



# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Junio 2015

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Primer Semestre 2015

Rodrigo Vergara  
Presidente



# Introducción

- El escenario macroeconómico muestra cambios menores respecto de lo previsto en marzo.
- La inflación anual descendió, pero su nivel sigue por sobre 4%. Al igual que en marzo, en el escenario base de este IPoM se prevé que se ubicará en torno a esa cifra por algunos meses más. A uno y dos años plazo, las expectativas permanecen en 3% o cerca de ese valor.
- La actividad y la demanda siguen creciendo a un ritmo moderado, con un primer trimestre que fue mejor que lo previsto, pero según los datos más recientes el resto del año sería algo menos dinámico que lo estimado previamente.
- En lo externo, el panorama de crecimiento global tampoco mostró cambios mayores. Destacó el inicio de año más débil en EE.UU. y la consolidación de las mejores perspectivas en Europa. Las economías emergentes seguirán creciendo más que las desarrolladas, pero la brecha entre ambas se estrecha. El dólar perdió parte de la fortaleza ganada durante los primeros meses del año. La mayoría de las materias primas aumentó su precio, en especial el petróleo.

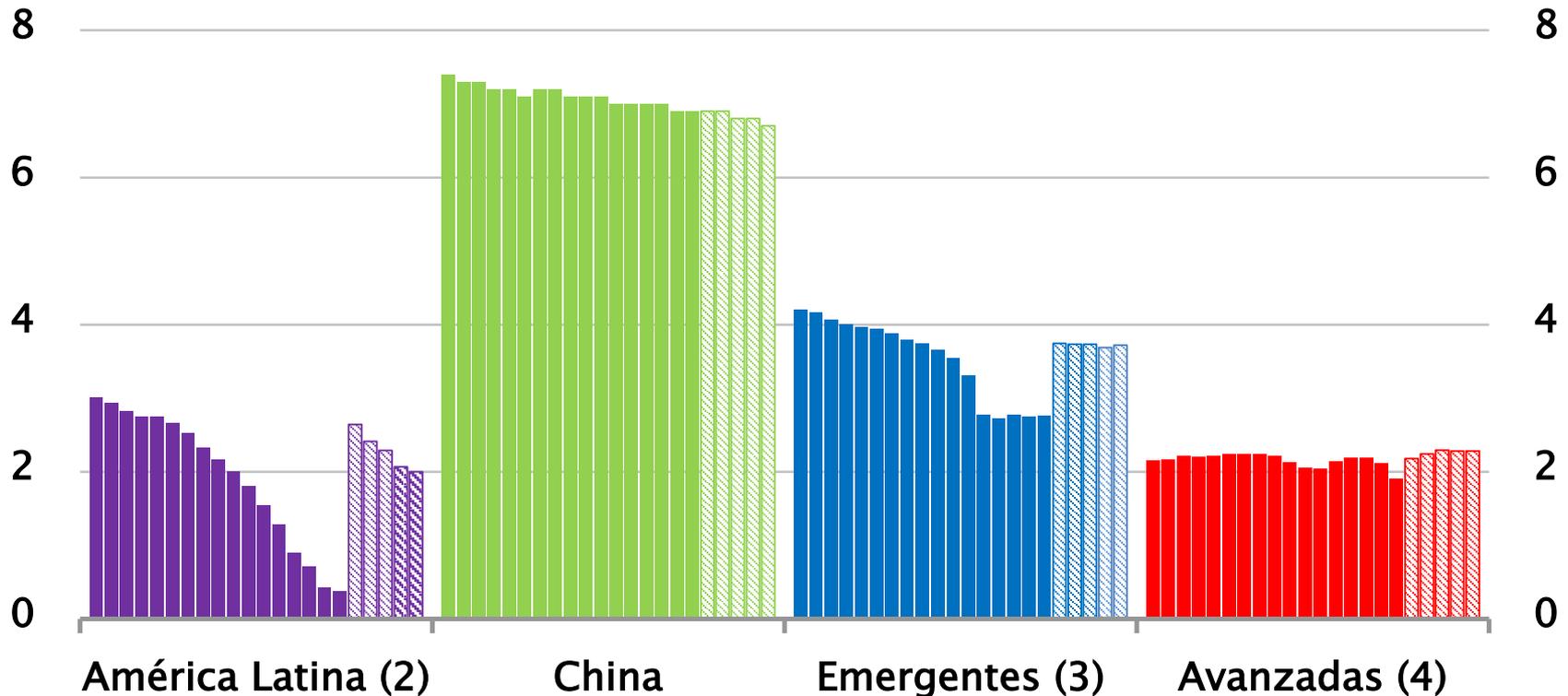


# Escenario internacional



En el escenario externo, los datos de actividad mundial han mostrado un crecimiento menor en EE.UU y se han afianzado las perspectivas más positivas en la Eurozona. En las economías emergentes, se ha confirmado un menor dinamismo de China. América Latina sigue siendo la región que muestra el deterioro más profundo y continuo.

### Proyecciones de crecimiento 2015 y 2016 (1) (variación anual, porcentaje)



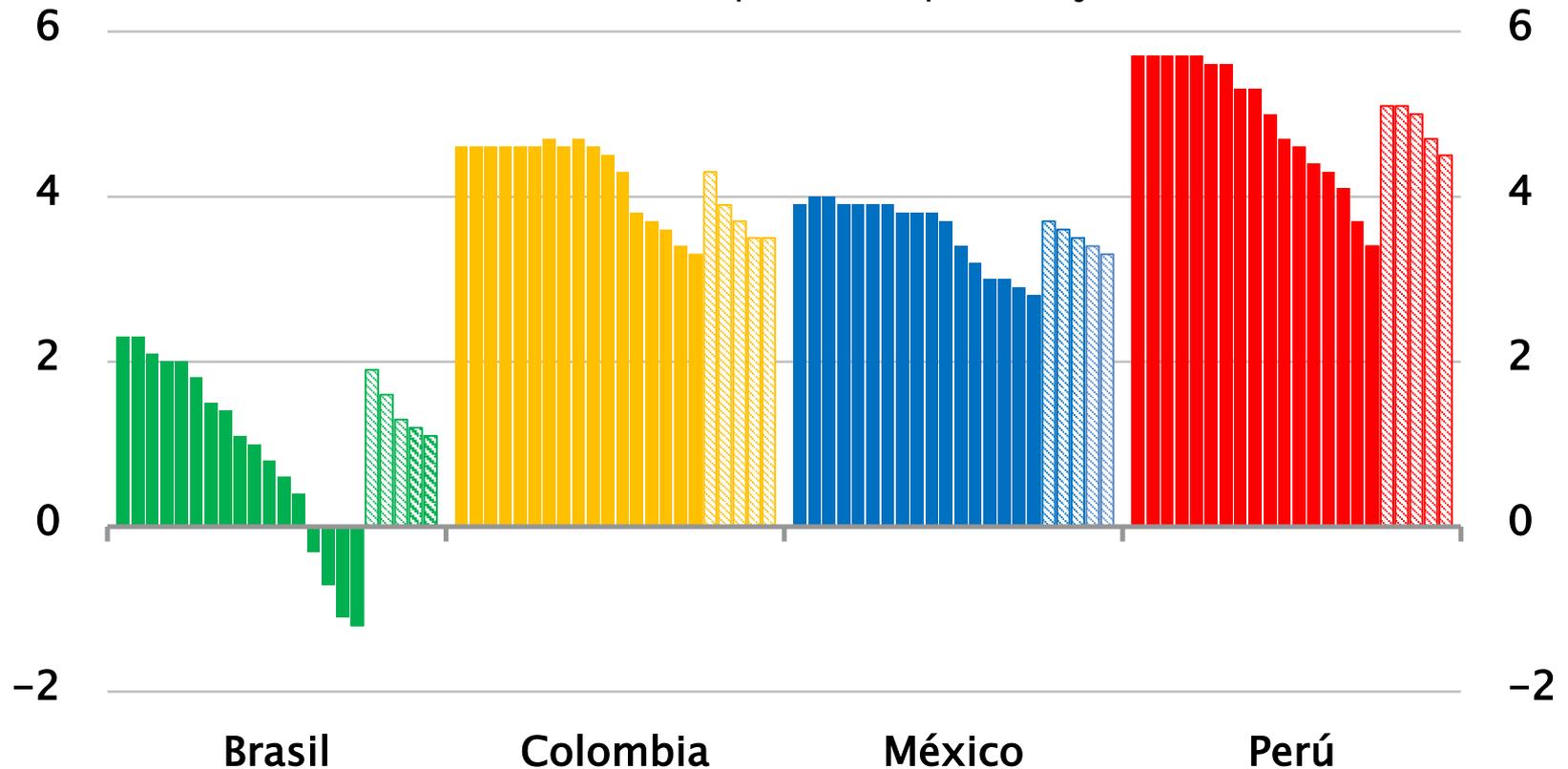
(1) Cada barra corresponde a proyecciones para el 2015 desde enero del 2014 a la fecha. Las barras achuradas corresponden a proyecciones para el 2016 desde enero 2015 a la fecha. (2) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. (3) Europa emergente y Asia emergente, con excepción de China e India. (4) EE.UU., Eurozona y Japón.

Fuentes: Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



En América Latina, si bien el ajuste a la baja de las proyecciones es generalizado entre países destaca lo que ha ocurrido en Brasil. Para esta economía el mercado proyecta una caída del PIB de 1,2% el 2015, su peor desempeño en varios años.

Proyecciones de crecimiento 2015 y 2016 (\*)  
(variación anual promedio, porcentaje)



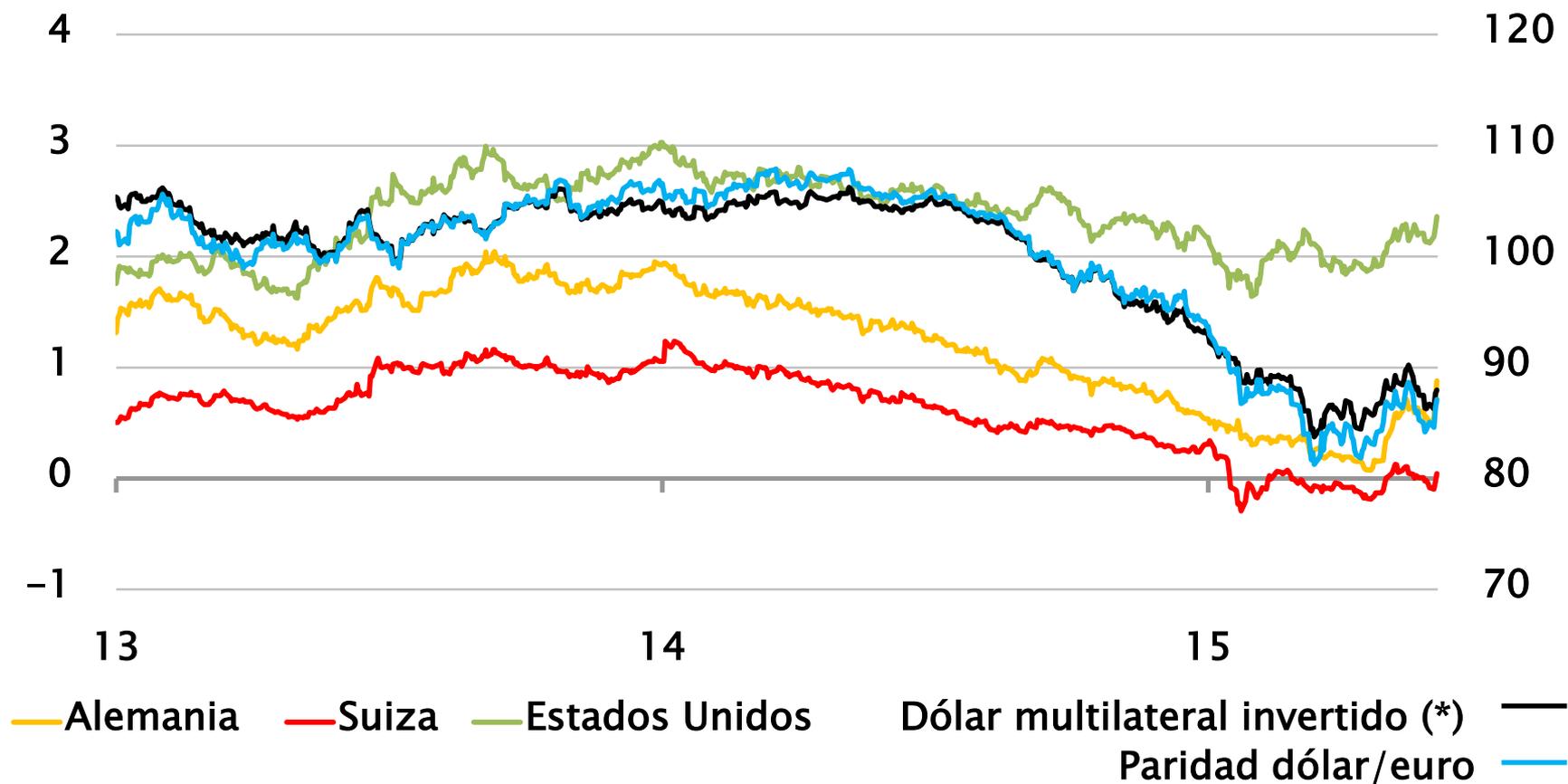
(\*) Cada barra corresponde a proyecciones para el 2015 desde enero del 2014 a la fecha. Las barras achuradas corresponden a proyecciones para el 2016 desde enero 2015 a la fecha.

