



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2014

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Primer Semestre 2014



# Introducción

- En los últimos meses, la actividad y la demanda interna continuaron mostrando un proceso de desaceleración.
- A la caída de la inversión, que se arrastra por algunos trimestres, se sumó un menor desempeño del consumo privado.
- La inflación ha aumentado, llegando a valores por sobre 4% anual a mayo y lo previsto en marzo, principalmente como consecuencia del traspaso a los precios finales de la depreciación del peso.
- Con todo, se estima que esta situación es transitoria, visión que también reflejan las expectativas de inflación de mercado a mediano plazo que se han mantenido en torno a 3,0%.
- El escenario externo no muestra cambios significativos. La volatilidad de los mercados financieros internacionales ha disminuido.
- En este contexto, el Consejo mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4% en los últimos meses y ha comunicado que evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.

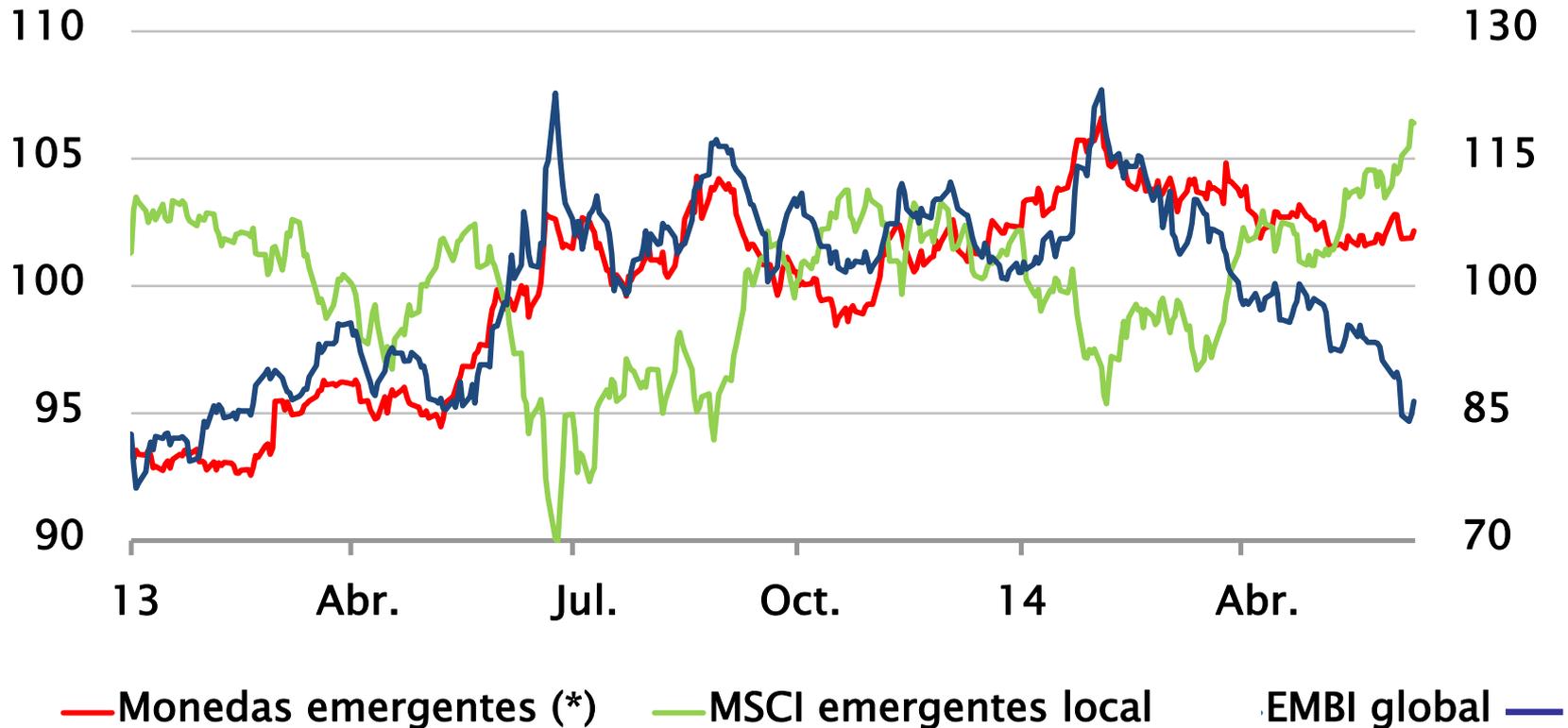


# Escenario internacional



Los mercados financieros han mostrado una mayor calma. Ello se reflejó en las mejoras en las bolsas, en una baja de los premios por riesgo soberano y las tasas largas, y una apreciación de las monedas emergentes.

**Mercados financieros emergentes**  
(índice promedio 01/01/2013 - 11/06/2014 = 100)



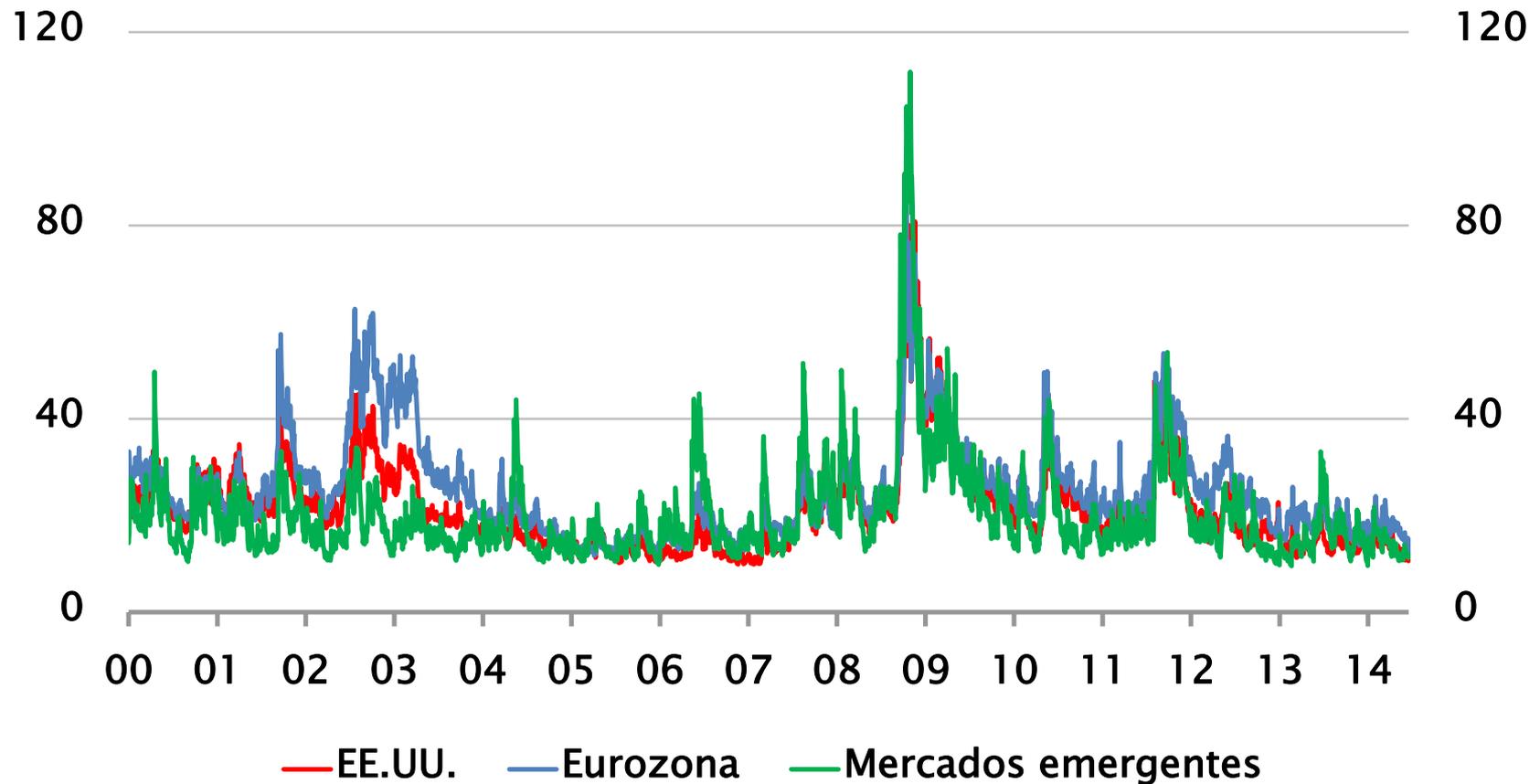
(\*) Aumento indica una depreciación respecto del dólar estadounidense. Índice construido en base a un promedio ponderado de Brasil, México, Colombia, Rep. Corea, Filipinas, Sudáfrica, Rep. Checa, Turquía, Israel y Polonia. Ponderadores WEO abril 2014.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.



La volatilidad se ha reducido, reflejo de la mayor calma en los mercados financieros internacionales. En lo principal, debido a que la Fed ha continuado el retiro del estímulo monetario no convencional de acuerdo con lo esperado por el mercado.

### Volatilidad de mercados bursátiles (\*) (porcentaje)



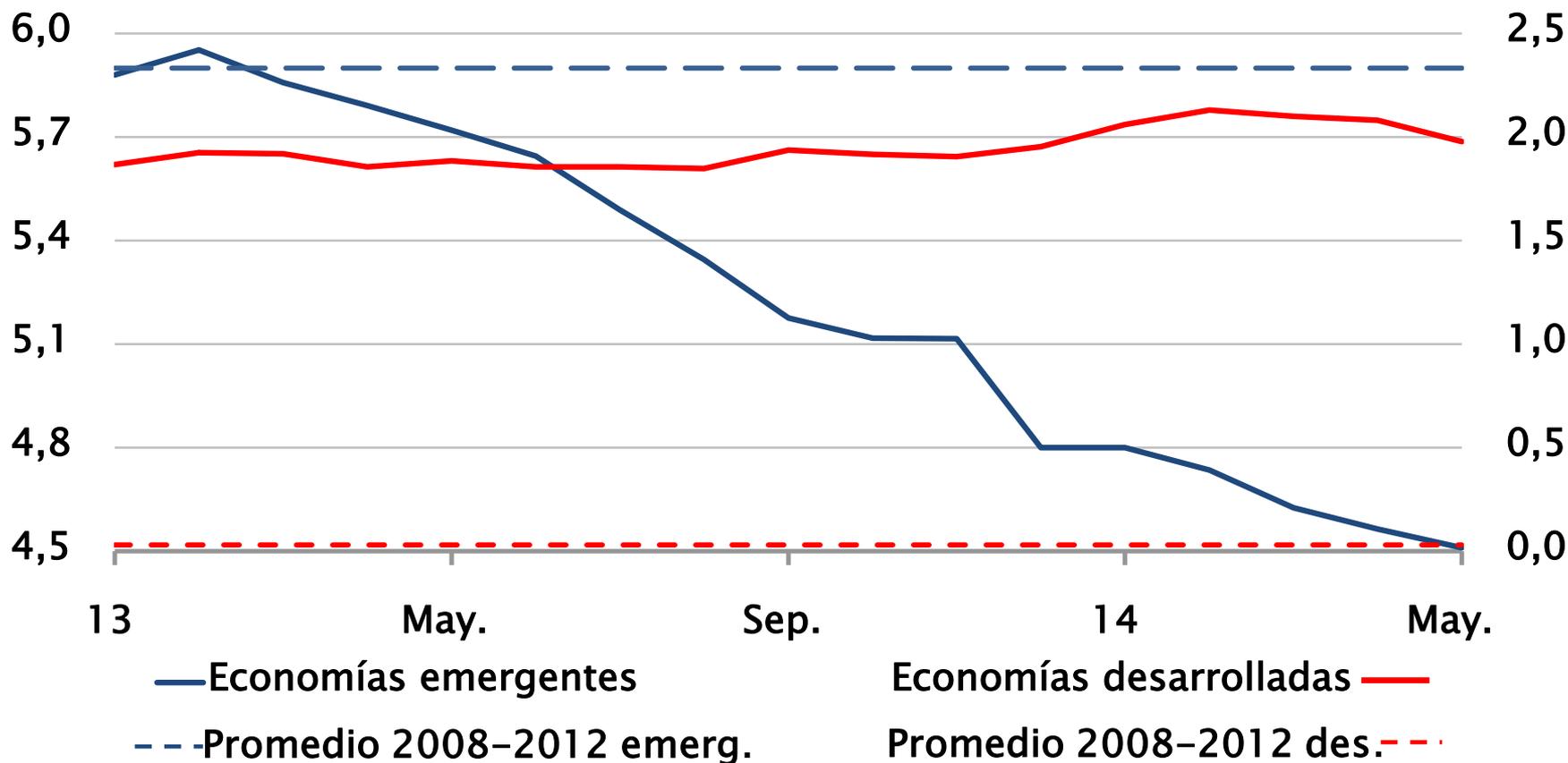
(\*) Estados Unidos corresponde al VIX y Eurozona al Vstox. Para emergentes se considera una estimación de la volatilidad histórica del índice MSCI denominado en dólares.

