INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Junio 2015

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Primer Semestre 2015

Sebastián Claro
Consejero

BANCO CENTRAL DE CHILE

04 DE JUNIO 2015

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.

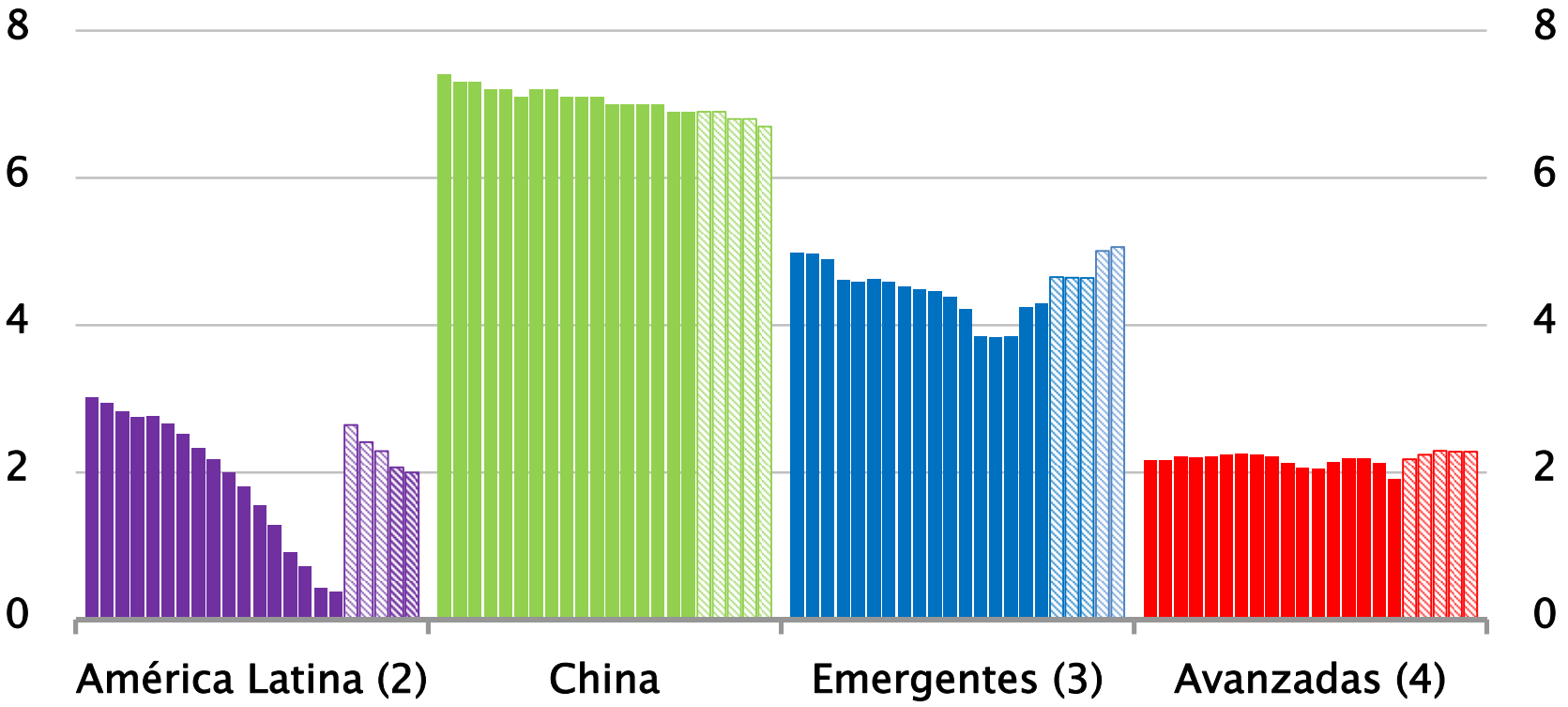
- La actividad y la demanda siguen creciendo a un ritmo moderado, con un primer trimestre que fue mejor que lo previsto pero, según los datos más recientes, el resto del año sería algo menos dinámico que lo estimado previamente.