Fuente: Consensus Forecasts.



En este contexto, el dólar se depreció hasta mediados de mayo a nivel mundial y el mercado retrasó el inicio del alza de tasa por parte de la FED. A partir de mediados de abril, las tasas de interés de largo plazo aumentaron en varias economías desarrolladas.

Tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo y dólar  
(porcentaje; índice 2013-2015=100)

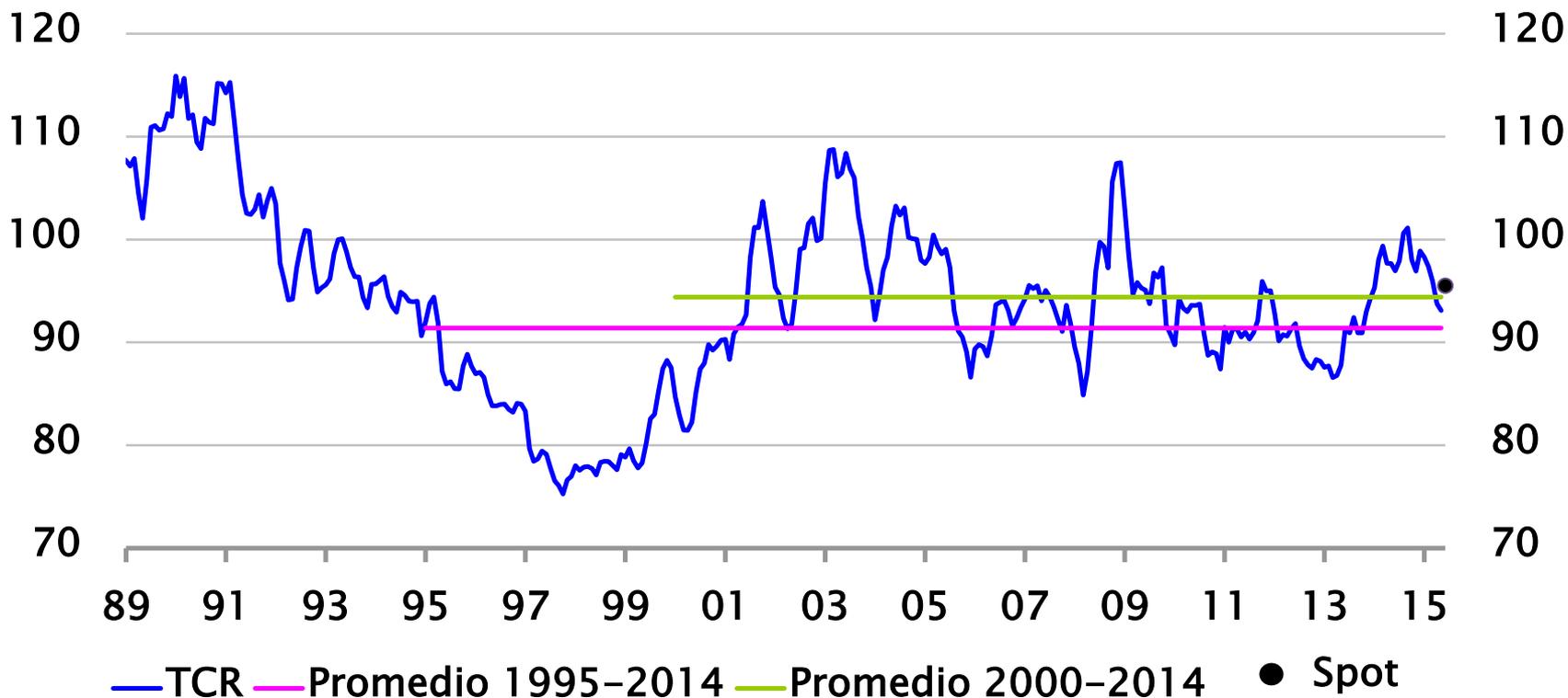


(\*) Aumento (disminución) indica depreciación (apreciación) del dólar.  
Fuente: Bloomberg.



En Chile, aunque con vaivenes, el peso se ha apreciado en términos nominales y reales. En particular, el tipo de cambio real, ha descendido desde niveles del orden de 97 en febrero a un valor equivalente al promedio de los últimos quince años en lo más reciente.

Tipo de cambio real (\*)  
(índice 1986=100)



(\*) Cifra de mayo del 2015 estimada.

Fuente: Banco Central de Chile.

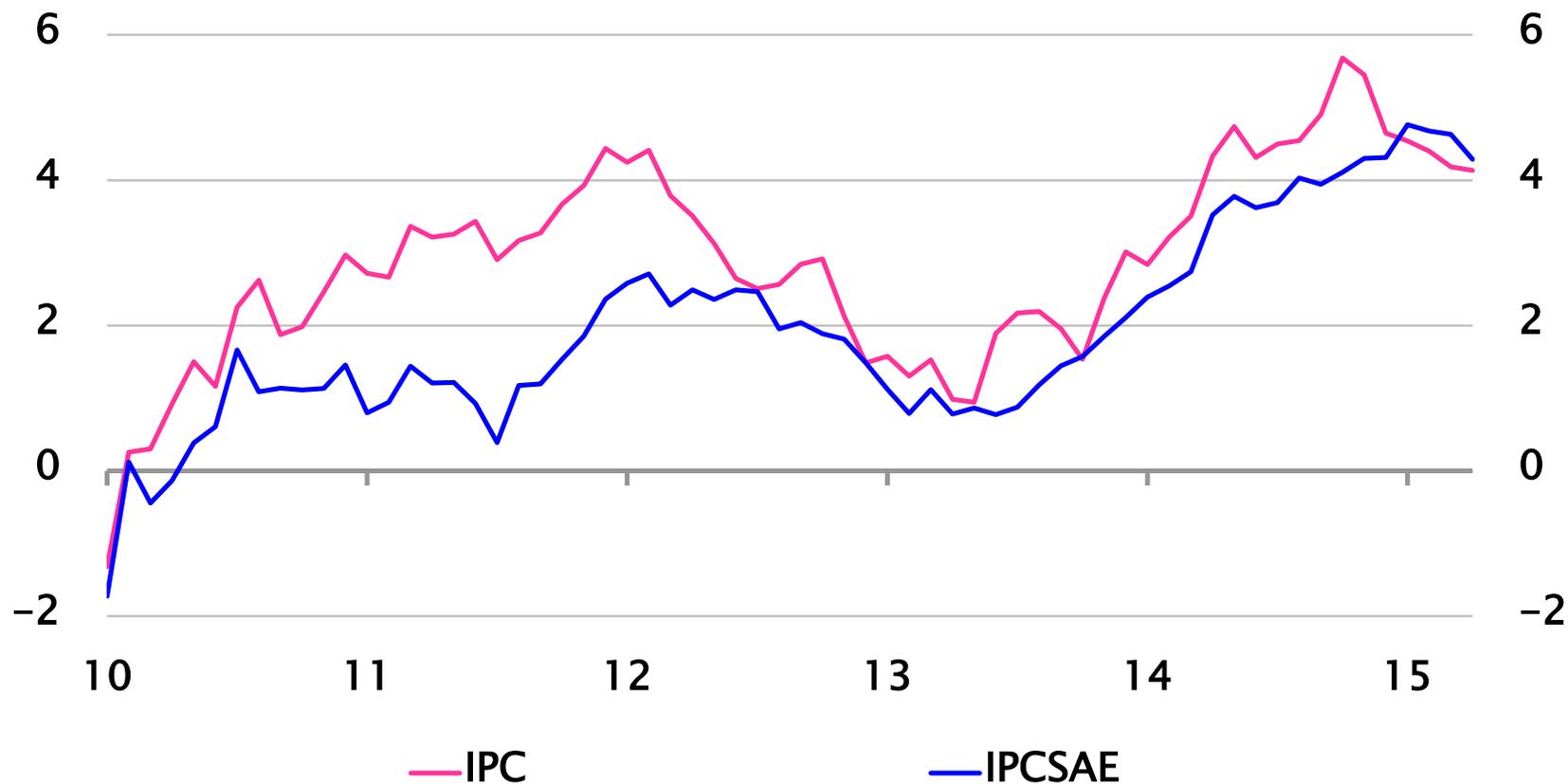


# Escenario interno



La variación anual del IPC y del IPCSAE continúa elevada, aunque ha disminuido respecto de fines del 2014 y principios del 2015. El IPCSAE, no ha dado sorpresas importantes y su comportamiento sigue, en gran parte, determinado por el efecto de la depreciación del peso y por la indexación usual de la economía.

### Indicadores de inflación (\*) (variación anual, porcentaje)



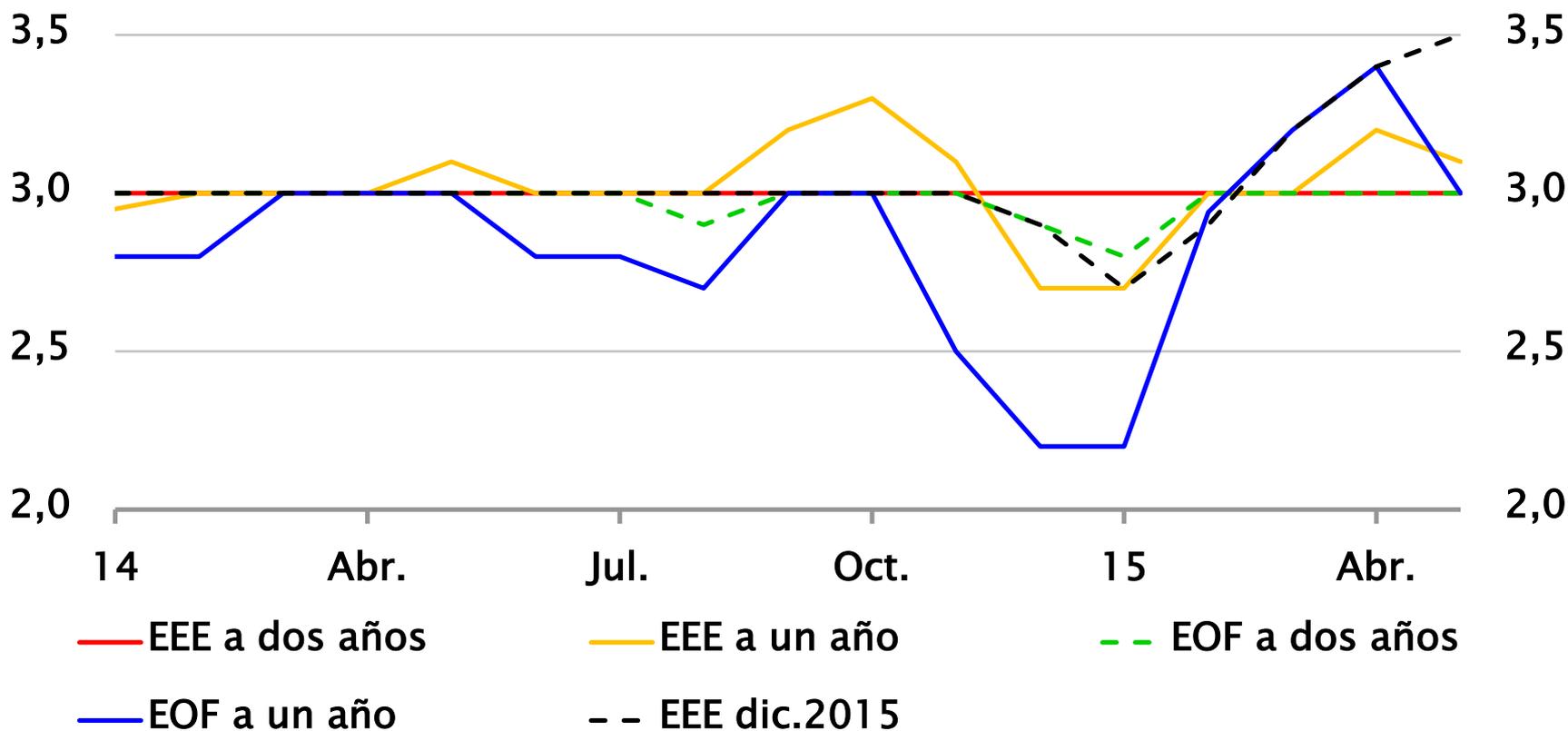
(\*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.