Fuentes: Bloomberg.



Se ha afianzado un panorama de recuperación gradual, pero sostenida del mundo desarrollado y una desaceleración del emergente.

Evolución de las proyecciones de crecimiento para 2014 (\*)  
(variación anual, porcentaje)

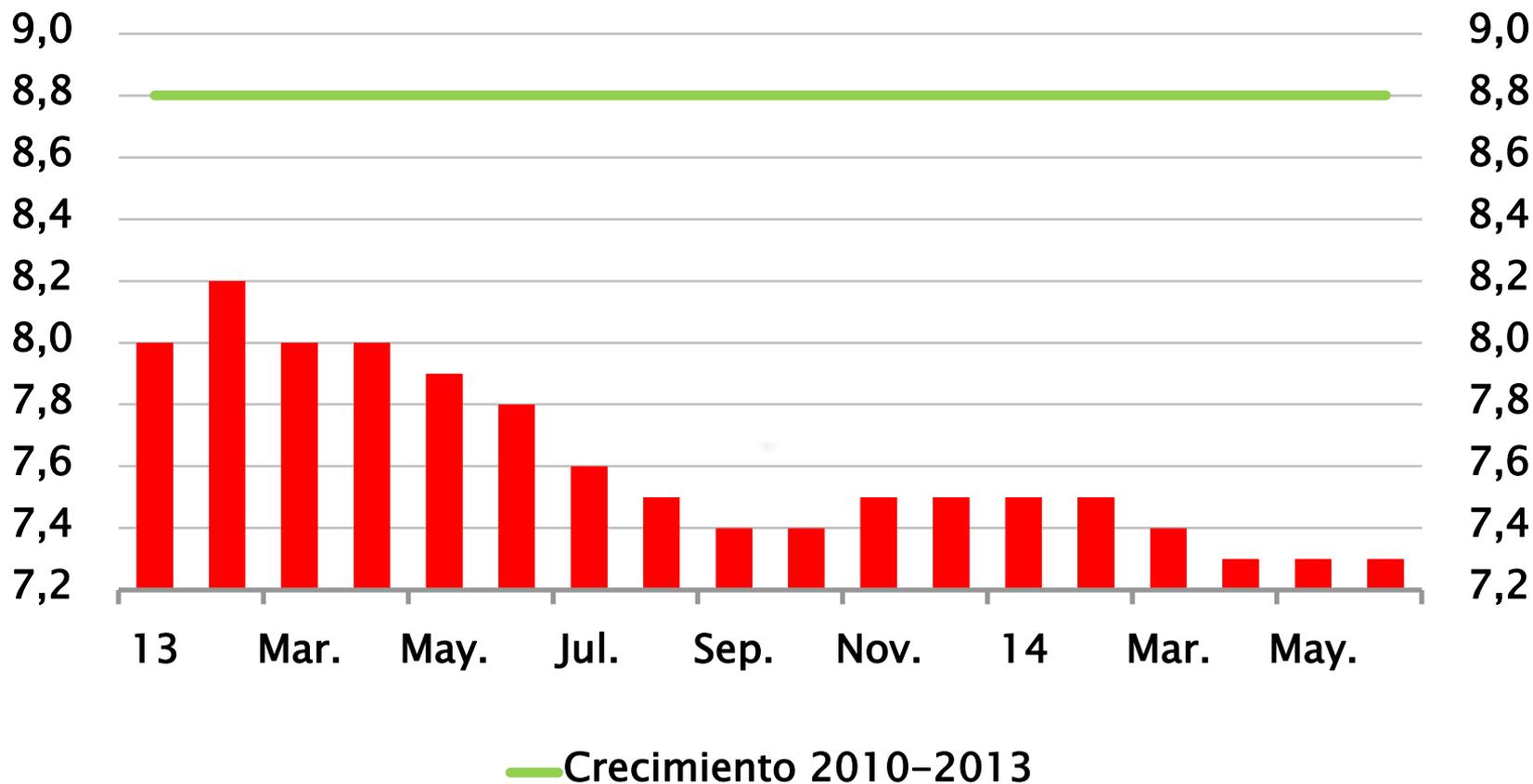


(\*) Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI).  
Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.



En el mundo emergente la principal incertidumbre sigue siendo el desempeño de China y su sistema financiero. El crecimiento previsto para el 2014 es menor al de años anteriores, pero en los últimos meses al menos ha dejado de corregirse a la baja para este año.

Evolución de la proyección de crecimiento 2014 para China  
(porcentaje)

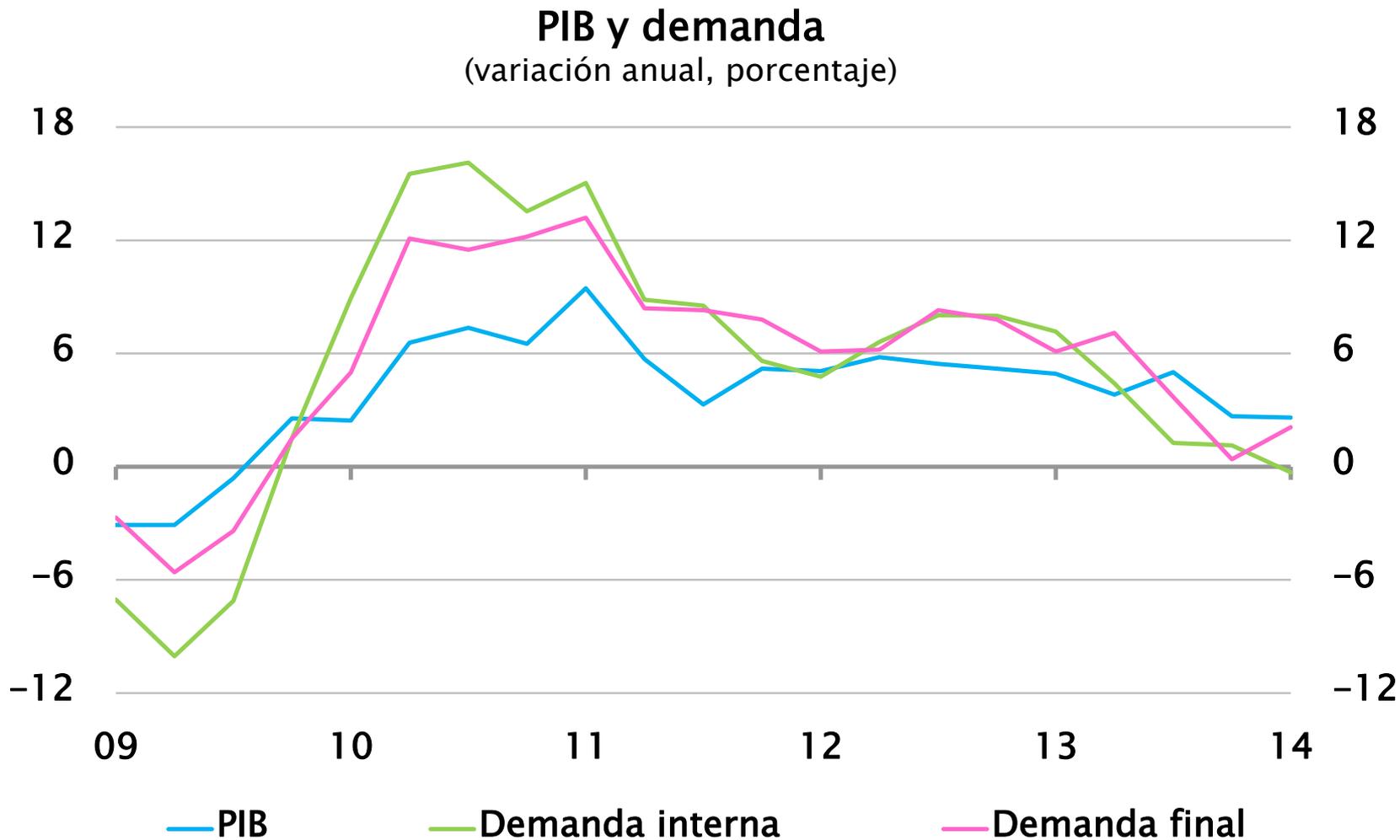




# Escenario interno

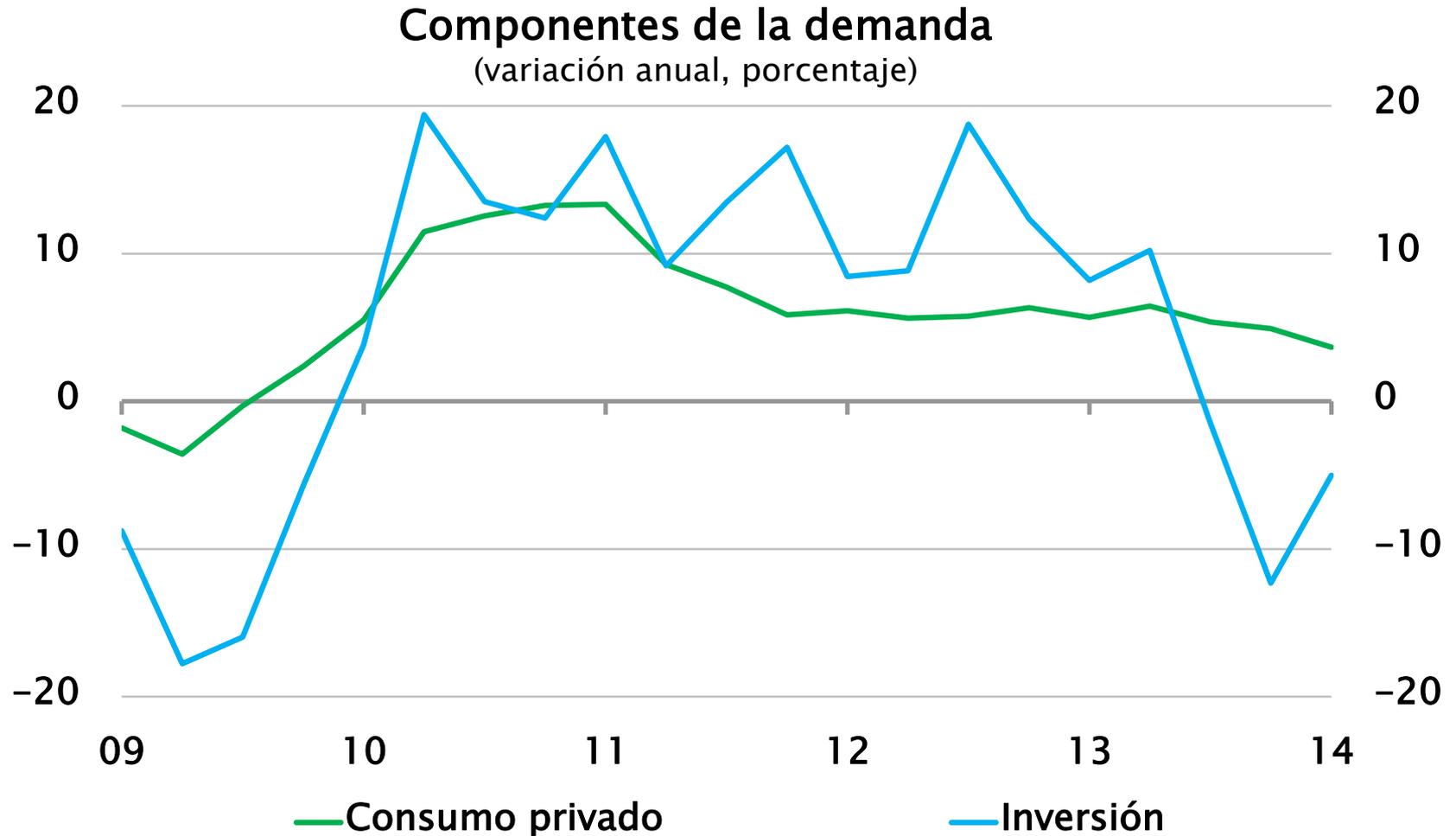


La actividad creció 2,6% anual el primer trimestre del año. Descontadas las existencias, el crecimiento anual de la demanda interna repuntó respecto de fines de 2013, principalmente por una menor caída de la inversión.