- En lo externo, el panorama de crecimiento global tampoco mostró cambios mayores. Destacó el inicio de año más débil en Estados Unidos y la consolidación de las mejores perspectivas en Europa. 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

Los datos de actividad mundial han mostrado un crecimiento menor en EE.UU y algo mejor en la Eurozona. Las economías emergentes han confirmado un menor dinamismo, y en América Latina se observa un deterioro más profundo.

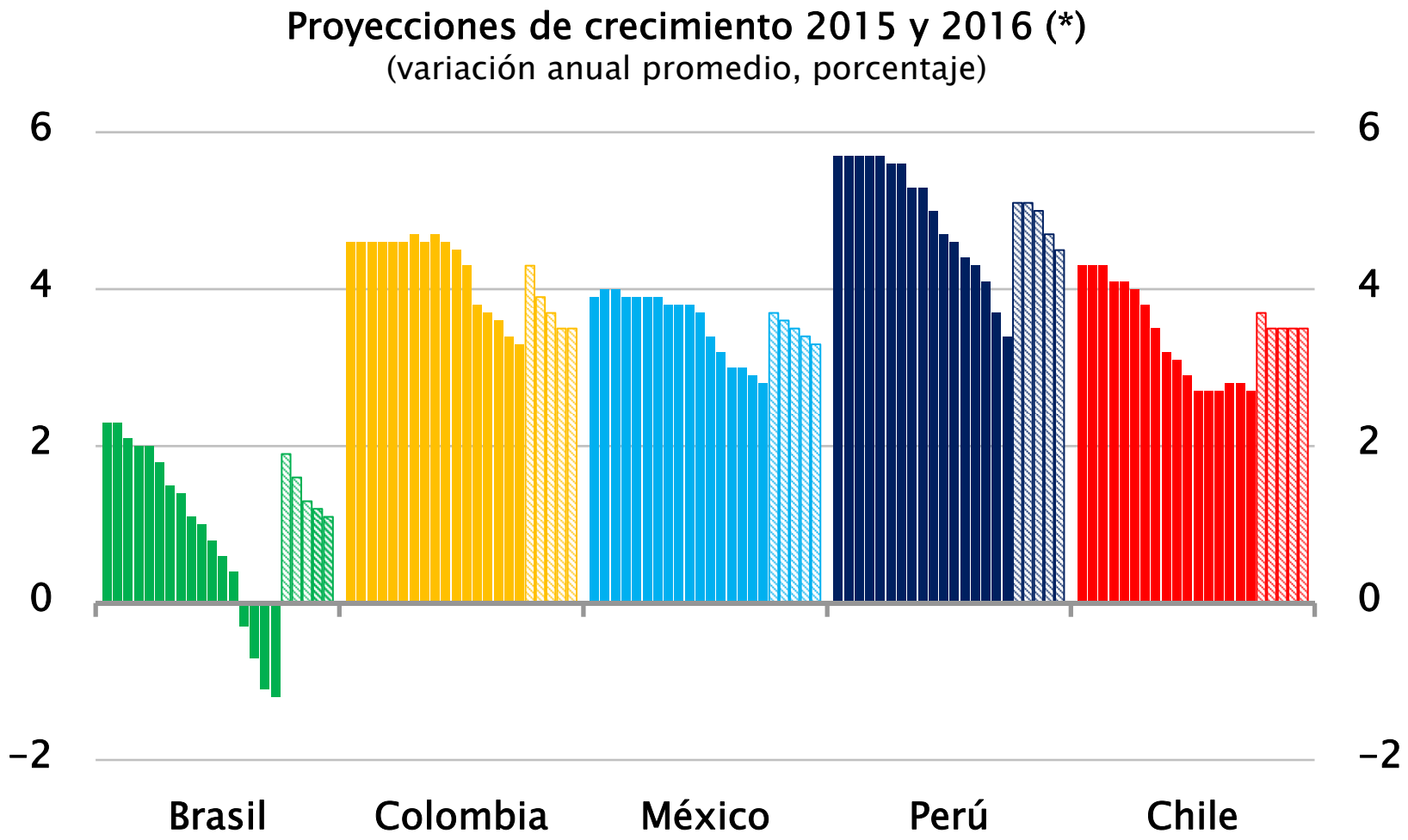
Proyecciones de crecimiento 2015 y 2016 (1)
(variación anual promedio, porcentaje)



(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. (4) EE.UU., Eurozona y Japón.