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



Las expectativas de inflación de mercado a plazos más cercanos aumentaron, en línea con el escenario base del IPoM de marzo. Para plazos más extensos, uno y dos años, se han mantenido en torno a 3%.

Expectativas de inflación (\*)  
(variación anual, porcentaje)

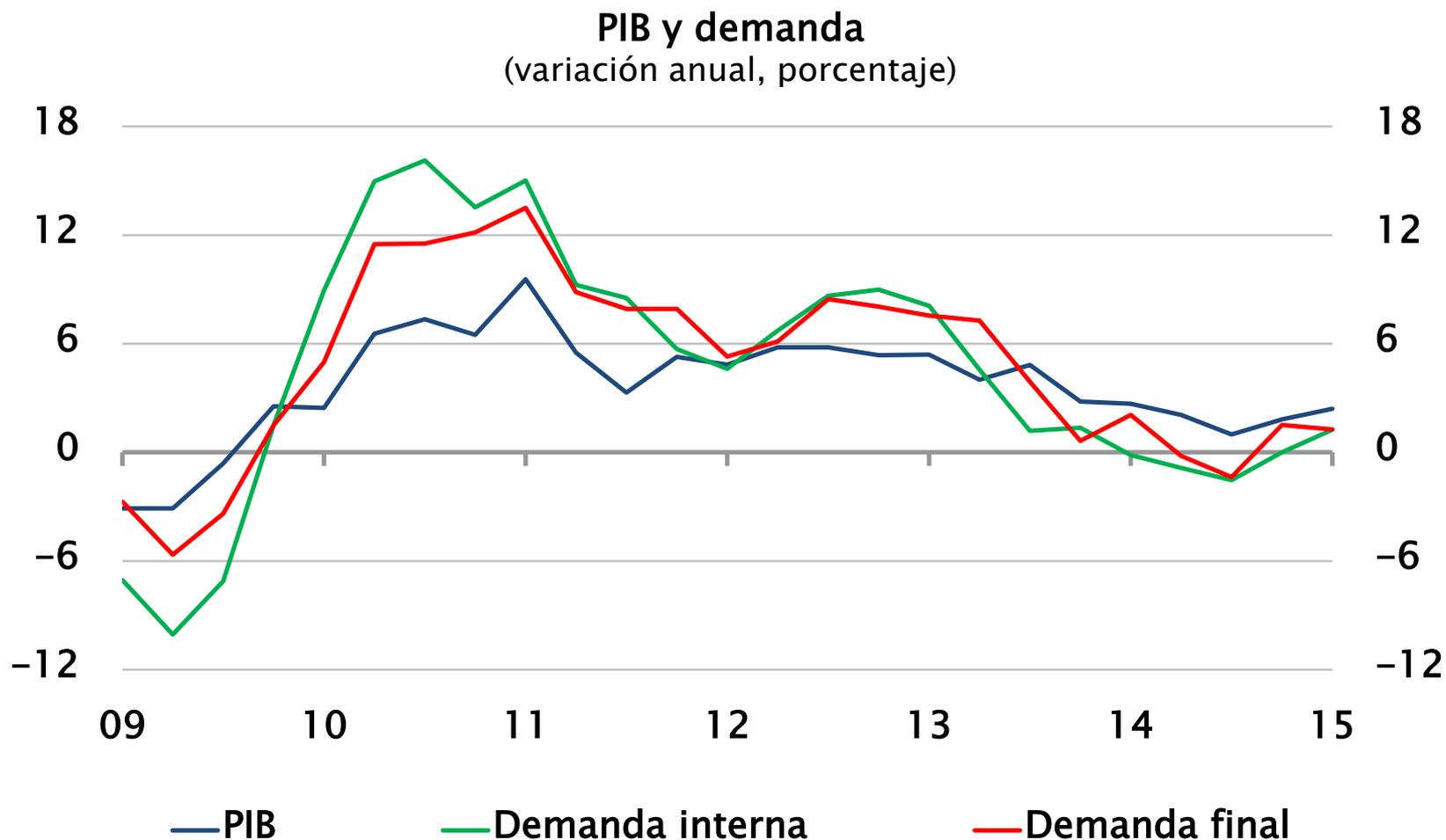


(\*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes, a excepción de marzo del 2015 que se considera la segunda.

Fuente: Banco Central de Chile.



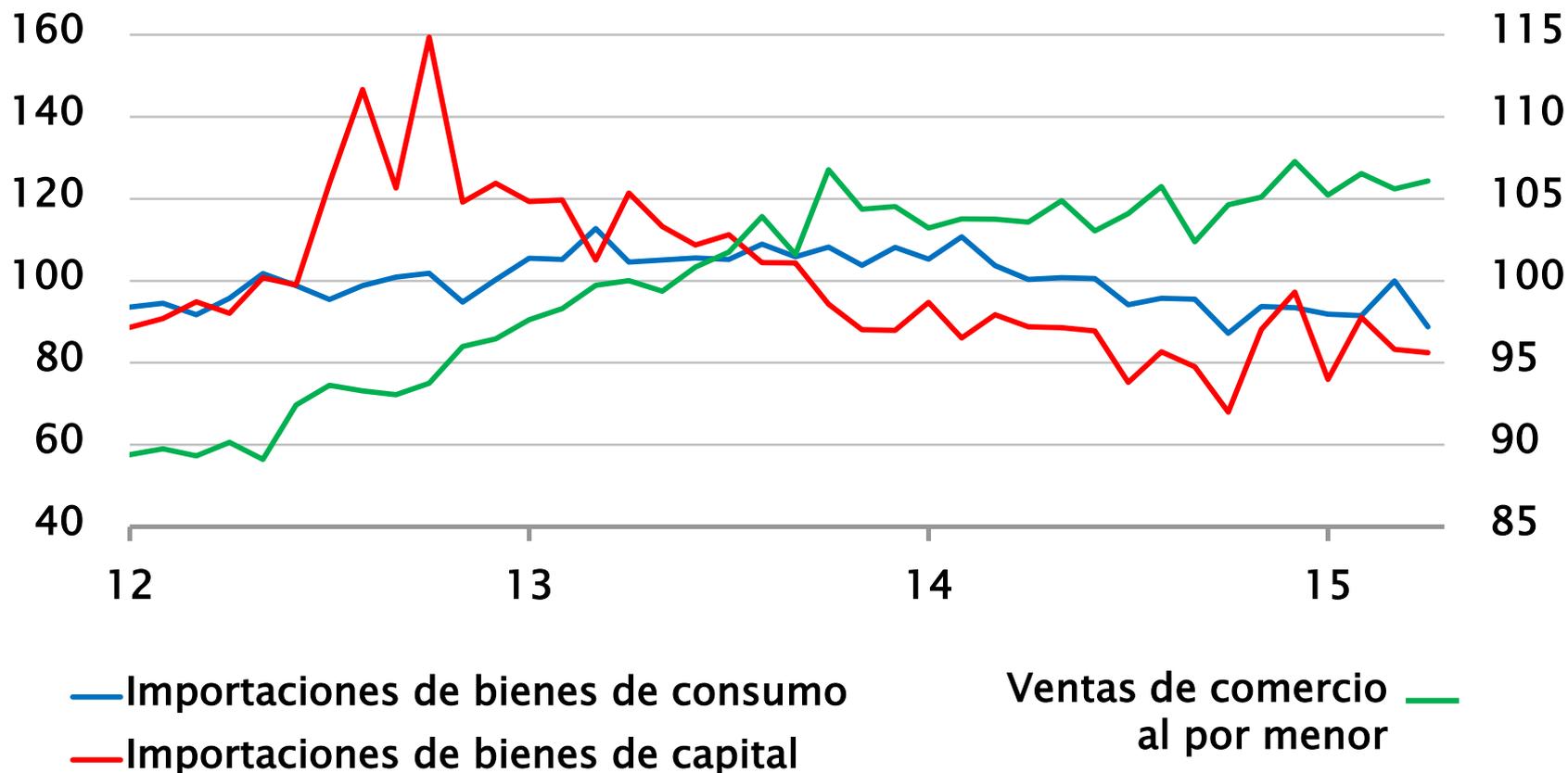
La actividad y la demanda siguen creciendo a un ritmo moderado, con un primer trimestre que fue mejor que lo previsto. El PIB creció 2,4%, por sobre el segundo semestre del 2014, mientras que la demanda final aumentó 1,3% anual, algo por debajo del cuarto previo.





Los datos más recientes de consumo e inversión sugieren que la recuperación del crecimiento en lo que resta del año será algo más lenta que lo previsto.

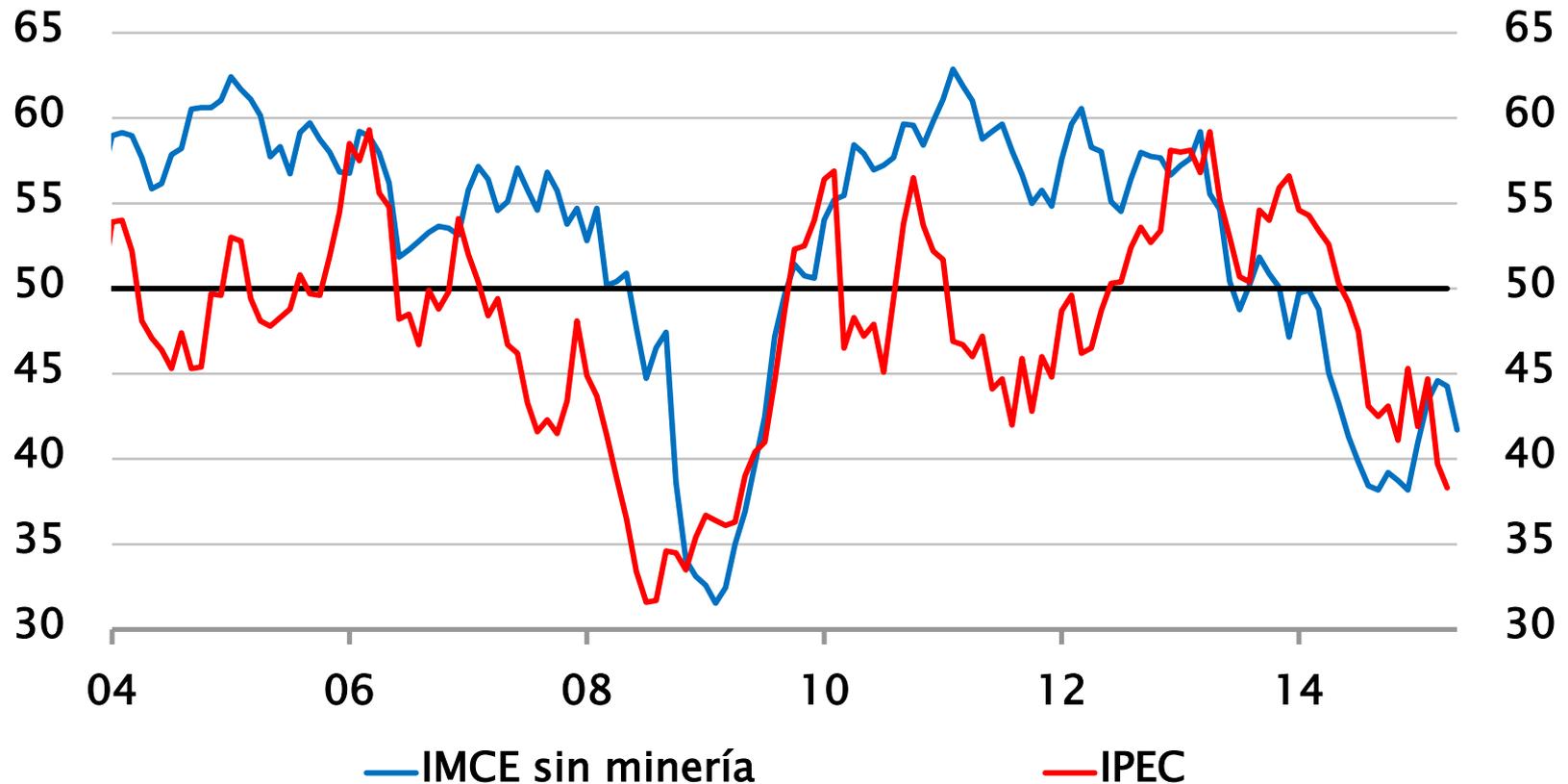
Indicadores de demanda (\*)  
(índice 2012-2015=100)





Además, las expectativas siguen en terreno claramente pesimista. Situación que, de no revertirse, limitará la recuperación del crecimiento en la segunda parte del año.