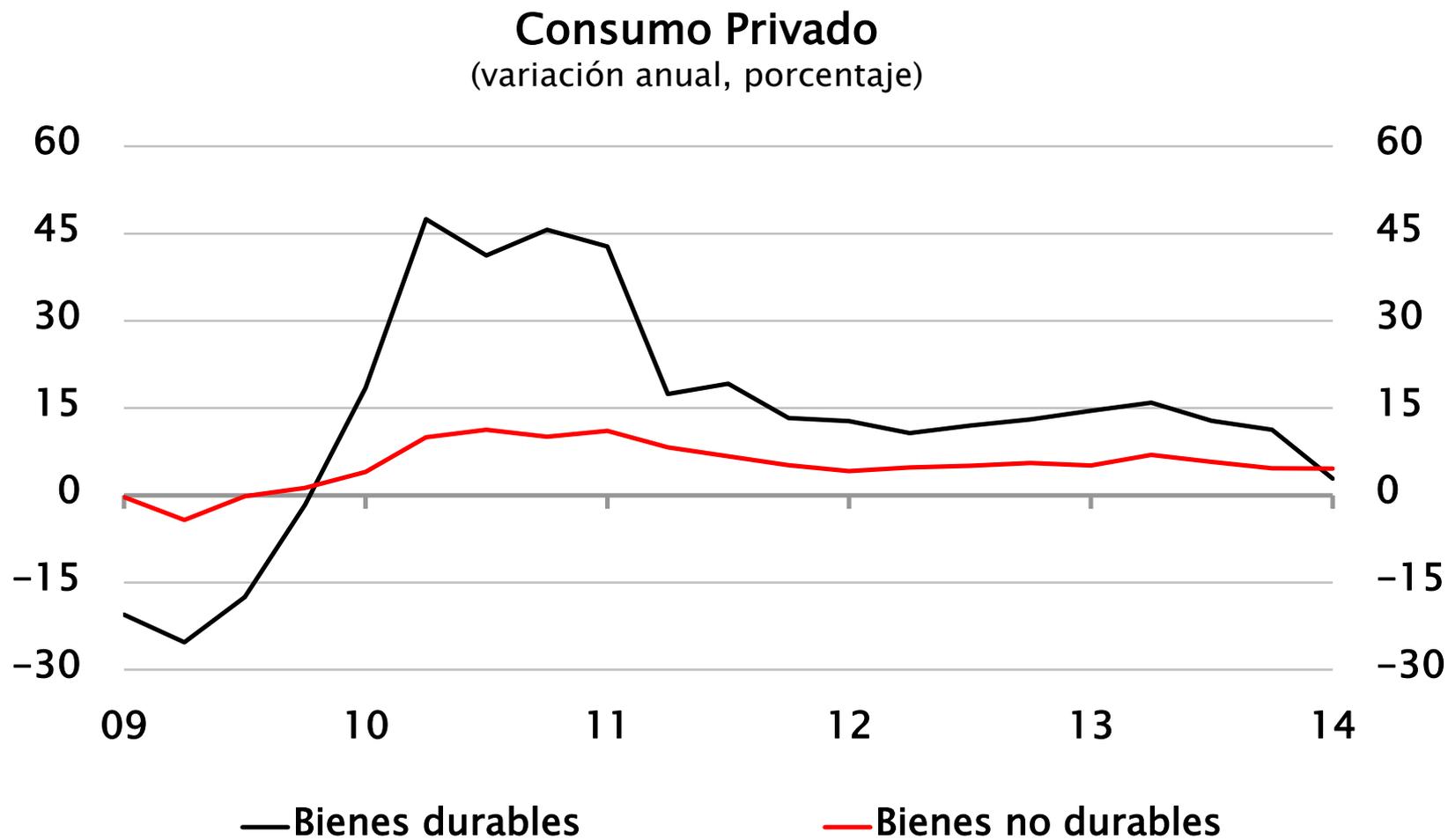


Sin embargo, el desempeño del gasto interno sigue siendo débil. La inversión acumula tres trimestres con tasas de variación anual negativas, y se ha sumado una desaceleración mayor a la prevista del consumo privado.



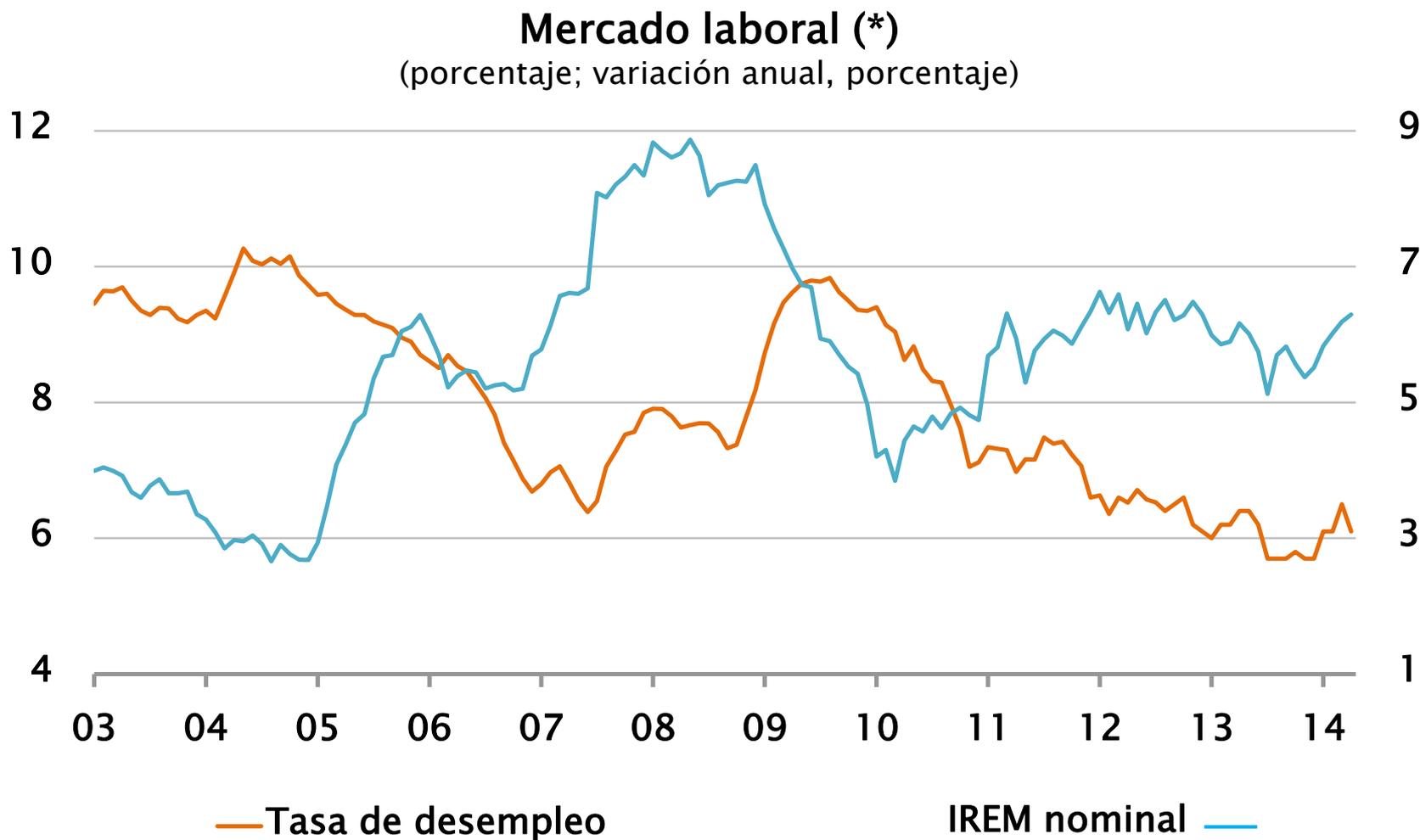


En el consumo privado, destaca la desaceleración de su componente durable.





Esto en un contexto en que la tasa de la tasa de desempleo sigue en niveles históricamente bajos. Los salarios nominales mostraron una aceleración, aunque en términos reales se han moderado.



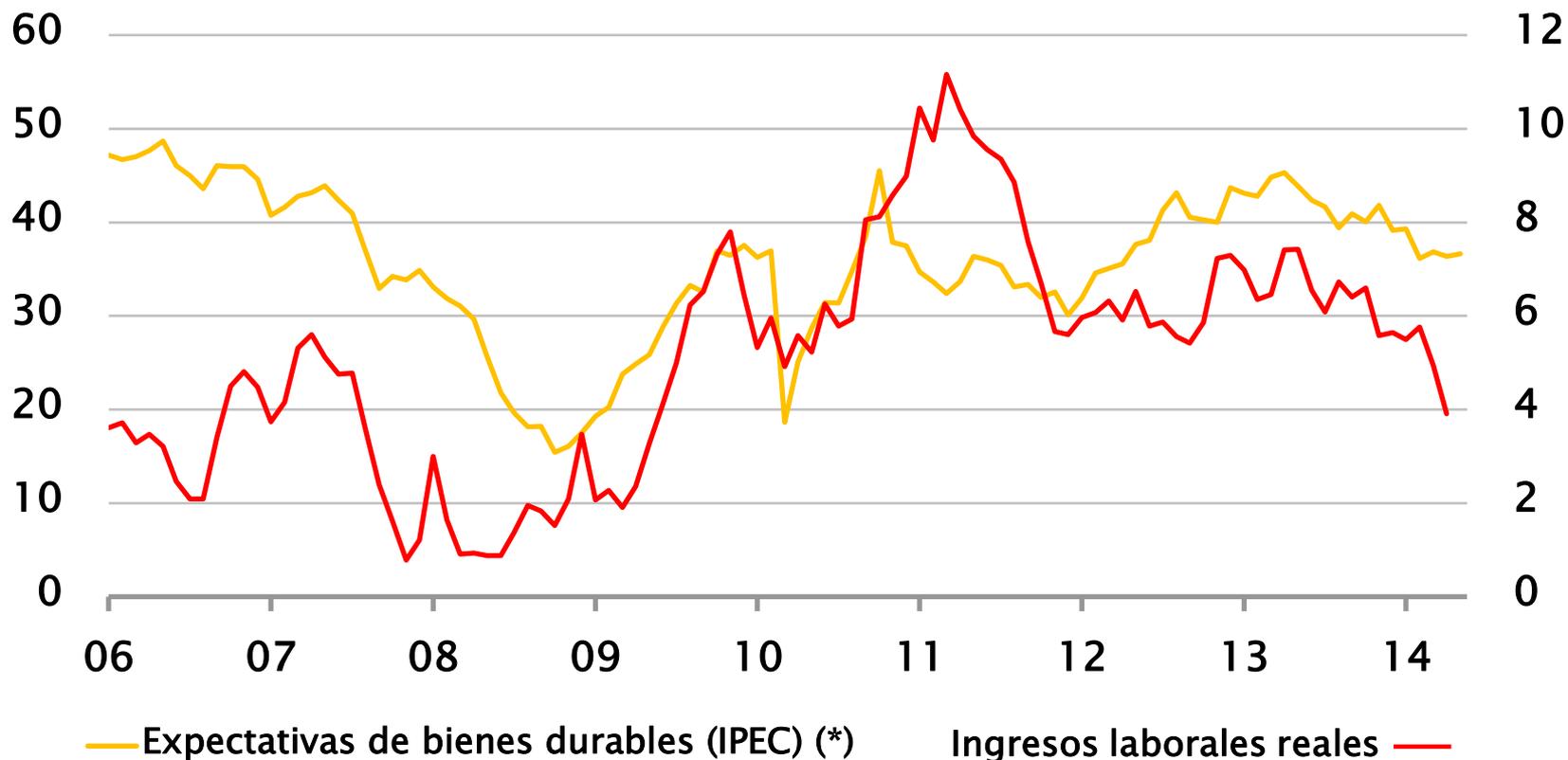
(\*) Series originales empalmadas manteniendo las variaciones históricas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



Así, el crecimiento de los ingresos laborales reales ha descendido, Lo mismo que las expectativas de los consumidores.