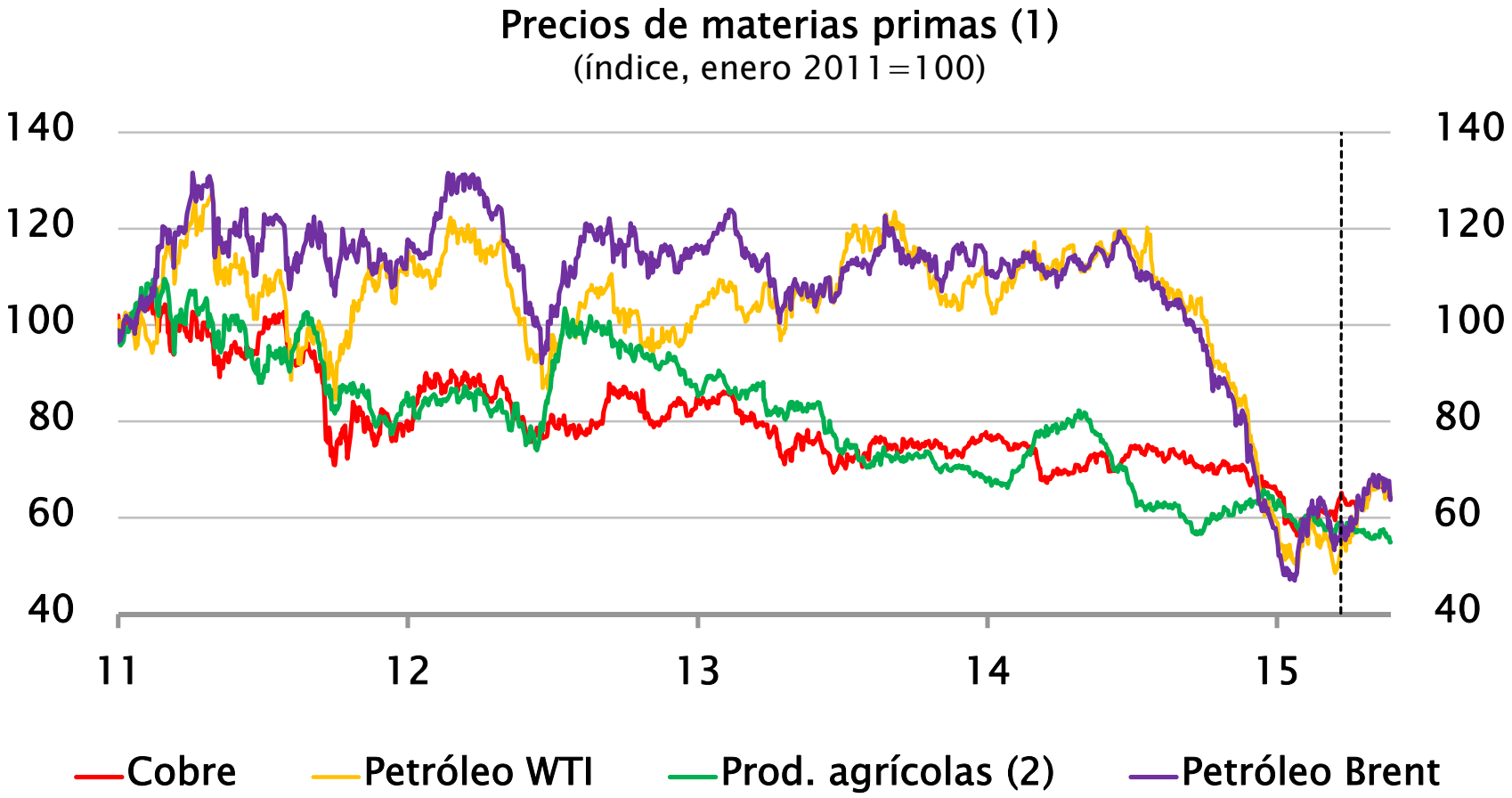
Fuentes: Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.

En América Latina, el ajuste en las proyecciones es generalizado, destacando la corrección en Brasil, economía donde se proyecta una caída de -1,2% durante 2015, su peor desempeño en varios años.