Expectativas de las empresas y consumidores (\*)  
(índice, pivote=50)



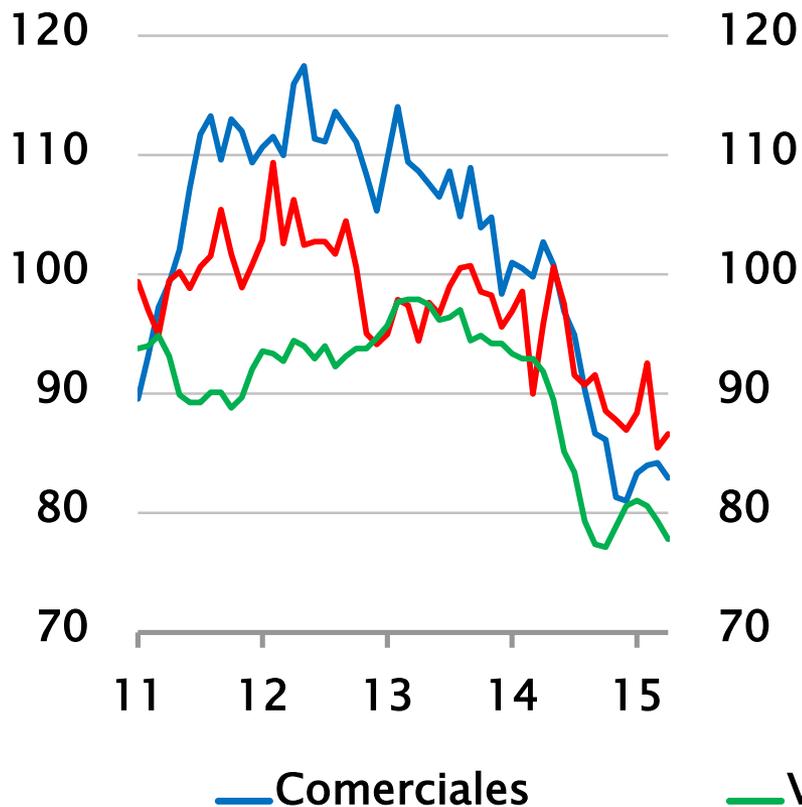
(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

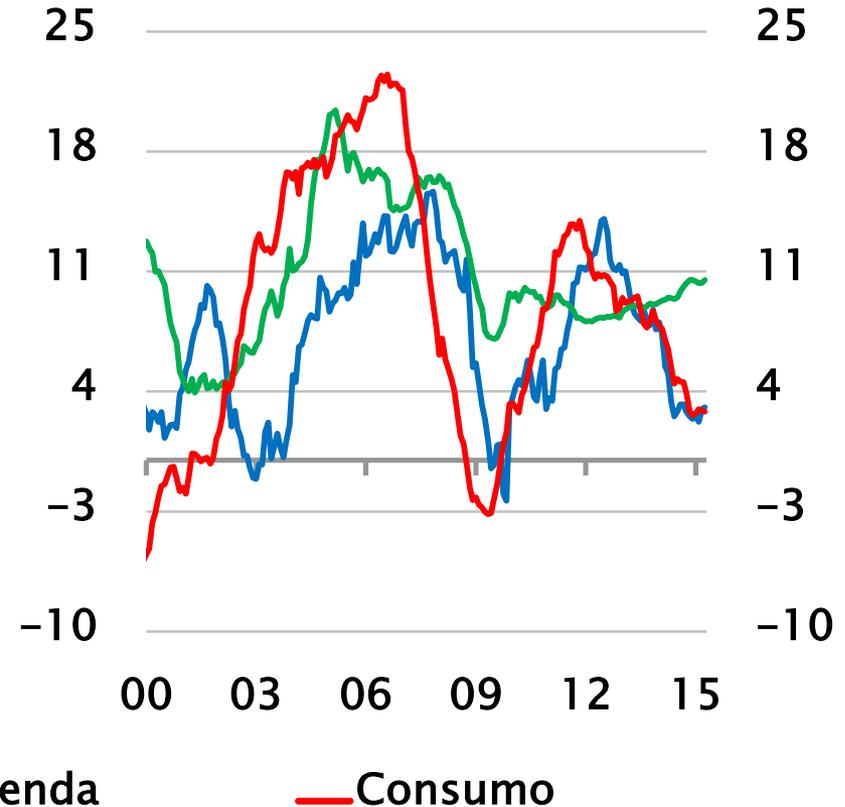


La evolución del crédito también da cuenta de un débil gasto privado. El crecimiento anual de las colocaciones de consumo y comerciales sigue acotado, pese a las bajas tasas de interés.

Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)  
(índice 2002-2015=100)



Colocaciones reales  
(variación anual, porcentaje)

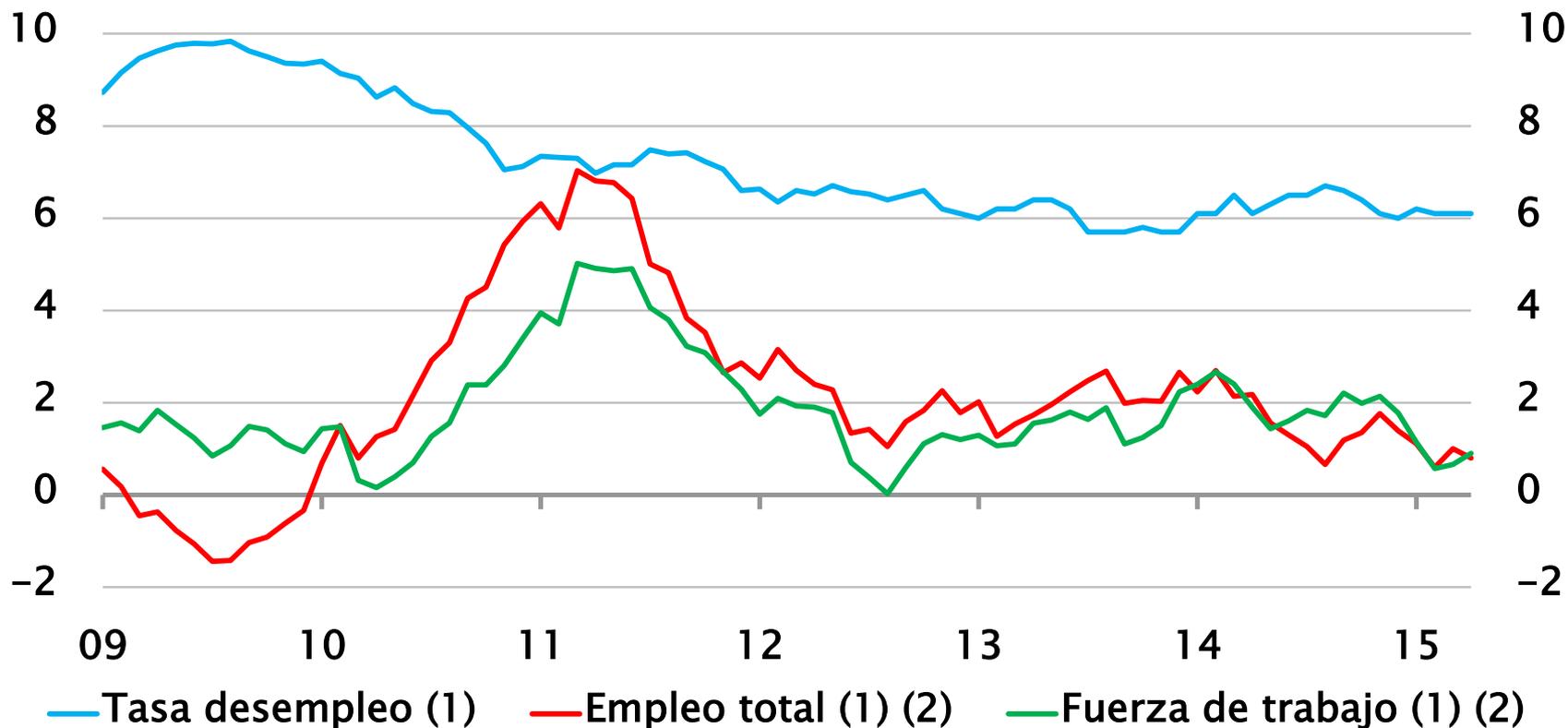


(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. (2) Las tasas de interés de las colocaciones para la vivienda están en UF.  
Fuentes: Banco Central de Chile y SBIF.



El mayor aumento del empleo en la agricultura y servicios, especialmente algunos ligados al sector público, ha llevado a que la ocupación total crezca en torno a 1%. La tasa de desempleo permanece baja, pues el menor aumento del empleo se combina con un crecimiento también menor de la fuerza de trabajo.

### Mercado laboral (porcentaje)



(1) Series empalmadas por el Banco Central con la variación mensual en marzo del 2010. (2) Variación anual.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



# Perspectivas



El escenario base considera que el crecimiento de los socios comerciales se reduce una décima para 2015 y 2016, a 3,3 y 3,7%, respectivamente. Para los términos de intercambio, se sigue estimando que mejorarán respecto del 2014, aunque algo menos que lo previsto en marzo. El precio del petróleo y el cobre será algo mayor para el 2015 y 2016 que lo considerado en ese entonces.

## Supuestos del escenario base internacional

	2013	2014 (e)			2015 (f)			2016 (f)		
		IPoM Jun. 15	IPoM Dic. 14	IPoM Mar. 15	IPoM Jun. 15	IPoM Dic. 14	IPoM Mar. 15	IPoM Jun. 15		
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)								
PIB socios comerciales	3,5	3,4	3,5	3,4	3,3	3,9	3,8	3,7		
PIB mundial a PPC	3,1	3,4	3,5	3,5	3,4	3,9	3,8	3,7		
Estados Unidos	2,2	2,4	3,0	3,0	2,5	3,1	3,0	2,9		
Eurozona	-0,4	0,9	1,0	1,5	1,5	1,5	1,9	2,0		
Japón	1,6	-0,1	1,3	1,1	1,0	1,4	1,5	1,4		
China	7,7	7,4	7,1	7,0	6,9	6,9	6,7	6,5		
India	5,0	7,2	6,3	7,2	7,5	6,5	7,3	7,8		
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,9	3,9	4,3	4,2	4,2	4,8	4,6	4,5		
América Latina (excl. Chile)	2,3	1,0	1,9	0,8	0,2	3,0	2,1	1,8		
		(en niveles)								
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	332	311	295	275	280	285	285	290		
Precios del petróleo (prom. Brent y WTI) (US\$/barril)	103	96	67	55	60	71	62	66		
		(variación anual, porcentaje)								
Términos de intercambio	-3,0	-1,4	1,7	1,4	1,3	1,3	-0,2	-0,2		

(e) Estimación. (f) Proyección.