### Determinantes del consumo (índice; variación anual, porcentaje)



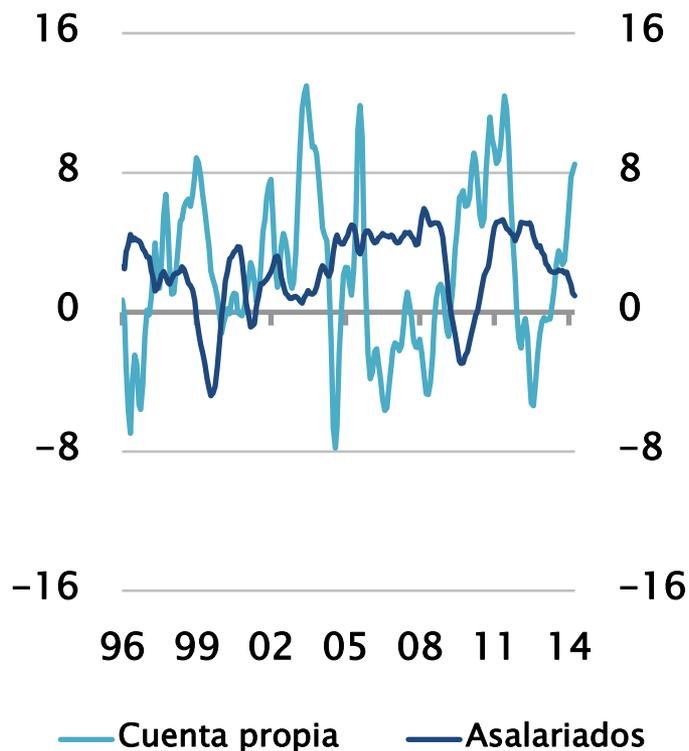
(\*) Serie desestacionalizada.

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

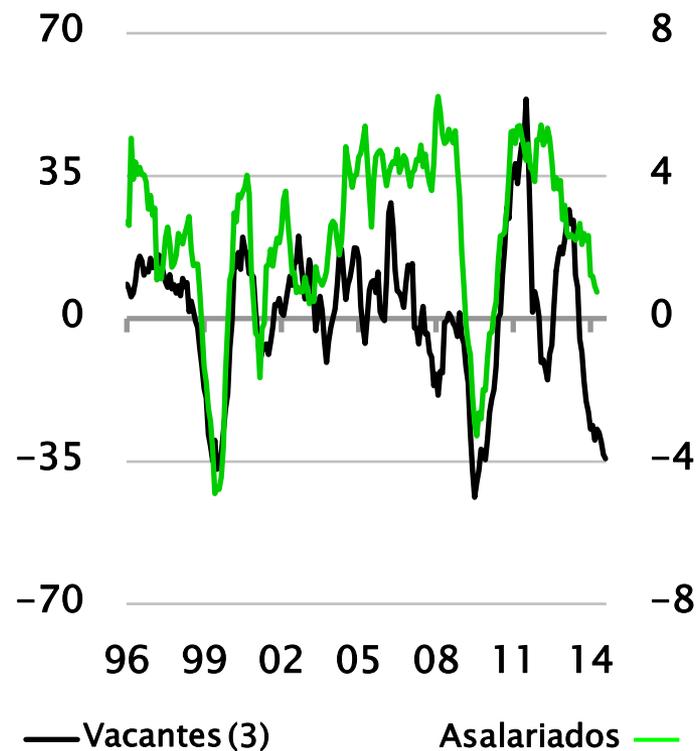


# El crecimiento anual de la ocupación asalariada ha descendido y ha aumentado el del empleo por cuenta propia. Se agrega una reducción en el crecimiento de las vacantes laborales.

### Empleo por categoría ocupacional (1) (2) (variación anual, porcentaje)



### Vacantes y empleo asalariado (1) (variación anual, porcentaje)



(1) Series empalmadas manteniendo las variaciones mensuales históricas.

(2) Promedio móvil trimestral.

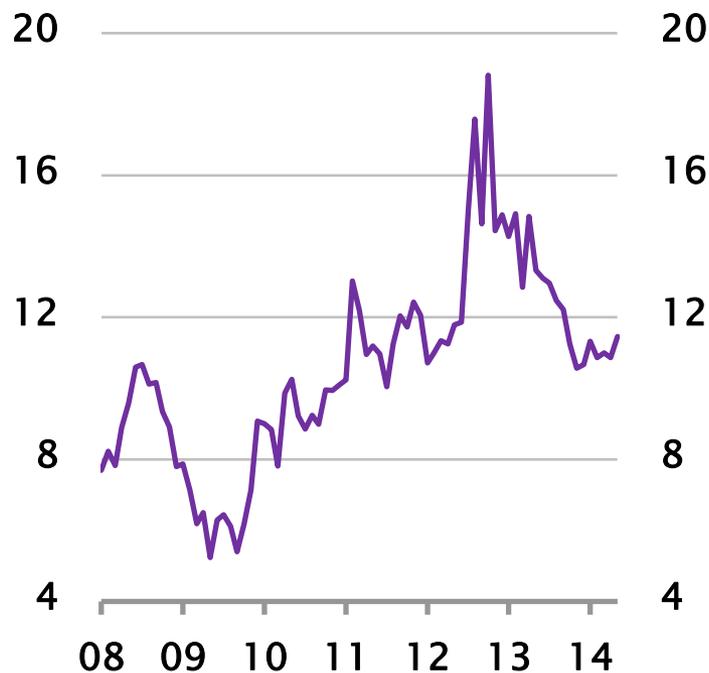
(3) Promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada. Adelantada en cuatro meses.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

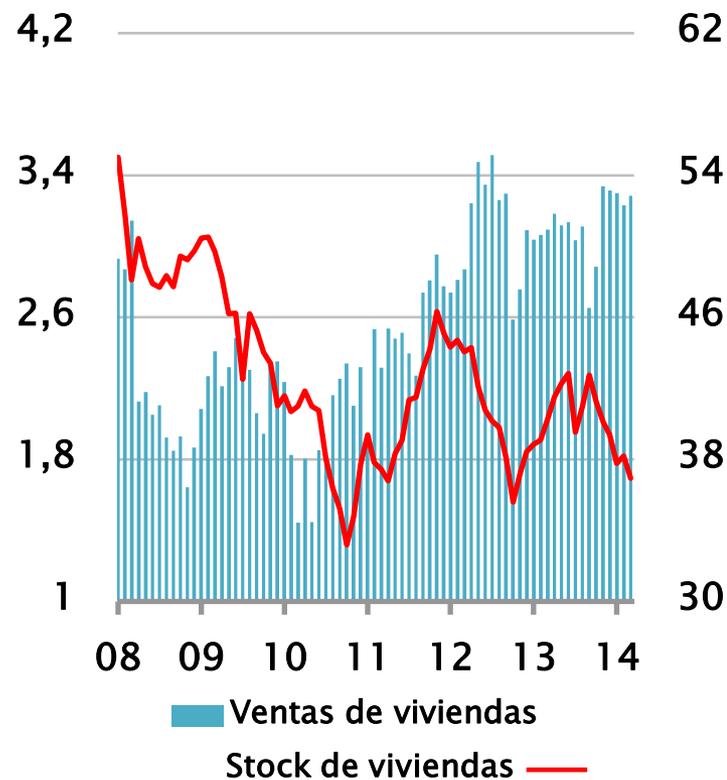


En la inversión, se observa una detención de la caída de las importaciones de bienes de capital. Por el lado de la construcción, las ventas de vivienda continúan en niveles elevados.

Importaciones de bienes de capital (1)  
(cientos de millones de dólares)



Sector inmobiliario (1) (2)  
(miles de unidades)



(1) Series desestacionalizadas.

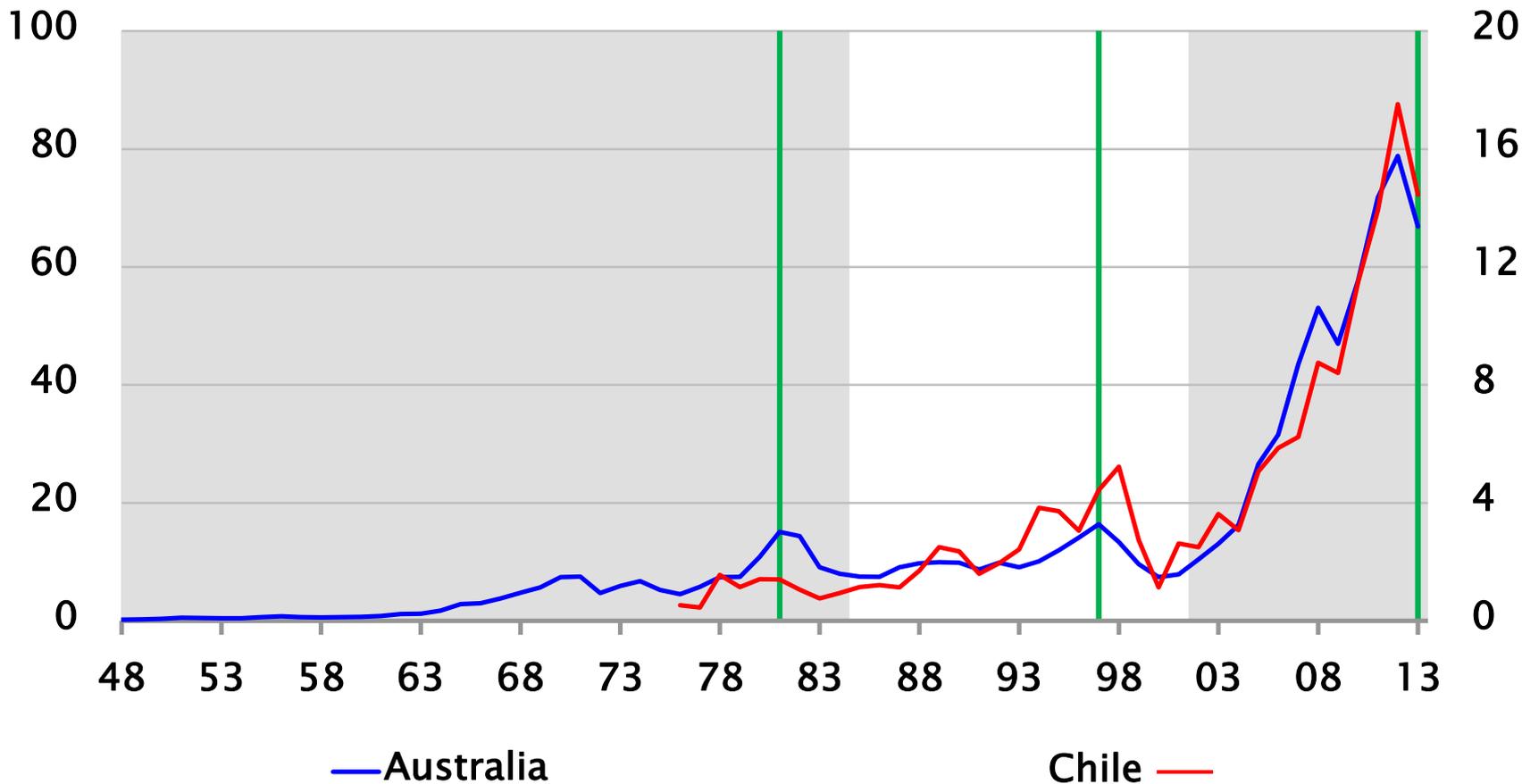
(2) Gran Santiago.

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



El menor dinamismo de la inversión en los últimos trimestres es coherente con la maduración del significativo ciclo de inversión en la minería, algo que también se ha observado en otras economías que poseen un sector minero relevante.

Inversión en minería (1) (2)  
(billones de dólares del 2013)



(1) Las áreas grises y la blanca representan los ciclos de inversión minera total.

