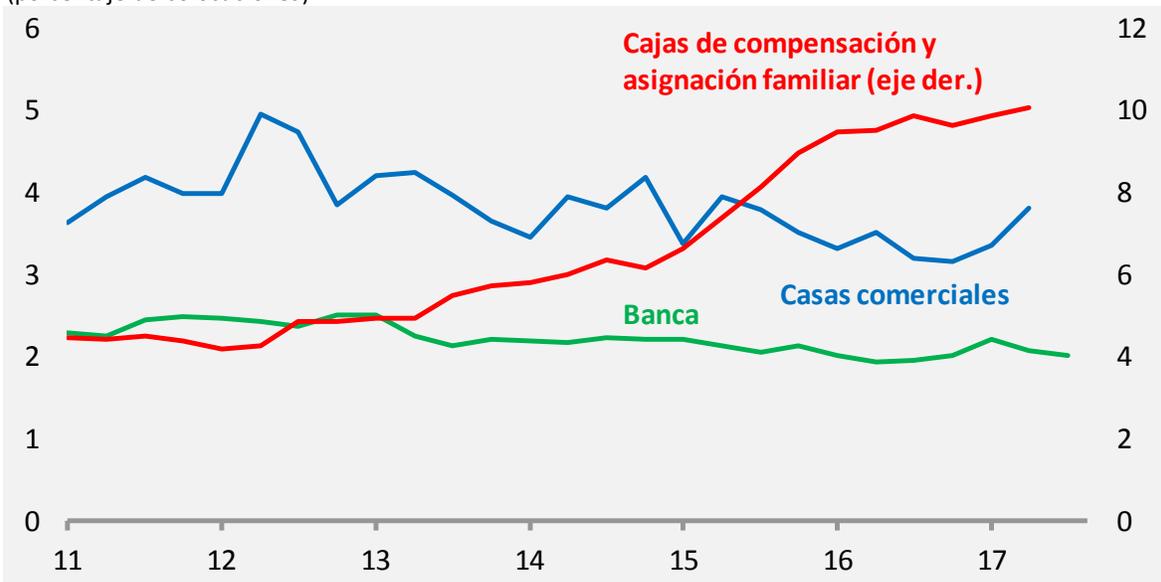
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII, CChC y SBIF.

Gráfico 12
Endeudamiento de los hogares
 (porcentaje del pib)



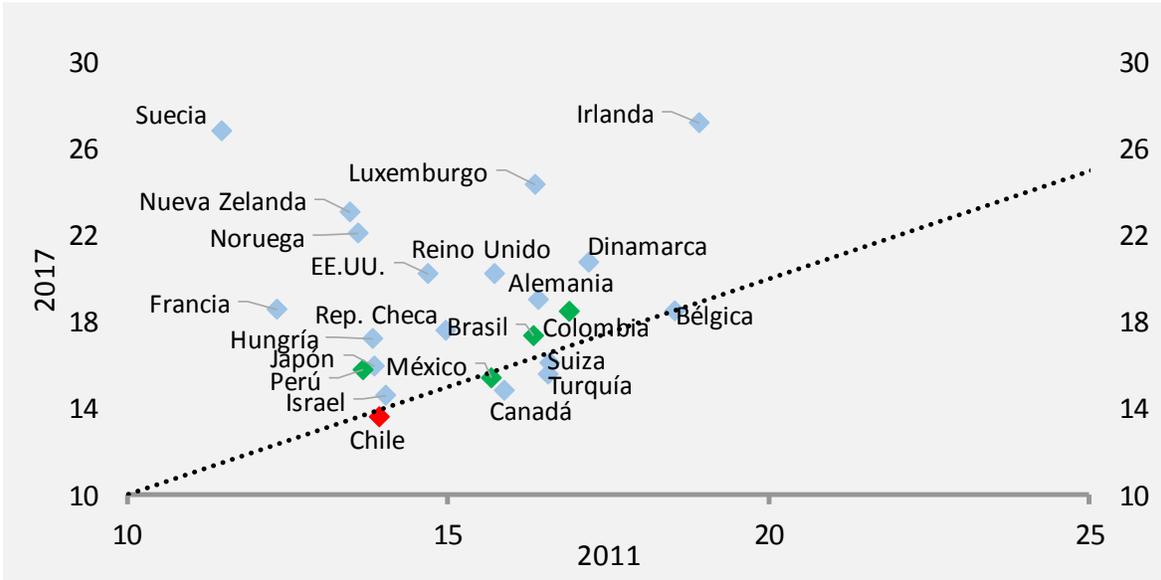
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SUSESO y SVS.

Gráfico 13
Índice de mora a 90 días
 (porcentaje de colocaciones)



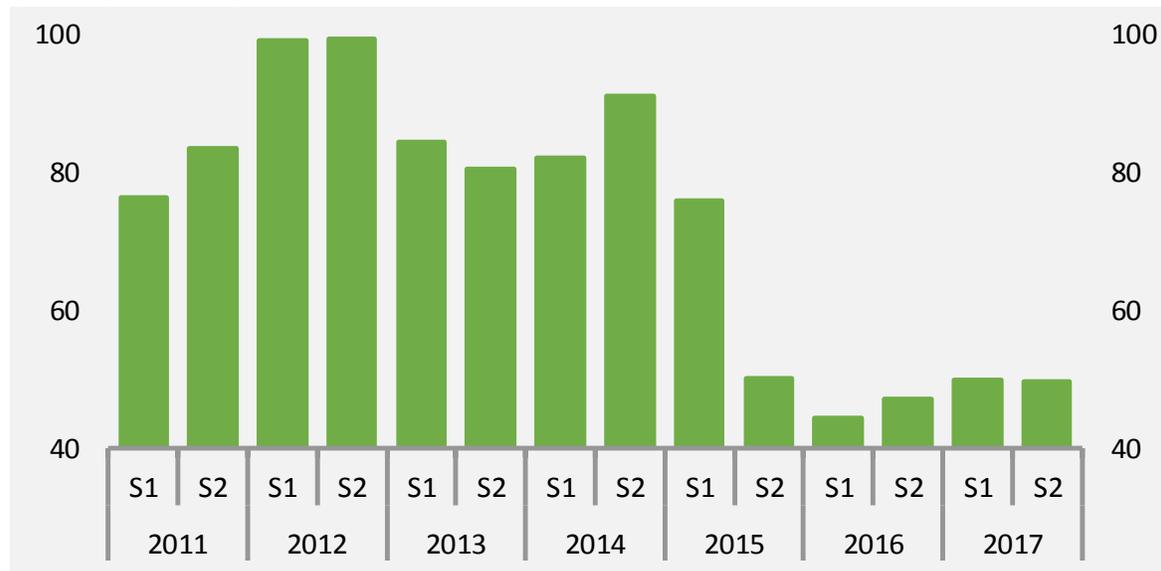
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SUSESO y SVS.

Gráfico 14
Indicador de adecuación de capital por país (*)
 (porcentaje)



(*) Línea punteada representa la línea de 45 grados. Marcadores verdes destacan países latinoamericanos.
 Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI (FSI).

Gráfico 15
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.