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



En el escenario base se prevé que este año el PIB crecerá entre 2,25 y 3,25%, rango algo inferior al estimado en el IPoM pasado. Ello, por un menor crecimiento estimado de la minería y por datos parciales del gasto privado que muestran un dinamismo menor al previsto.

**Escenario interno**  
(variación anual, porcentaje)

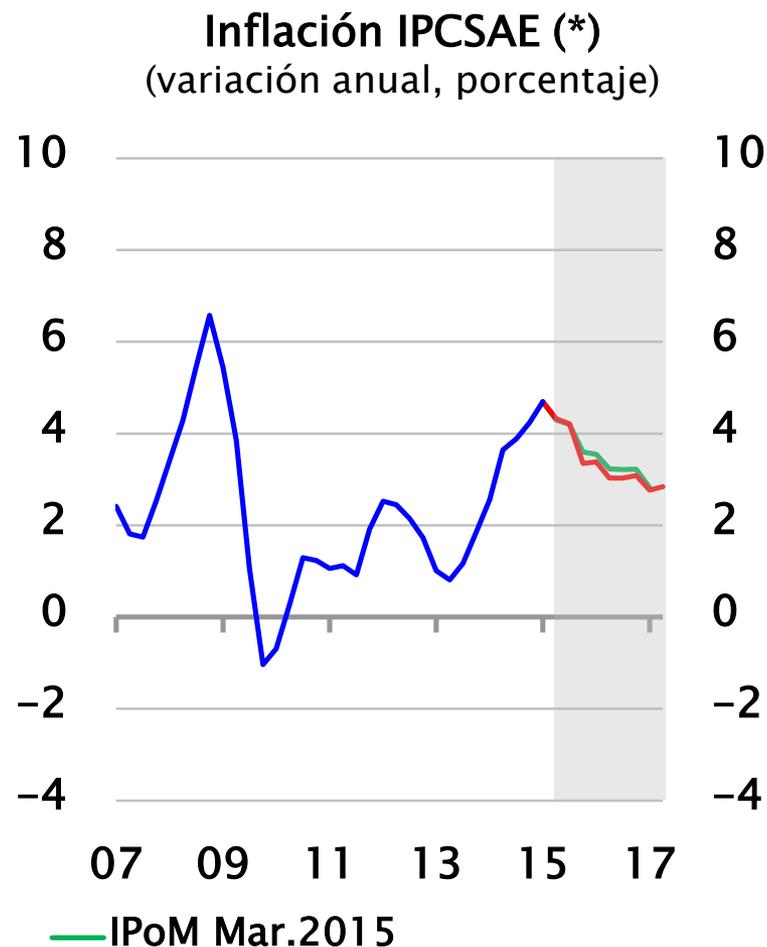
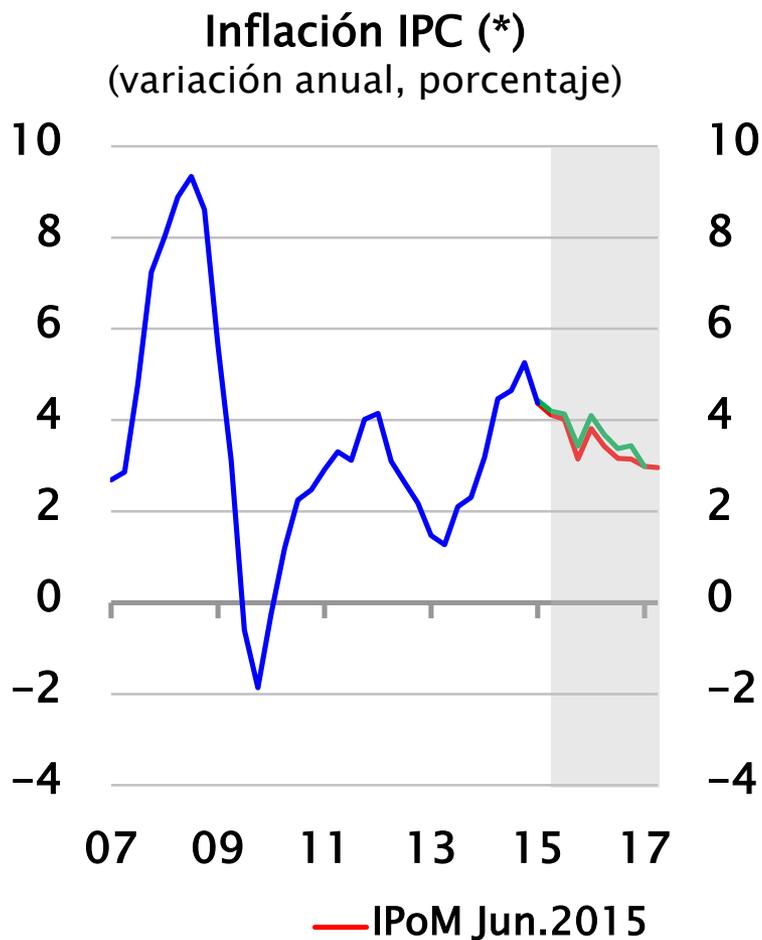
	2013	2014 (e) IPoM Jun.15	2015 (f)		
			IPoM Dic.14	IPoM Mar.15	IPoM Jun.15
PIB	4,2	1,9	2,5-3,5	2,5-3,5	2,25-3,25
Demanda interna	3,7	-0,6	3,0	2,5	2,6
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,6	0,5	2,6	2,2	2,2
Formación bruta de capital fijo	2,1	-6,1	1,9	1,2	0,7
Consumo total	5,5	2,5	2,8	2,5	2,7
Exportaciones de bienes y servicios	3,4	0,7	4,0	3,4	1,3
Importaciones de bienes y servicios	1,7	-7,0	3,7	2,4	1,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-1,2	-1,1	-0,3	-0,4
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	20,6	20,3	20,8	21,5	21,0

(e) Estimación. (f) Proyección.

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



En el escenario base el IPC oscilará en torno a 4% anual por algunos meses más y se estabilizará en torno a 3% durante el 2016. Para el IPCSAE, se espera que durante el 2016 su variación anual se ubique cerca de 3% y fluctúe alrededor de ese valor hasta fines del horizonte de proyección.



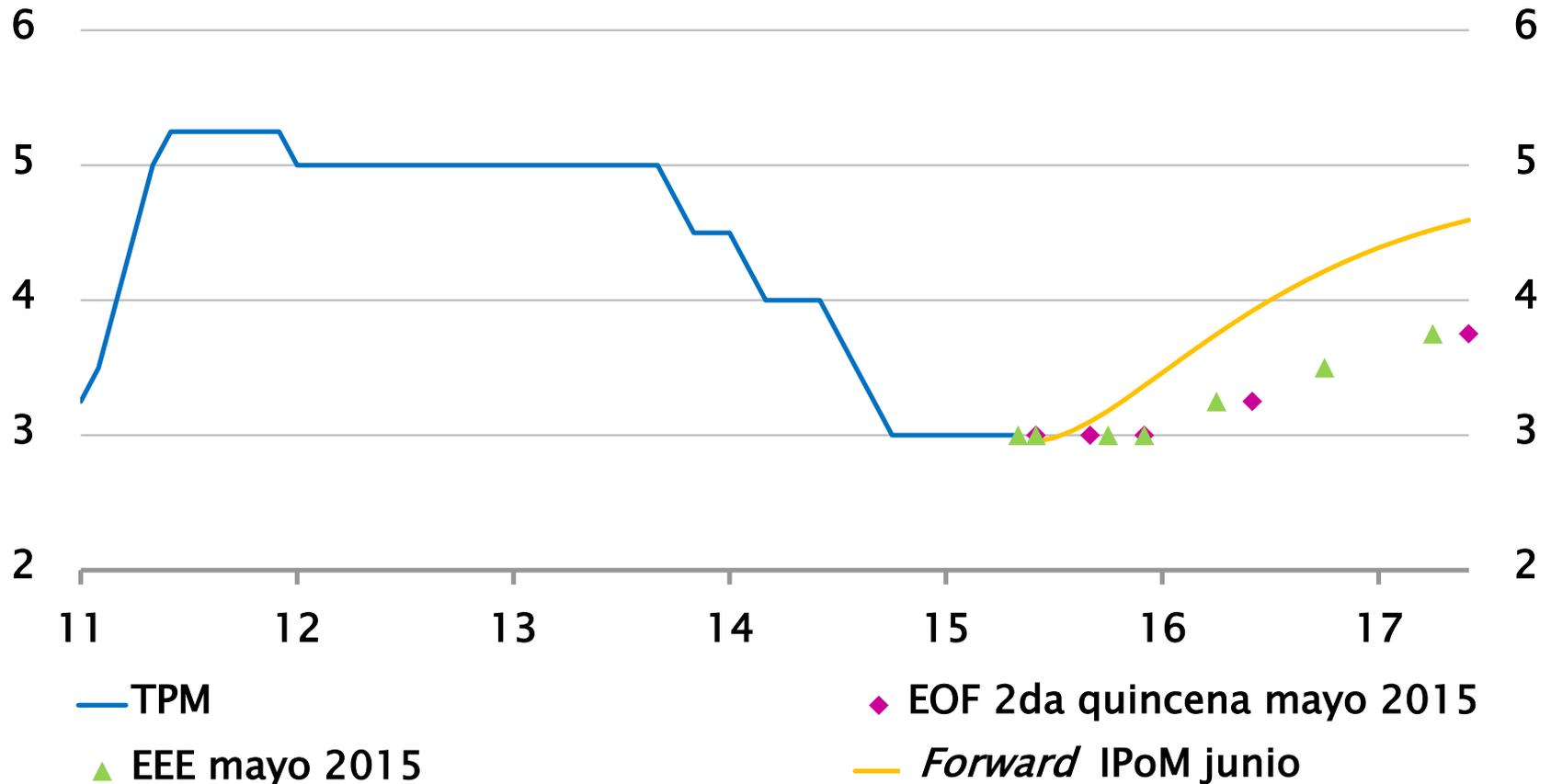
(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2015, corresponde a la proyección.

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



Como supuesto de trabajo, se considera que el retiro gradual del impulso monetario será similar a lo que prevén las encuestas en el horizonte de un año.

TPM y expectativas  
(porcentaje)





# Balance de riesgos: equilibrado para la inflación y para la actividad

- **Riesgos externos:**
  - Sorpresas respecto del momento o la velocidad con que la Reserva Federal aumentará su tasa de referencia pueden generar fluctuaciones en el precio de los activos.
  - Cesación de pagos en Grecia que impacte en los mercados financieros globales y el crecimiento de la Eurozona.
  - En América Latina la debilidad ha sido mayor y más persistente que la esperada.
  - Menor crecimiento en China y sus implicancias en el precio del cobre.
  - Mejor desempeño de la Eurozona.
- **Riesgos internos:**
  - Aunque las presiones son algo menores que las previstas en marzo, por una actividad más baja y por la apreciación del peso, los riesgos inflacionarios siguen siendo importantes.
  - Las expectativas privadas podrían seguir sin mejorar afectando el mayor dinamismo esperado para la actividad y el gasto privado. Por el contrario, si las expectativas mejoran de forma importante la recuperación de la actividad podría ser más rápida, en particular para 2016.