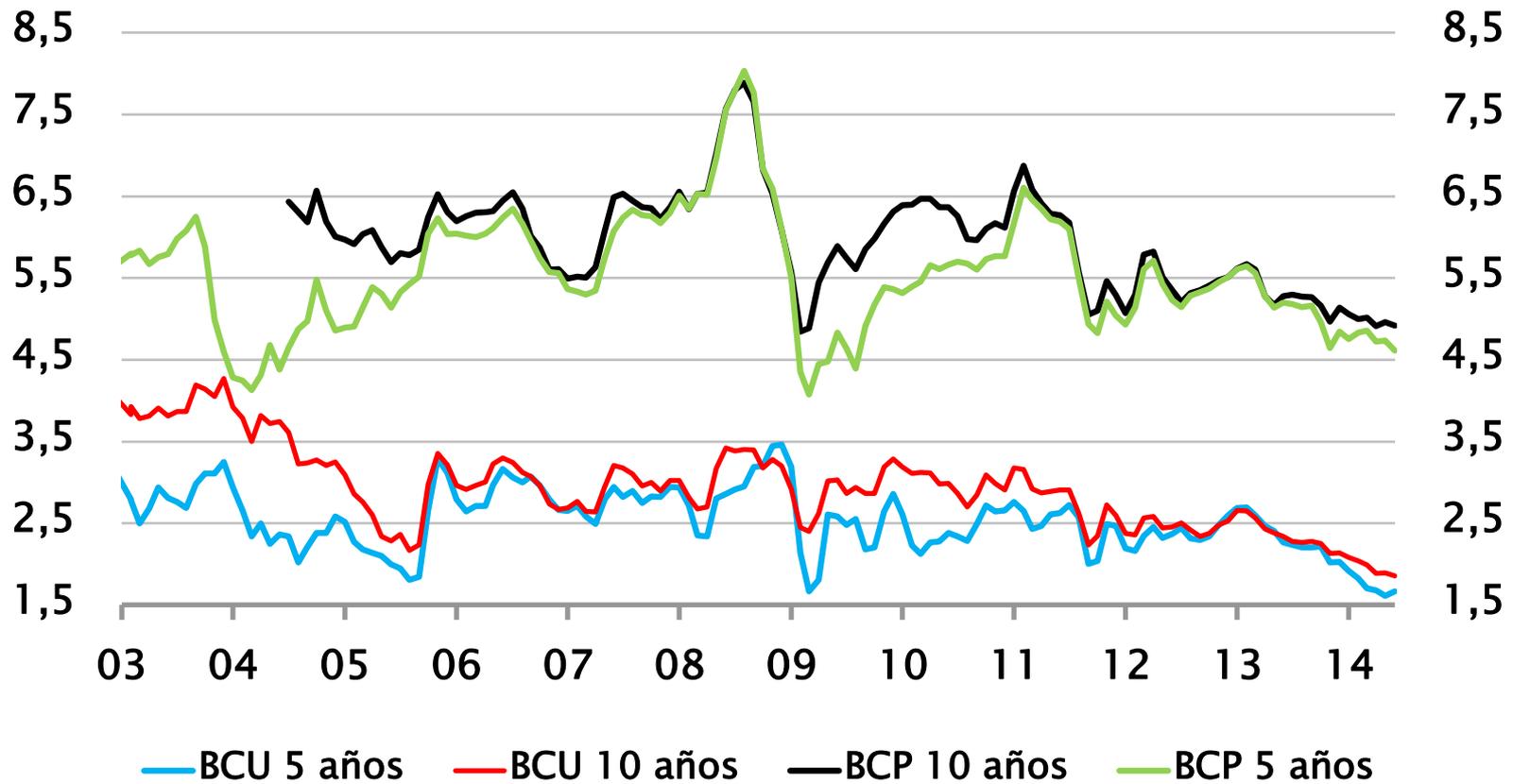
(2) Las líneas de color verde representan los máximos locales de cada ciclo.

Fuentes: Bancos centrales de cada país y Unstats.



Todo ello, en un contexto en que las tasas de interés de largo plazo están en niveles que son los menores en una década, reduciendo el costo de financiamiento.

Tasa de interés de los documentos del Banco Central de Chile (\*)  
(porcentaje)

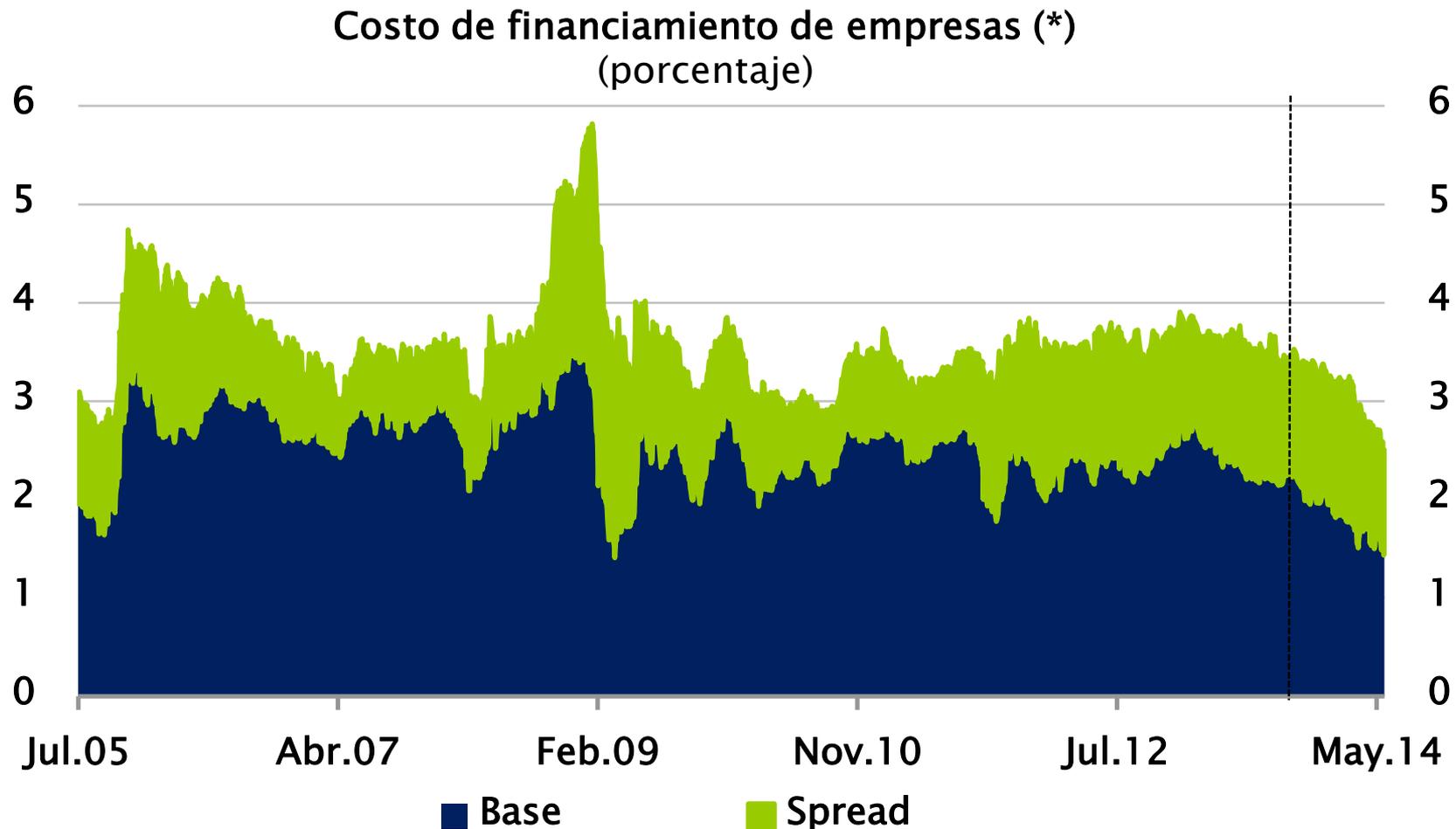


(\*) Promedios mensuales.

Fuente: Banco Central de Chile.



En el mercado corporativo nacional las menores primas por riesgo exigidas también han contribuido a la mejora en las condiciones de financiamiento.



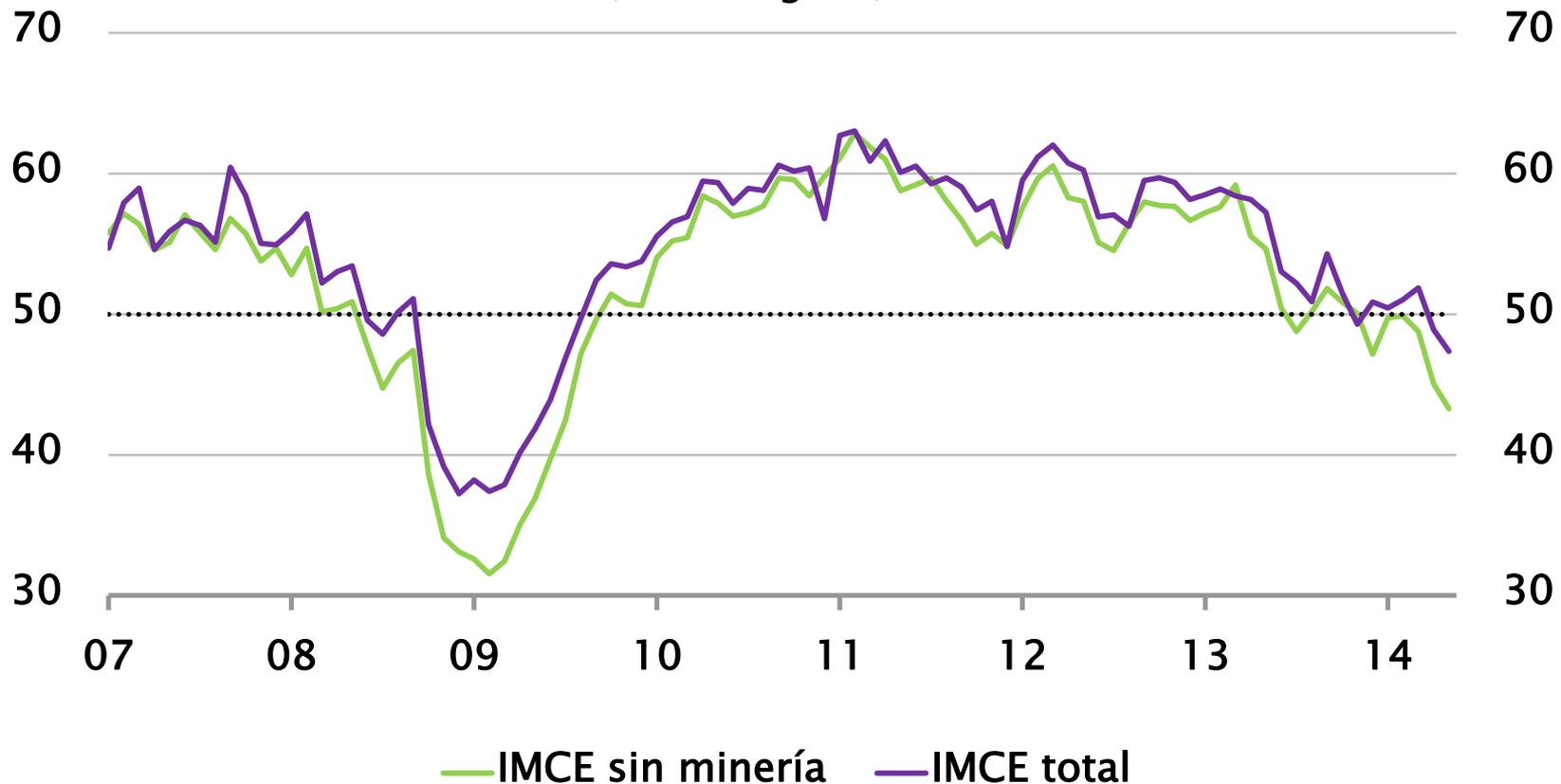
(\*) Considera bonos en UF de empresas privadas AA y con duración alrededor de 5 años. Línea vertical punteada corresponde el cierre estadístico del IEF del segundo semestre de 2013.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Bolsa de Comercio de Santiago.



Las expectativas empresariales medidas por el IMCE han tenido un descenso importante y a mayo los sectores ligados a la demanda interna se ubican por debajo del valor neutral.