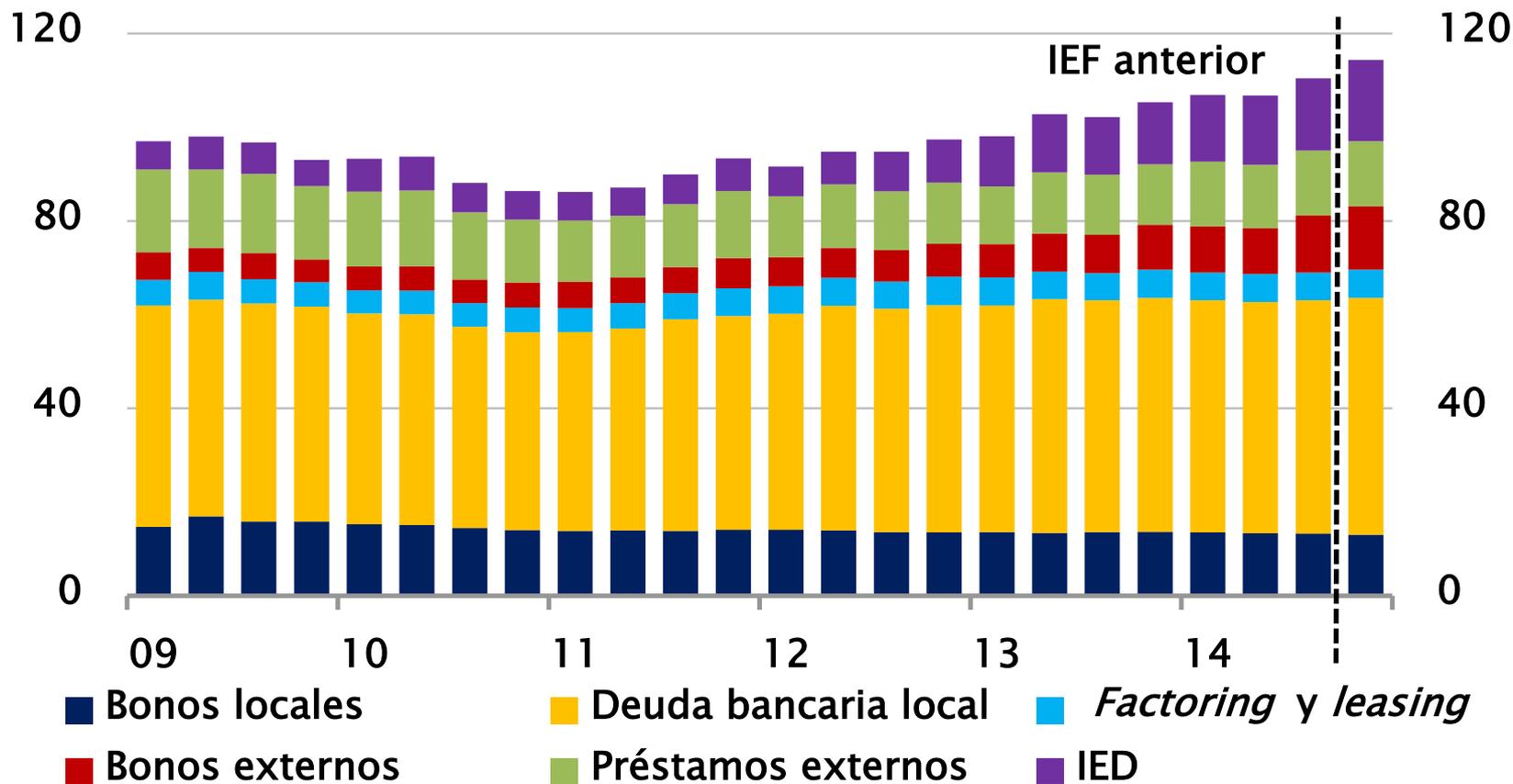


# Informe de Estabilidad Financiera



El endeudamiento del sector corporativo se mantiene elevado, alcanzando 114% del PIB al cierre de 2014. El incremento provino principalmente del aumento de la deuda externa y la depreciación del peso.

Deuda total de empresas (\*)  
(porcentaje del PIB)



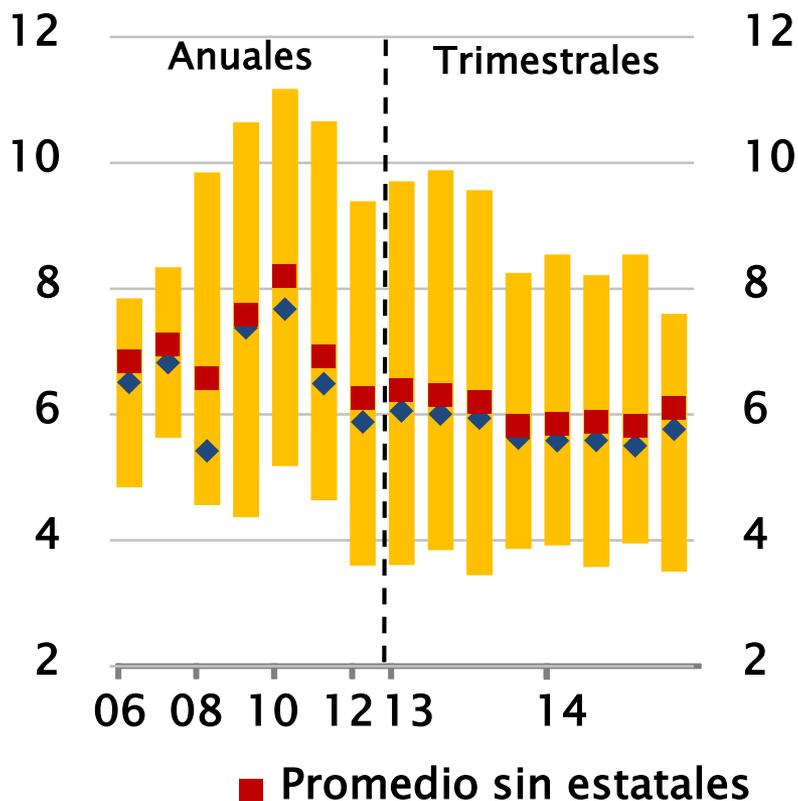
(\*) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de *factoring* y *leasing*, bonos *securitizados* y efectos de comercio.

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

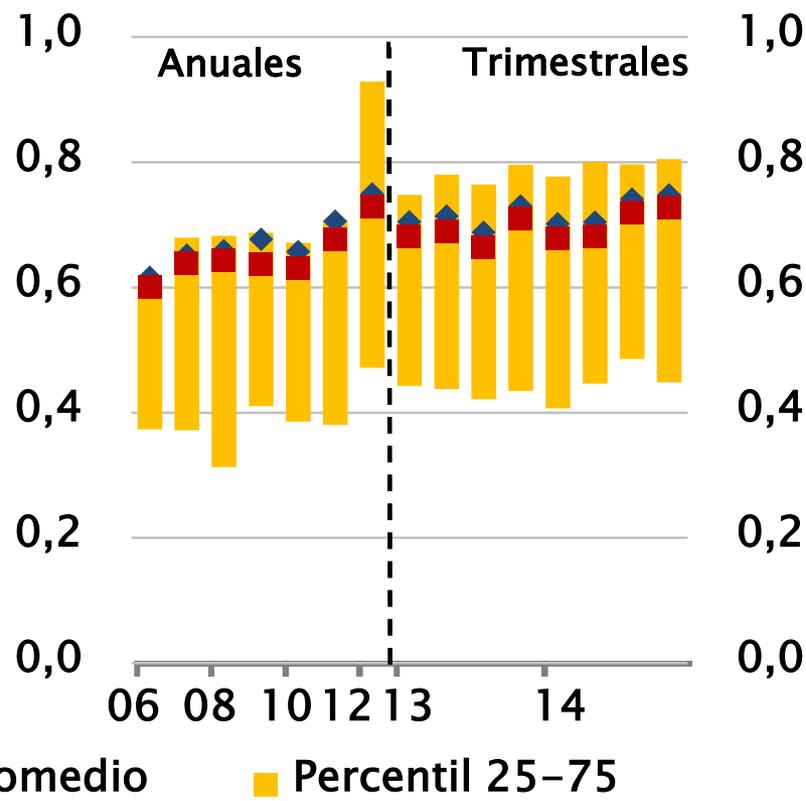


# Los indicadores de las firmas que reportan a la SVS siguen mostrando una rentabilidad acotada y endeudamiento alto para patrones históricos.

## Rentabilidad sector corporativo (1) (2) (porcentaje)



## Endeudamiento sector corporativo (1) (3) (veces)



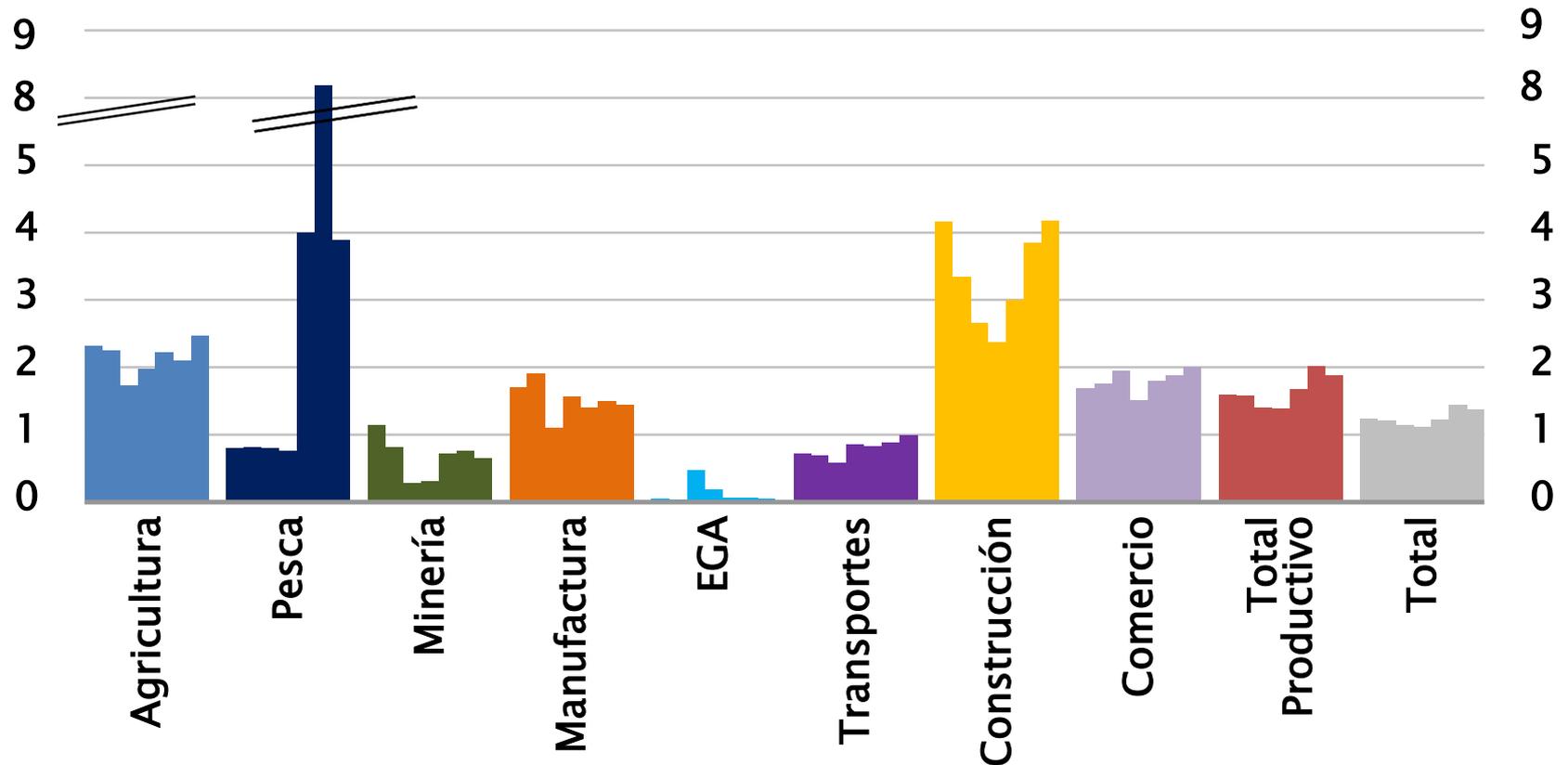
(1) A la izquierda de la línea punteada, datos anuales. A la derecha, datos trimestrales. (2) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros más impuestos sobre activos totales. (3) Razón deuda a patrimonio.

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



# Algunos sectores económicos presentan un incremento de los indicadores de no pago, destacándose construcción y pesca.

Índice de Cuota Impaga (1) (2) (3)  
(porcentaje de las colocaciones)



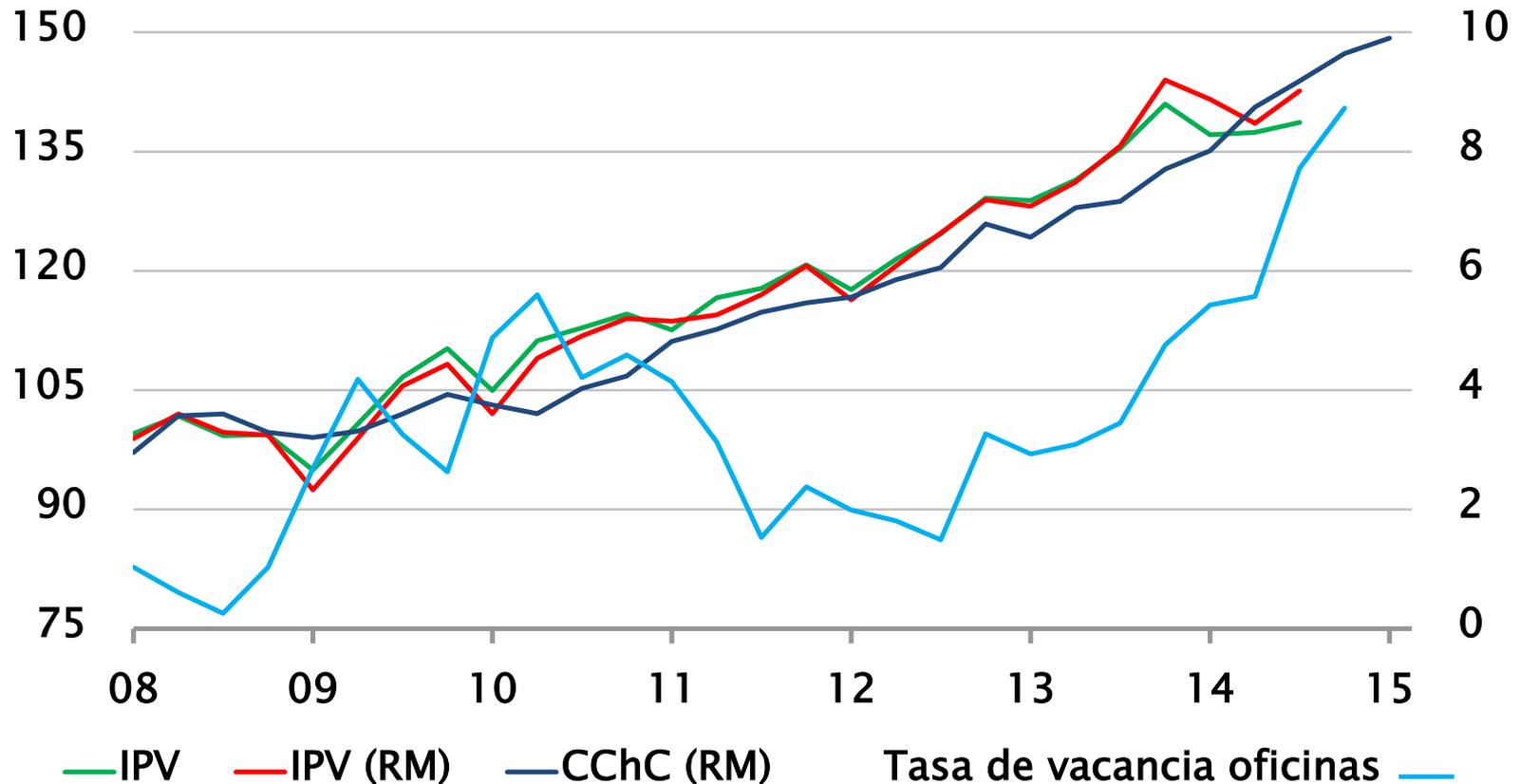
(1) Los sectores detallados corresponden a sectores productivos. Se excluyen personas y empresas sin clasificación sectorial. (2) Datos a diciembre desde 2009 al 2014, exceptuando el último, que corresponde a marzo 2015. (3) No considera colocaciones contingentes.

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



En el mercado inmobiliario residencial, la actividad se mantiene dinámica con precios que continúan creciendo. En el sector de oficinas, la tasa de vacancia siguió aumentando.

Precios de viviendas y tasa de vacancia de oficinas (\*)  
(índice promedio 2008 = 100; porcentaje)



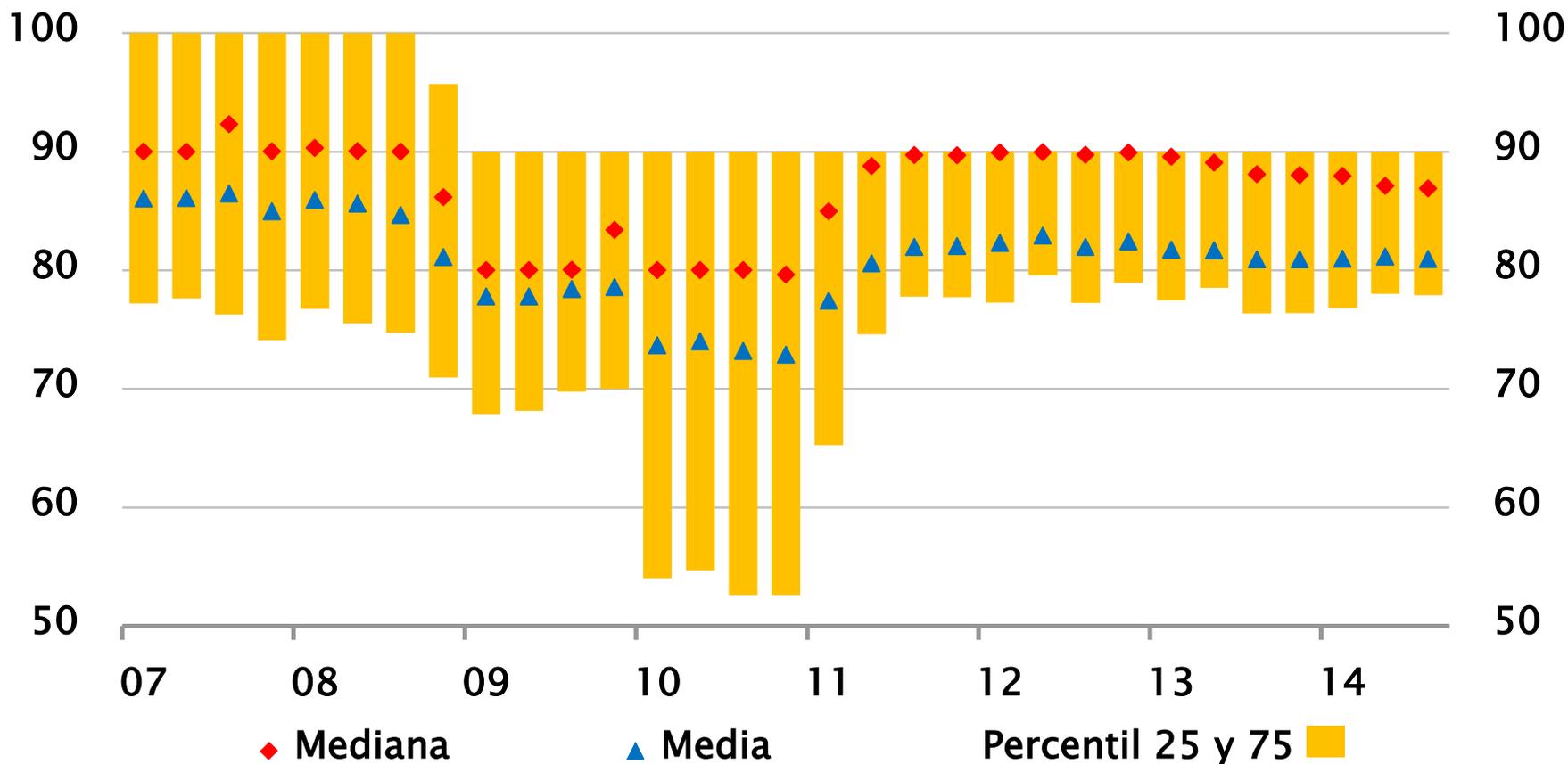
(\*) IPV método estratificado. CChC modelo hedónico para viviendas nuevas.

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



Dentro de las condiciones de otorgamiento de los créditos hipotecarios, la razón deuda a garantía se ha mantenido estable en un promedio cercano a 80% para el 2014.

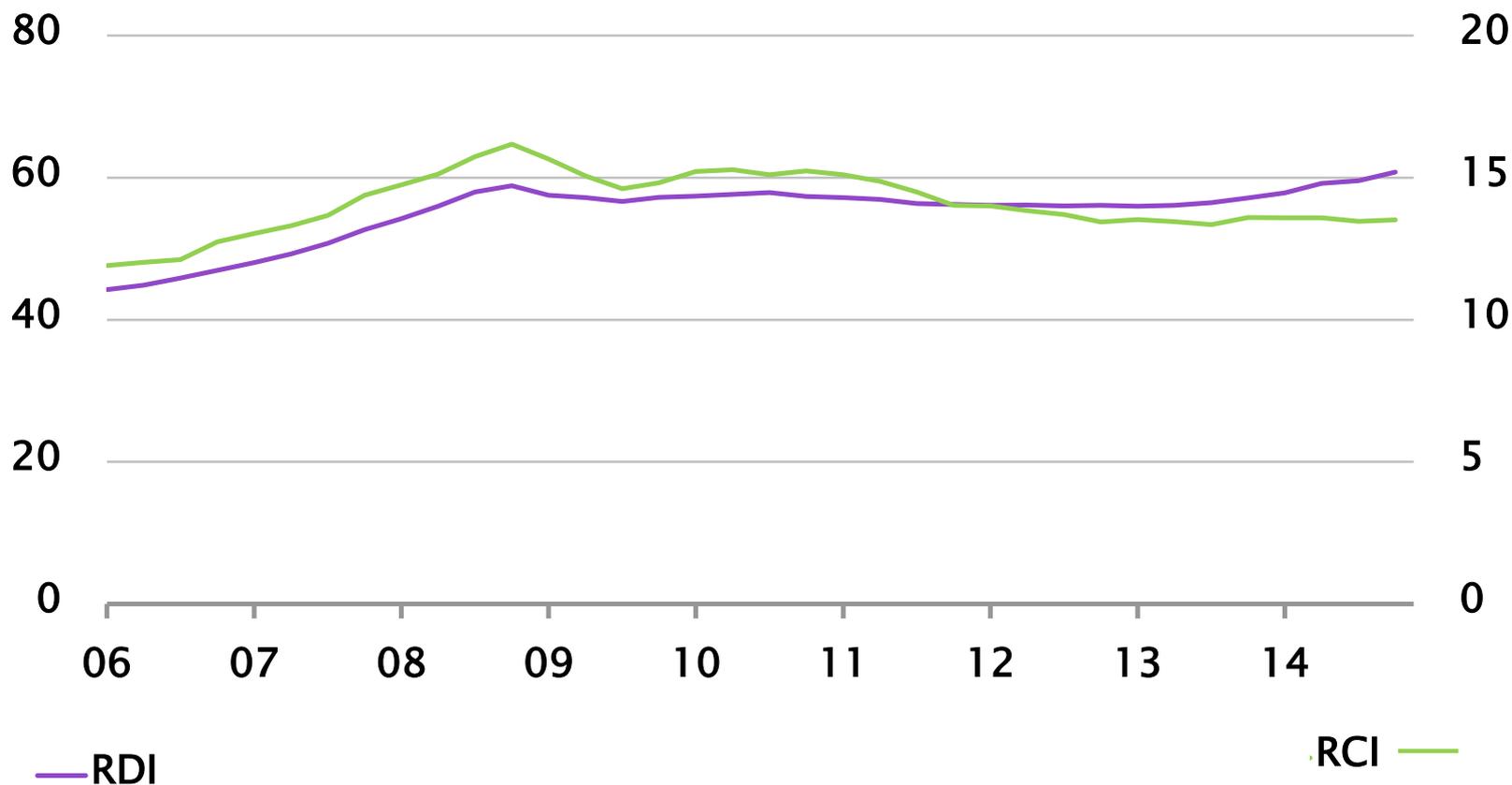
Razón entre crédito y valor de la vivienda  
(porcentaje)





En los hogares, la deuda sobre ingreso disponible subió en 2014, mientras que la carga financiera siguió en torno a 14%, por los bajos niveles de las tasas de interés.