IMCE: Expectativas de las empresas (\*)  
(serie original)



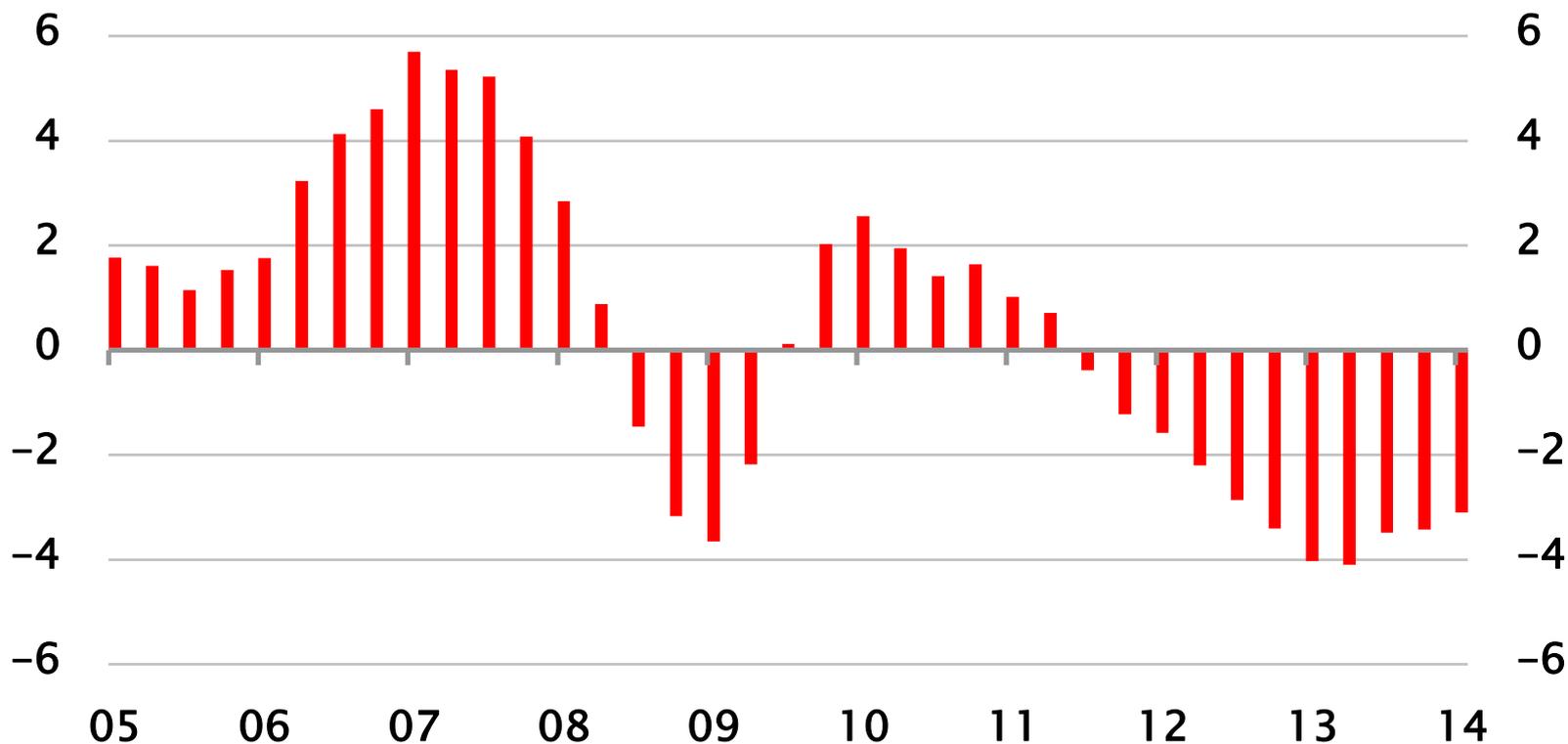
(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



El menor crecimiento de la demanda final y el mayor aumento de las exportaciones también se ha traducido en una reducción más acelerada del déficit de la cuenta corriente, que al cierre del primer trimestre se situó en 3,1% del PIB .

Gráfico cuenta corriente (\*)  
(porcentaje)



(\*) Acumulado en un año móvil.

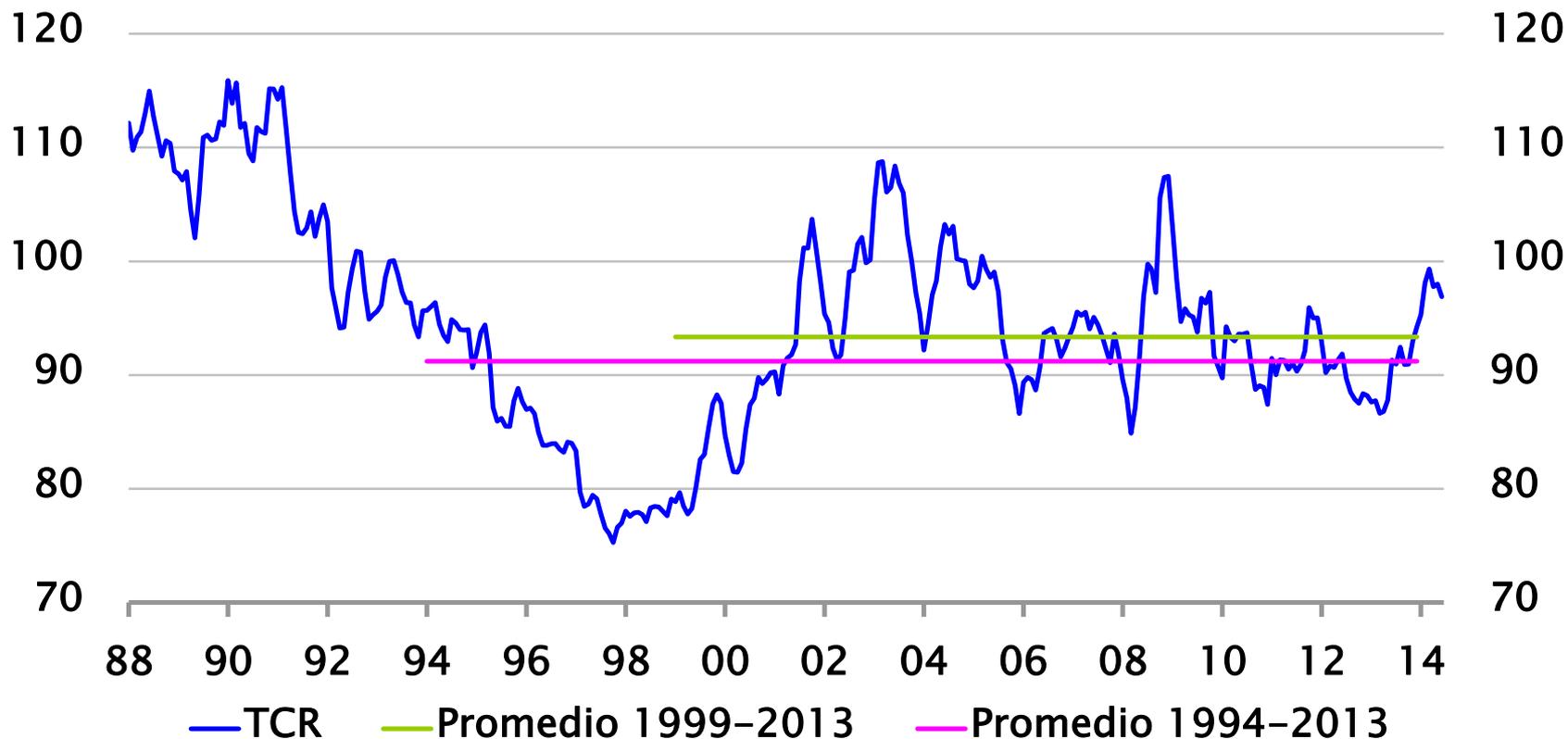
Fuente: Banco Central de Chile.



El tipo de cambio real en Chile disminuyó algo comparado con marzo, pero sigue por sobre los niveles de un año atrás y el promedio de los últimos 15 a 20 años.

### Tipo de cambio real (\*)

(índice 1986=100)



(\*) Cifra de junio incluye información hasta el 12 del mes.

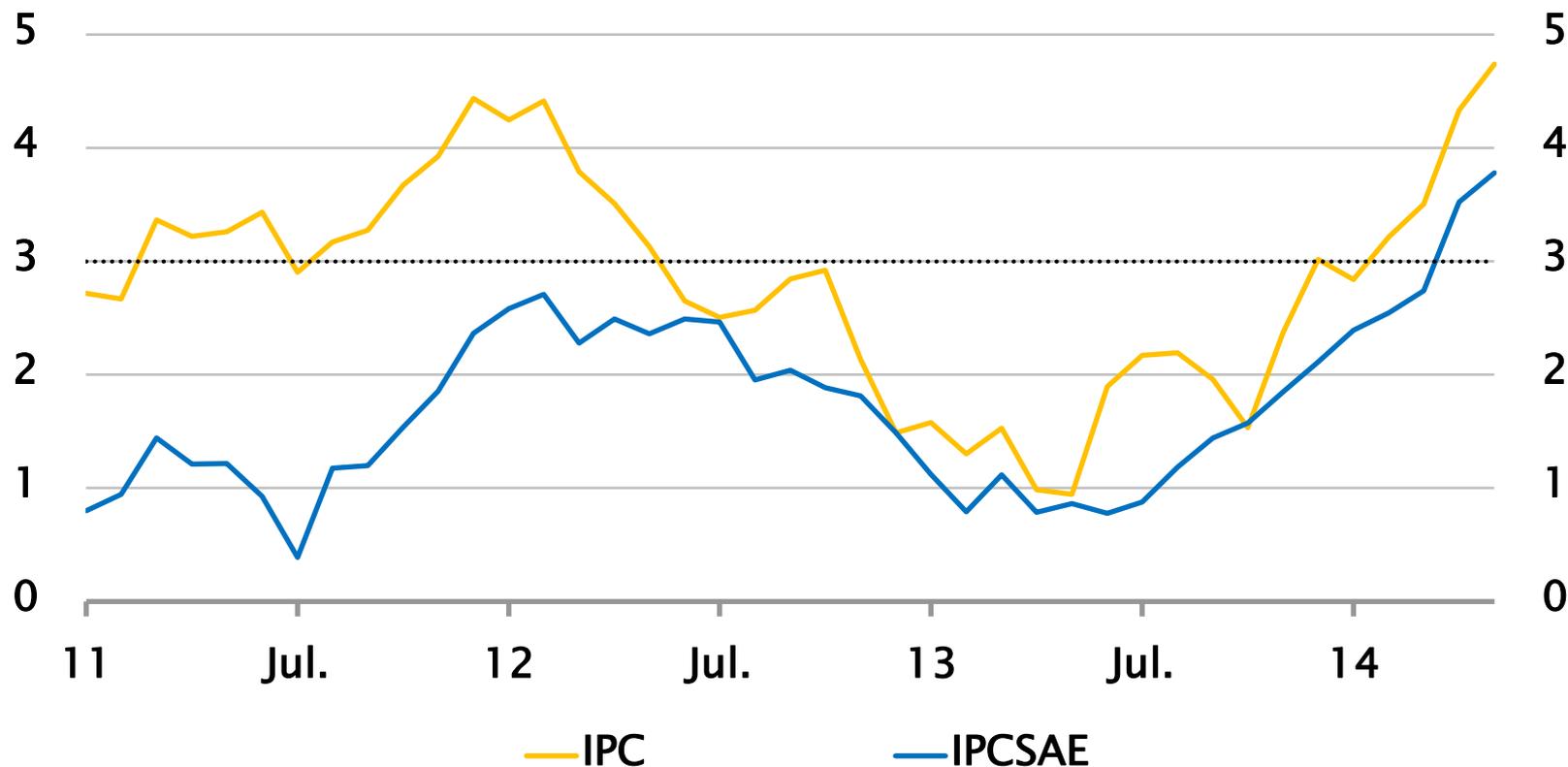
Fuente: Banco Central de Chile.



En los últimos meses, la variación anual de las distintas medidas de IPC ha tenido un aumento relevante. El IPC total pasó desde 1,5% anual en octubre de 2013 a 4,7% en mayo de 2014.

## 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.

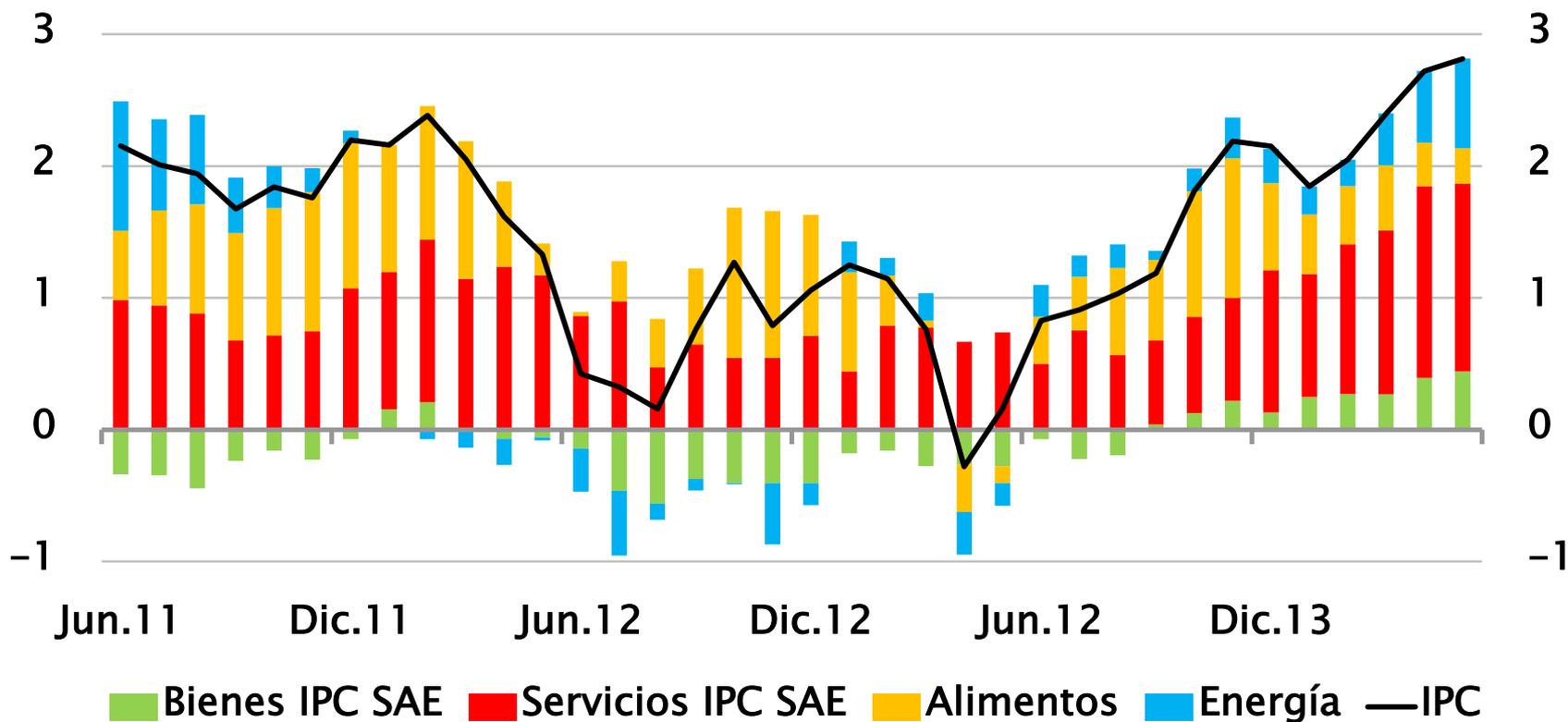
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



En los últimos seis meses el mayor incremento de la inflación se ha concentrado en los componentes cuyos precios están vinculados directa o indirectamente al tipo de cambio.