### Endeudamiento y carga financiera de los hogares (porcentaje del ingreso disponible)

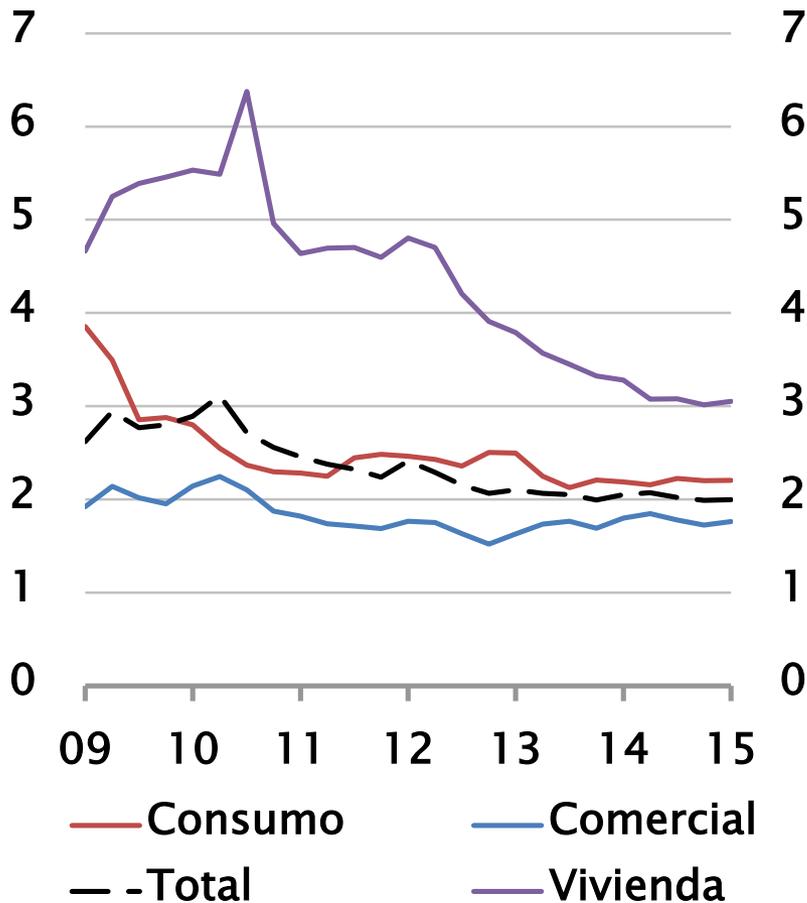


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

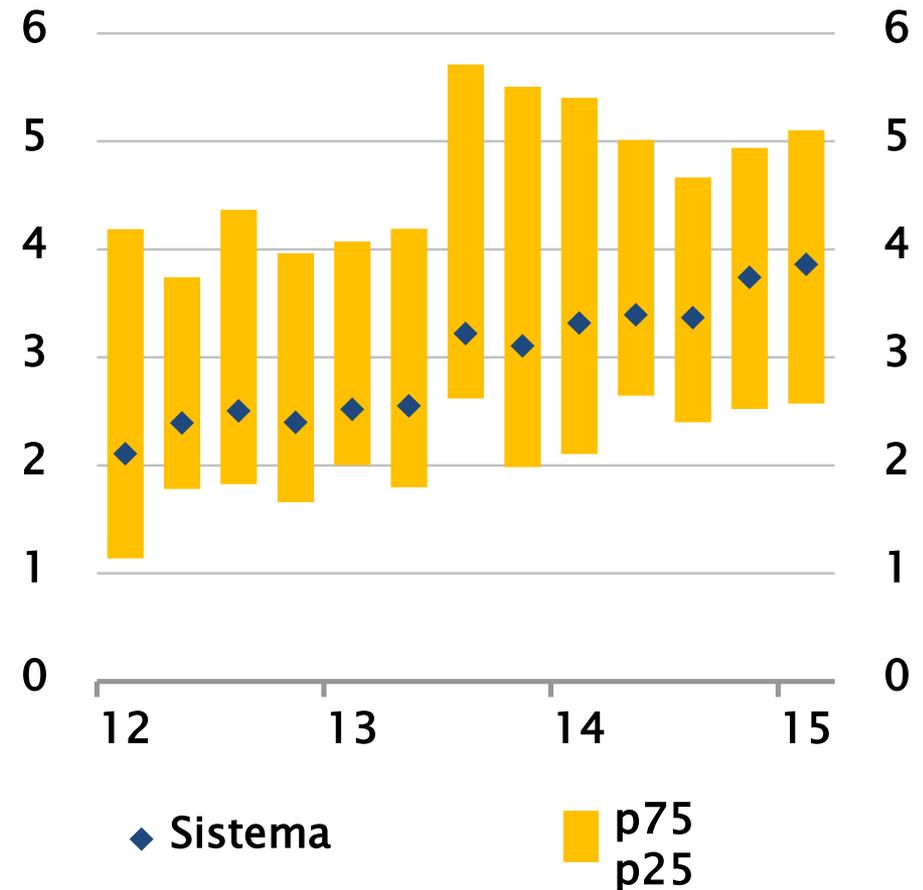


En la banca, los indicadores de pago bancarios agregados no han mostrado un deterioro, pero la cartera comercial exhibe algún grado de heterogeneidad entre bancos.

Índice de mora de 90 días  
(porcentaje de las colocaciones)



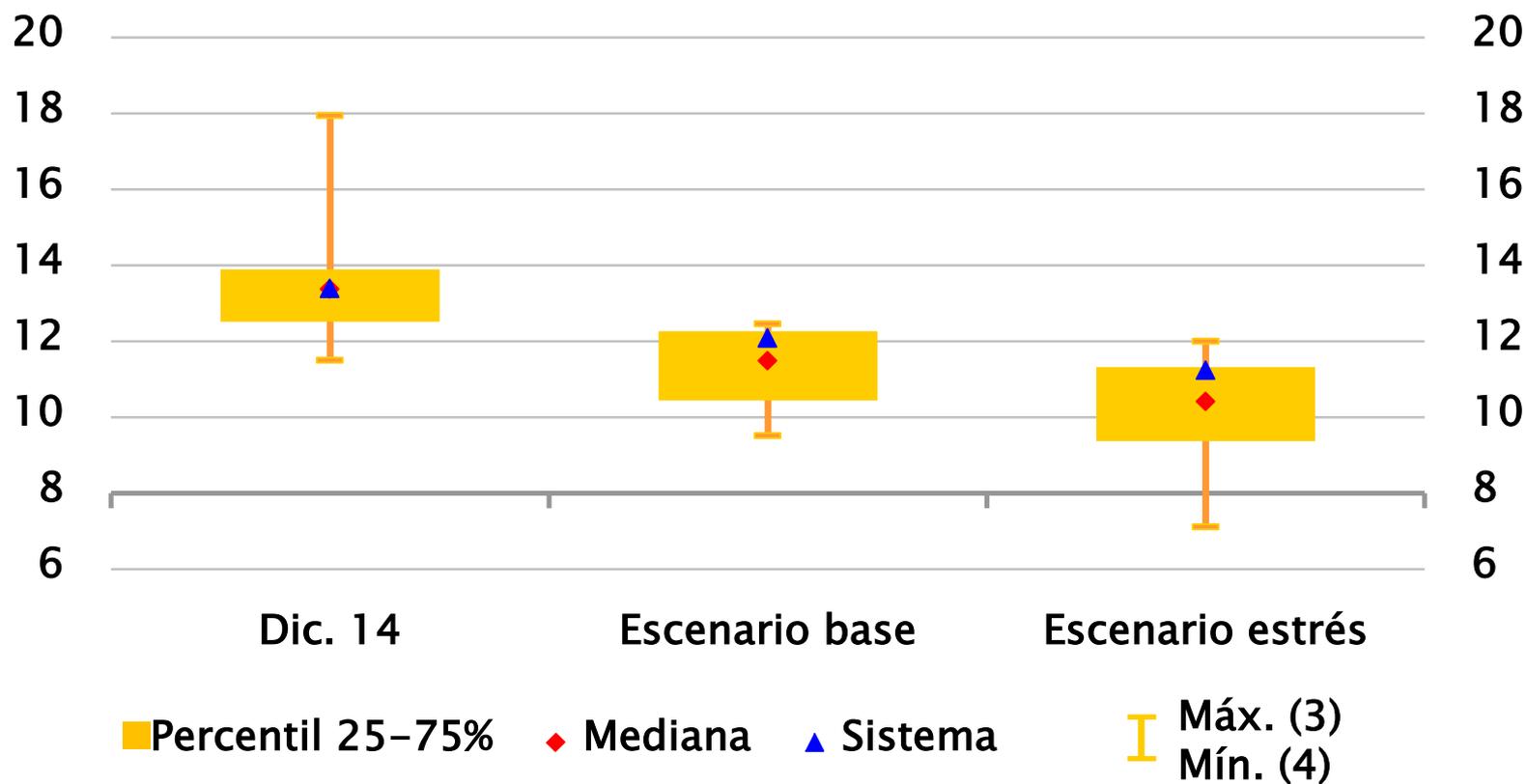
Distribución de la cartera subestándar  
(porcentaje de las colocaciones comerciales)





Los indicadores financieros de la banca se mantienen estables y los ejercicios de tensión dan cuenta que los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo.

### Impacto de distintos escenarios sobre el índice de adecuación de capital (1)(2) (patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución. (2) Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior. (3) Los máximos corresponden al percentil 90. (4) Los mínimos corresponden al percentil 1.

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



# Puntos destacados IEF

- Se mantiene la nota de cautela de IEF previos, respecto de la situación de endeudamiento del sector corporativo. Esto, asociado a algunos factores como el aumento de la deuda sobre PIB, la rentabilidad acotada, y el deterioro de algunos indicadores de no pago.
- Los indicadores agregados del sector hogares siguen relativamente estables. El mayor endeudamiento está asociado a la deuda hipotecaria, la cual se explica por la dinámica de los precios de vivienda.
- Los ejercicios de tensión dan cuenta que los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo.
- En este contexto, el aumento del endeudamiento de los usuarios de crédito locales, tanto empresas como hogares, se traduce en una menor resiliencia ante eventos de estrés financiero, o ante un deterioro del entorno macroeconómico.



# Comentarios finales

- El panorama macroeconómico interno y externo no ha variado mayormente respecto de lo previsto en marzo.
- La actividad y la demanda crecen a tasas anuales moderadas, aunque superiores a la de la segunda mitad del 2014. Sin embargo, se estima que su recuperación prevista para el segundo semestre de 2015 será a un ritmo más lento.
- La inflación se ha moderado, pero sigue en niveles elevados y, por cierto, continúa siendo nuestra principal preocupación. En el escenario base, se proyecta que seguirá en torno a 4% por algunos meses y luego descenderá hacia la meta de 3%.
- En lo externo, la recuperación de las economías desarrolladas se ve más balanceada entre países. Las emergentes siguen con una debilidad algo mayor.
- Las condiciones financieras internacionales continúan siendo muy favorables desde una perspectiva histórica, aunque no significa que los riesgos de cambios abruptos de las mismas no sigan presentes.
- Respecto de los riesgos para la estabilidad financiera, el IEF tampoco muestra grandes cambios. El endeudamiento de las empresas continuó aumentando en los últimos trimestres. La carga financiera de las empresas y de los hogares no ha aumentado.



# Comentarios finales

- Es indudable que, tanto la política monetaria como la fiscal ya han hecho su trabajo. Es por eso que, para retomar la senda de crecimiento, es imprescindible una recuperación de la inversión, ganar eficiencia en la asignación de recursos y aumentar la productividad.
- En lo fiscal, es evidente que para cumplir los compromisos en esta materia, el gasto a futuro no puede seguir creciendo a las tasas proyectadas para este año.
- Un elemento clave es la recuperación de la confianza, que, contra nuestros pronósticos, está tomando más tiempo del esperado.
- Por nuestro lado, seguiremos haciendo los máximos esfuerzos por suavizar el ciclo económico, pero siempre manteniendo como objetivo principal la estabilidad de los precios.
- La inflación sigue siendo nuestra principal preocupación. Tal como ha sido nuestra evaluación desde finales del año pasado, no vemos espacio para nuevos recortes. Si bien las condiciones actuales hacen hoy más probable que el retiro gradual del estímulo monetario se comience a discutir en los primeros meses de 2016, eso dependerá de que la evolución de la inflación en los meses que siguen esté en línea con nuestros pronósticos.