### Incidencias en la inflación mensual del IPC (\*)

(acumulada en seis meses móviles, puntos porcentuales)



(\*) 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.

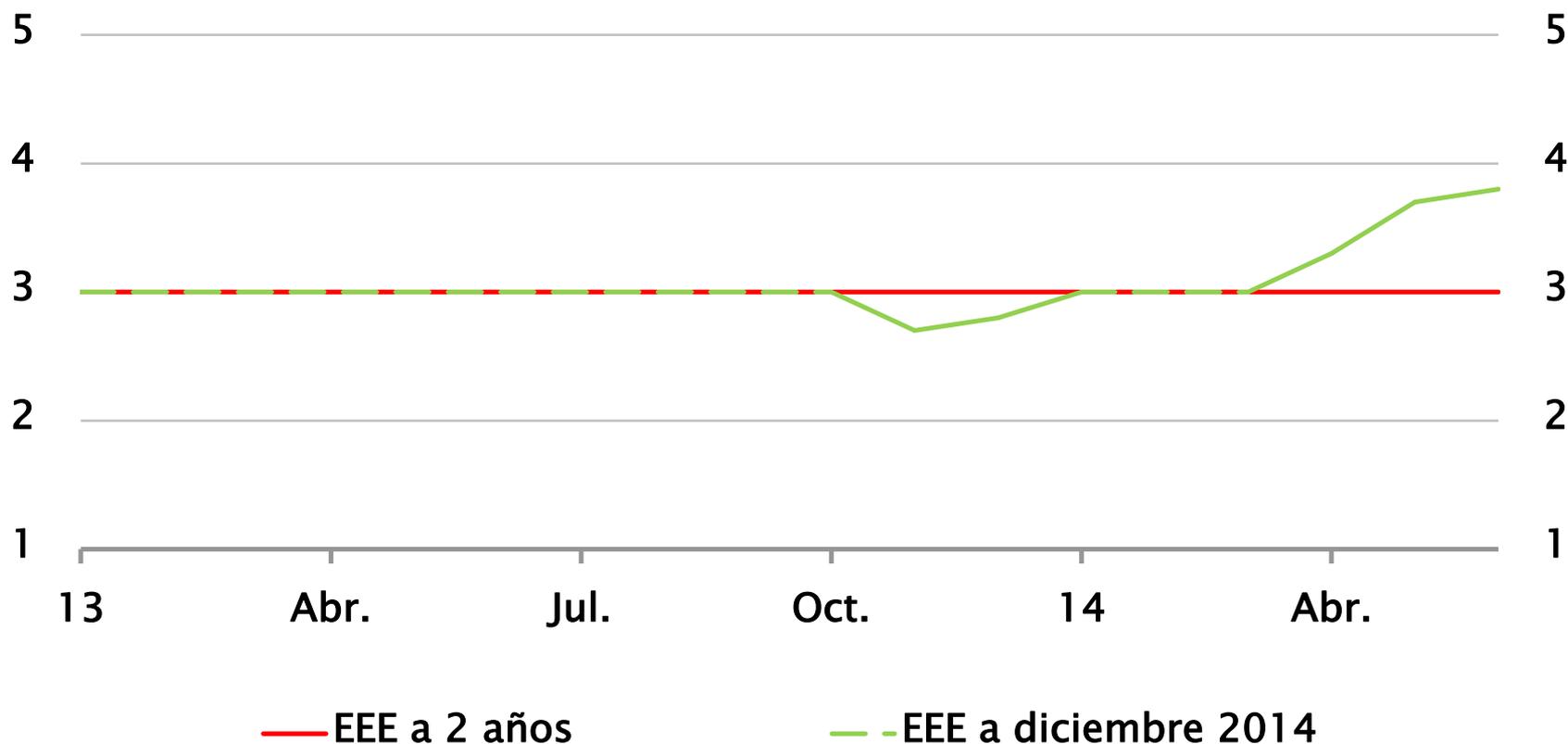
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Pese al aumento de la inflación y las sorpresas, las expectativas de inflación en el horizonte de política siguen en 3%, reconociendo la transitoriedad de estos shocks.

## Expectativas de inflación

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



# Perspectivas



El escenario base de este IPoM que en el período 2014–2015 que los socios comerciales crecerán en promedio 3,7%, una décima menos que lo previsto en marzo. La principal corrección a la baja se da en América Latina.

## Supuestos del escenario base internacional

	2012	2013 (f) IPoM Jun. 14	2014 (f) IPoM Mar. 13	IPoM Dic. 13	IPoM Mar. 14	IPoM Jun. 14	2015 (f) IPoM Dic. 13	IPoM Mar. 14	IPoM Jun. 14
Crecimiento				(variación anual, porcentaje)					
PIB socios comerciales	3,4	3,3	4,2	3,6	3,7	3,6	3,8	3,9	3,9
PIB mundial a PPC	3,1	3,0	3,9	3,5	3,5	3,3	3,7	3,8	3,7
Estados Unidos	2,8	1,9	2,5	2,6	2,7	2,4	2,7	2,9	3,1
Eurozona	-0,6	-0,4	1,3	1,0	1,2	1,0	1,4	1,5	1,7
Japón	1,9	1,5	1,3	1,3	1,5	1,6	1,0	1,1	1,0
China	7,7	7,7	8,2	7,4	7,3	7,3	7,2	7,2	7,2
India	5,1	4,6	6,4	5,3	5,4	5,4	6,3	6,3	6,2
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,8	3,9	4,7	4,0	4,1	4,1	4,5	4,5	4,4
América Latina (excl. Chile)	2,7	2,2	3,7	2,9	2,3	2,0	3,4	3,4	3,0
				(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	361	332	340	310	300	310	290	285	290
Precios del petróleo Brent (US\$/barril)	112	109	101	106	106	108	100	101	103
				(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-4,1	-3,2	-1,6	0,2	-0,9	-0,5	-1,5	-1,1	-1,5

(f) Proyección.

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



En el escenario base se estima que este año la economía crecerá entre 2,5 y 3,5%, rango que es inferior al previsto en marzo.

## Crecimiento económico y cuenta corriente

(variación anual, porcentaje)

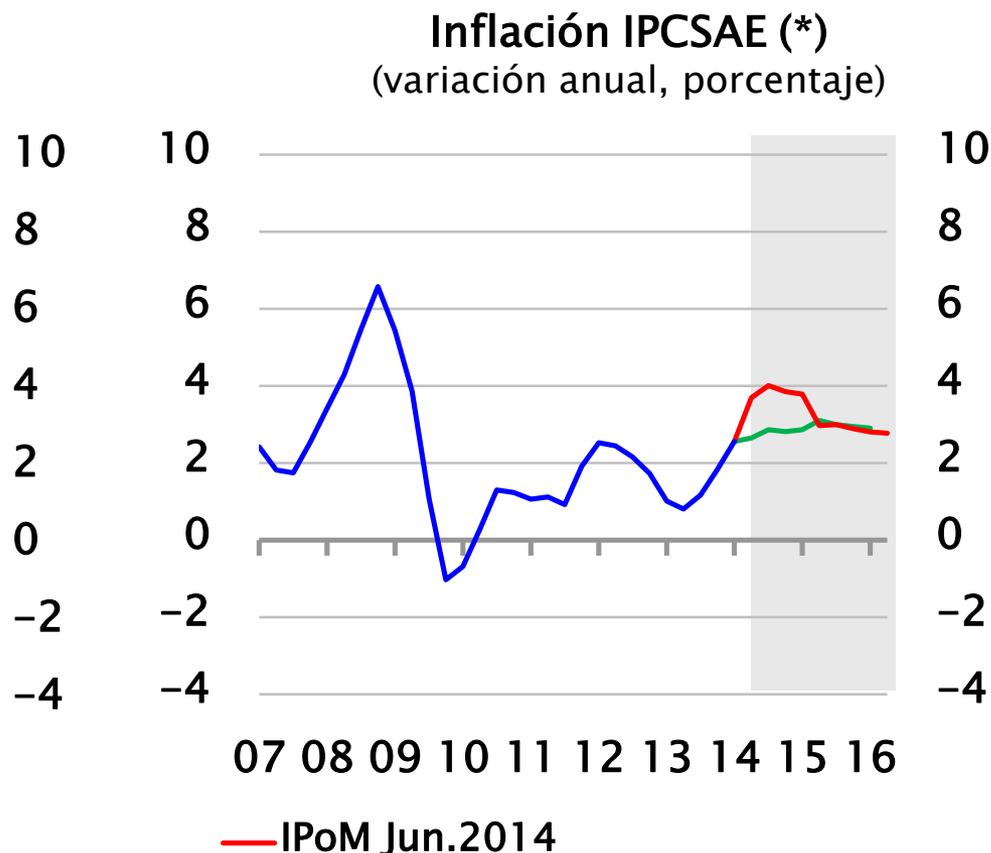
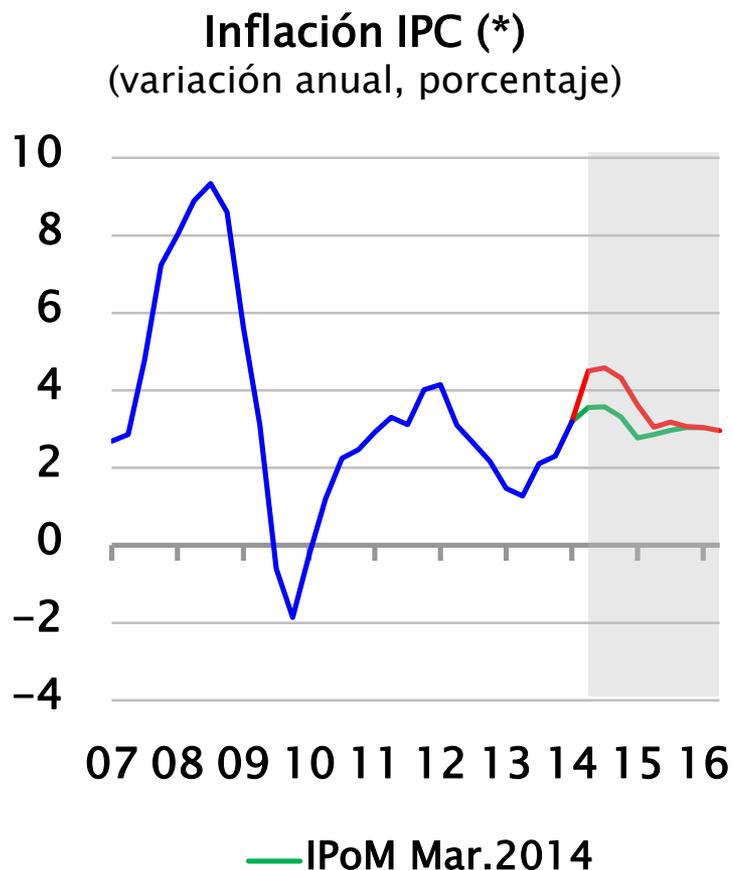
	2012	2013 (e)			2014 (f)		
		IPoM Dic.13	IPoM Mar.14	IPoM Jun.14	IPoM Dic.13	IPoM Mar.14	IPoM Jun.14
PIB	5,4	4,2	4,1	4,1	3,75-4,75	3,0-4,0	2,5-3,5
Demanda interna	6,9	3,9	3,4	3,4	4,8	3,3	1,7
Demanda interna (sin var. de existencias)	7,1	5,1	4,2	4,2	4,5	3,3	2,4
Formación bruta de capital fijo	12,2	3,9	0,4	0,4	4,1	0,8	-0,7
Consumo total	5,6	5,4	5,4	5,4	4,7	4,1	3,4
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	5,3	4,3	4,3	3,1	3,2	3,2
Importaciones de bienes y servicios	5,0	4,4	2,2	2,2	4,6	2,4	-1,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-3,2	-3,4	-3,4	-3,7	-3,6	-2,5
Ahorro nacional bruto(% PIB)	21,7	21,1	20,5	20,5	20,6	19,5	19,9
IPC diciembre	1,5	2,6	3,0	3,0	2,5	3,0	4,0
IPCSAE diciembre	1,5	1,9	2,1	2,1	2,9	2,8	3,7

(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación se mantendrá en niveles superiores a 4%, finalizando el 2014 en torno a esa cifra. En el curso del 2015 seguirá reduciéndose a valores alrededor de 3%, nivel en torno al que permanecerá hasta fines del horizonte de proyección.



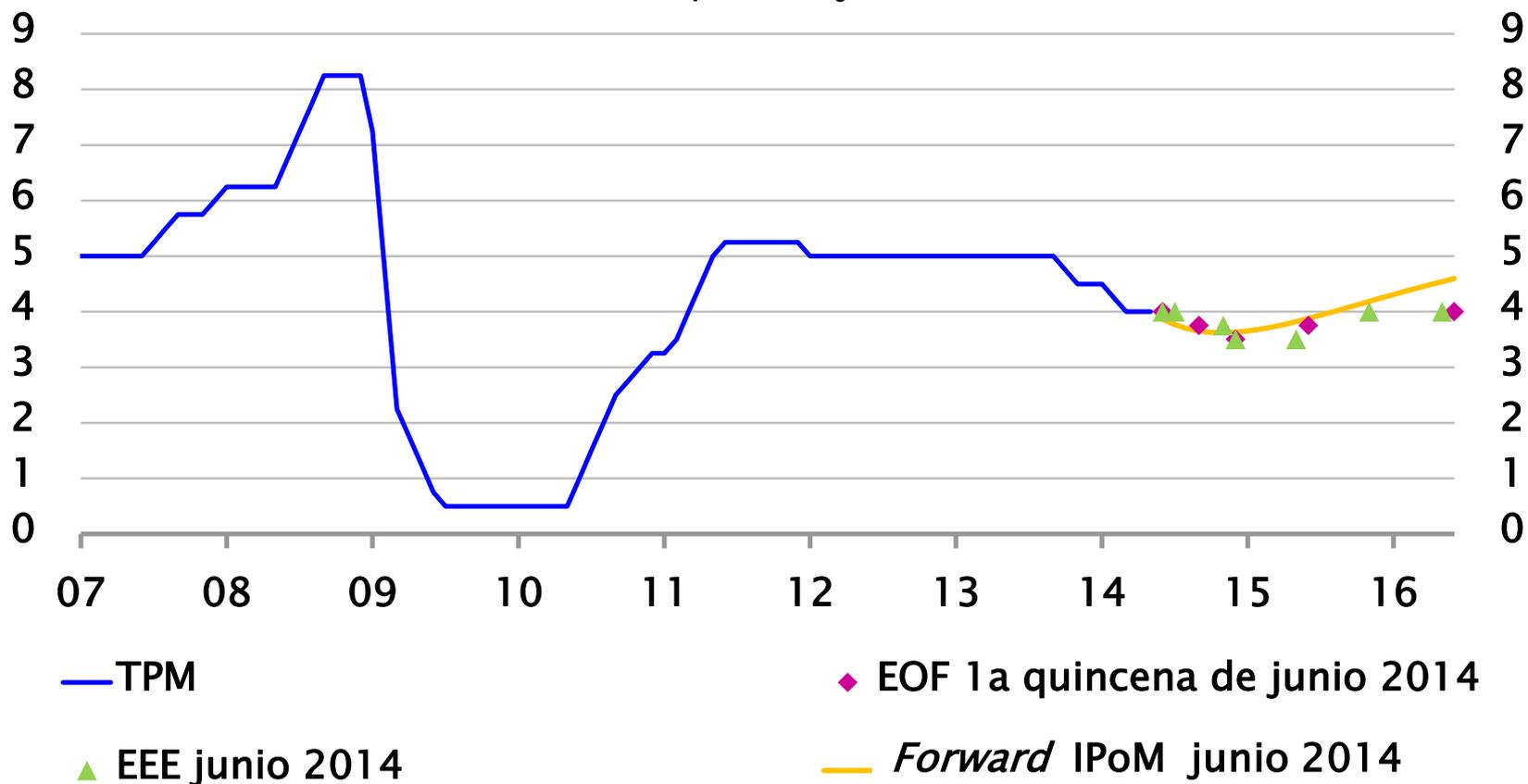
(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre de 2014, corresponde a la proyección.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



El escenario base utiliza como supuesto metodológico de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comprable con la que se deduce del precio de los activos financieros vigentes al cierre estadístico de este IPoM.

## TPM y expectativas

(porcentaje)





**Evaluados los escenarios alternativos el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad y la inflación está equilibrado.**

- En lo externo:
  - El mayor riesgo continúa siendo el desempeño de la actividad de China y los desarrollos de su sistema financiero.
  - No se puede descartar que las vulnerabilidades en otras economías emergentes produzcan nuevos episodios de volatilidad.
  - Los riesgos relacionados al retiro del estímulo monetario en EE.UU y la situación macrofinanciera en la Eurozona se han atenuado, pero siguen presentes.
  
- En lo interno:
  - Panorama de inflación de corto plazo al alza.
  - Prolongación del débil desempeño de la inversión.



En el IEF se destaca que la situación financiera de las empresas ha perdido algo de fortaleza en los últimos trimestres.

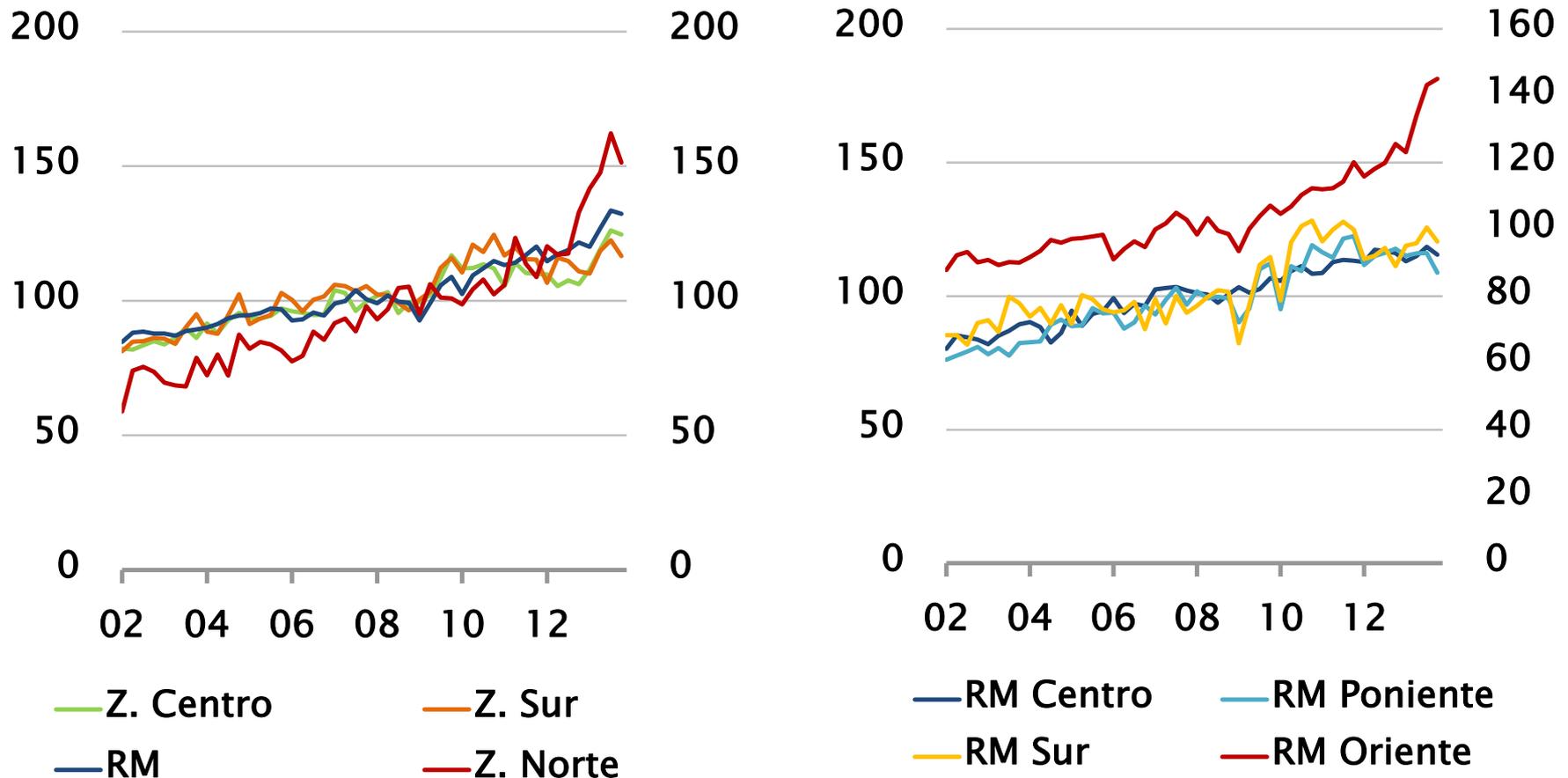
- El endeudamiento de las empresas ha aumentado con respecto al PIB y su rentabilidad continua ajustándose a la baja.
- Esto es coherente con los patrones de otras economías, pero una menor resiliencia del sector ante eventuales ajustes abruptos en la dinámica de la economía.
- Además, en el último año los indicadores de pago de créditos comerciales bancarios presentan un deterioro en algunos de los sectores más expuestos al ciclo económico.



El mercado inmobiliario mantiene la dinámica descrita en IEF anteriores. Las ventas de viviendas nuevas siguen elevadas y los inventarios bajos.

## Precios de viviendas por zona geográfica (1)

(índice base 2008 = 100)



(1) Resultados preliminares. (2) Excluye región metropolitana.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.



## Los riesgos provenientes del endeudamiento de los hogares se mantienen estables.

- La deuda total de los hogares subió levemente en el último trimestre de 2013.
- En la deuda bancaria, sigue observándose un cambio en la composición hacia hogares de ingresos medios y altos, con un crecimiento de la deuda más intensivo en el monto del crédito que en el número de deudores.
- Los indicadores de pago, para oferentes bancarios y no-bancarios, no muestran movimientos relevantes.
- Esto puede deberse tanto a los cambios composicionales en la cartera de consumo como al menor impacto en el mercado laboral de la evolución cíclica de la economía.



**Análisis del IEF indica que el sistema bancario sigue contando con niveles de capital suficientes para absorber la materialización de un escenario de riesgo. Sin embargo, este tendría un impacto en rentabilidad algo mayor que lo estimado.**

- La fase cíclica menos favorable por la que atraviesa la economía podría implicar alzas del riesgo de crédito.
- Los hogares con mayor exposición al ciclo podrían empeorar su comportamiento de pago si el mercado laboral sufre un debilitamiento importante.
- El deterioro observado en el último año en algunos sectores económicos de la cartera comercial podría agravarse ante una desaceleración más pronunciada.
- Por ello, el nivel de provisiones constituido en cada caso es un elemento relevante para mitigar el impacto de estos riesgos.
- Además, sigue siendo relevante la diversificación de las fuentes y plazos de financiamiento externo e interno.



# Comentarios finales

- El panorama externo no muestra grandes cambios.
- En lo interno, la inflación ha aumentado más allá de lo previsto hace unos meses, al mismo tiempo que la economía se encuentra en una fase de bajo crecimiento.
- Luego de reducir la TPM entre octubre del 2013 y marzo del 2014, el Consejo ha mantenido la tasa en 4% en los últimos meses.
- El Consejo evaluará la posibilidad de introducir recortes adicionales de acuerdo con la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas, y sus implicancias para las perspectivas inflacionarias.
- Al mismo tiempo, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2014

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Primer Semestre 2014