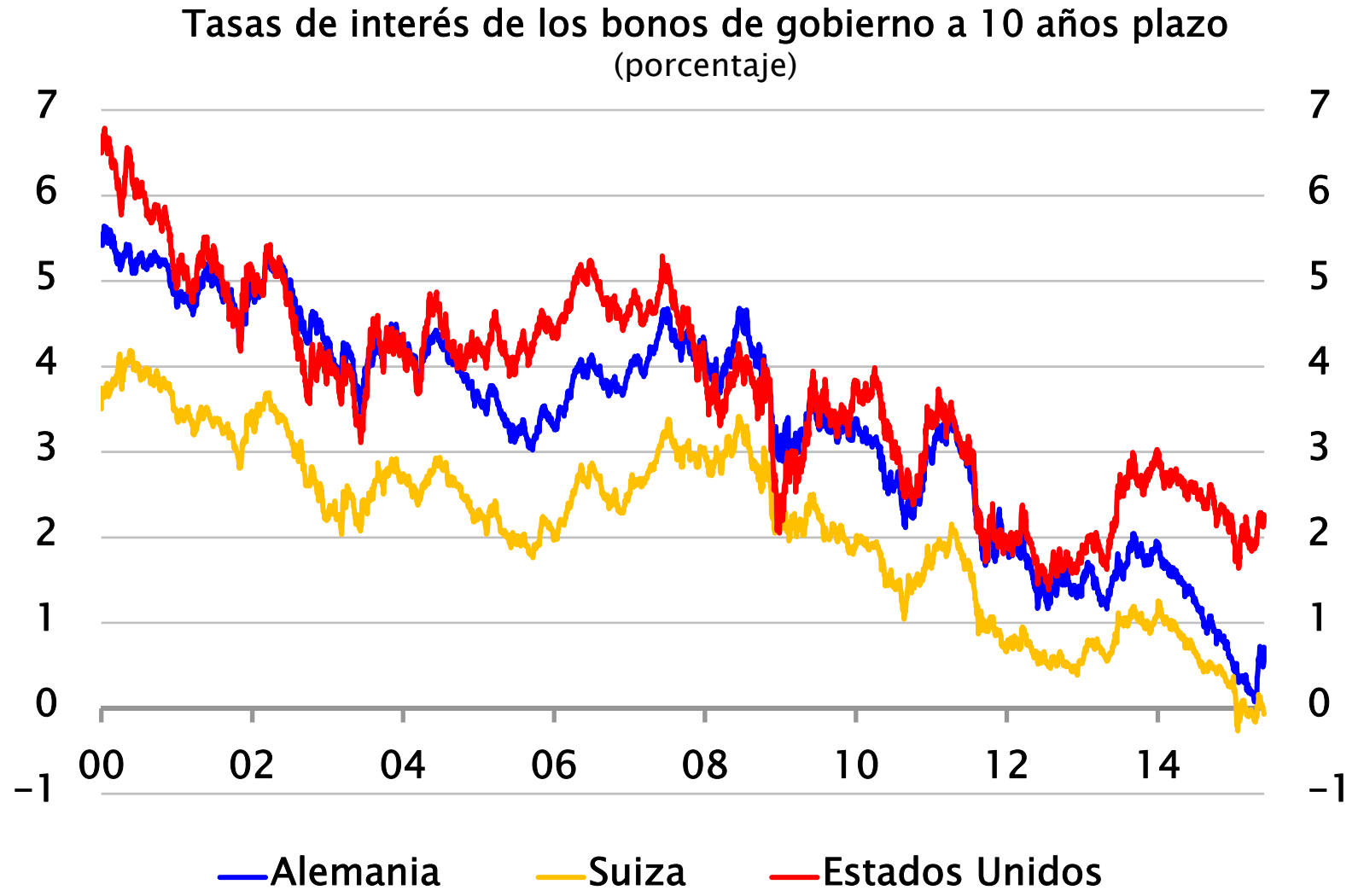
(*) Cada barra corresponde a proyecciones para el 2015 desde enero del 2014 a la fecha. Las barras achuradas corresponden a proyecciones para el 2016 desde enero 2015 a la fecha.
Fuente: Consensus Forecasts.

Parte de este ajuste está explicado por la corrección en el precio de las materias primas. En los últimos trimestres, el petróleo cayó fuertemente, aunque se ha estabilizado en los últimos meses.



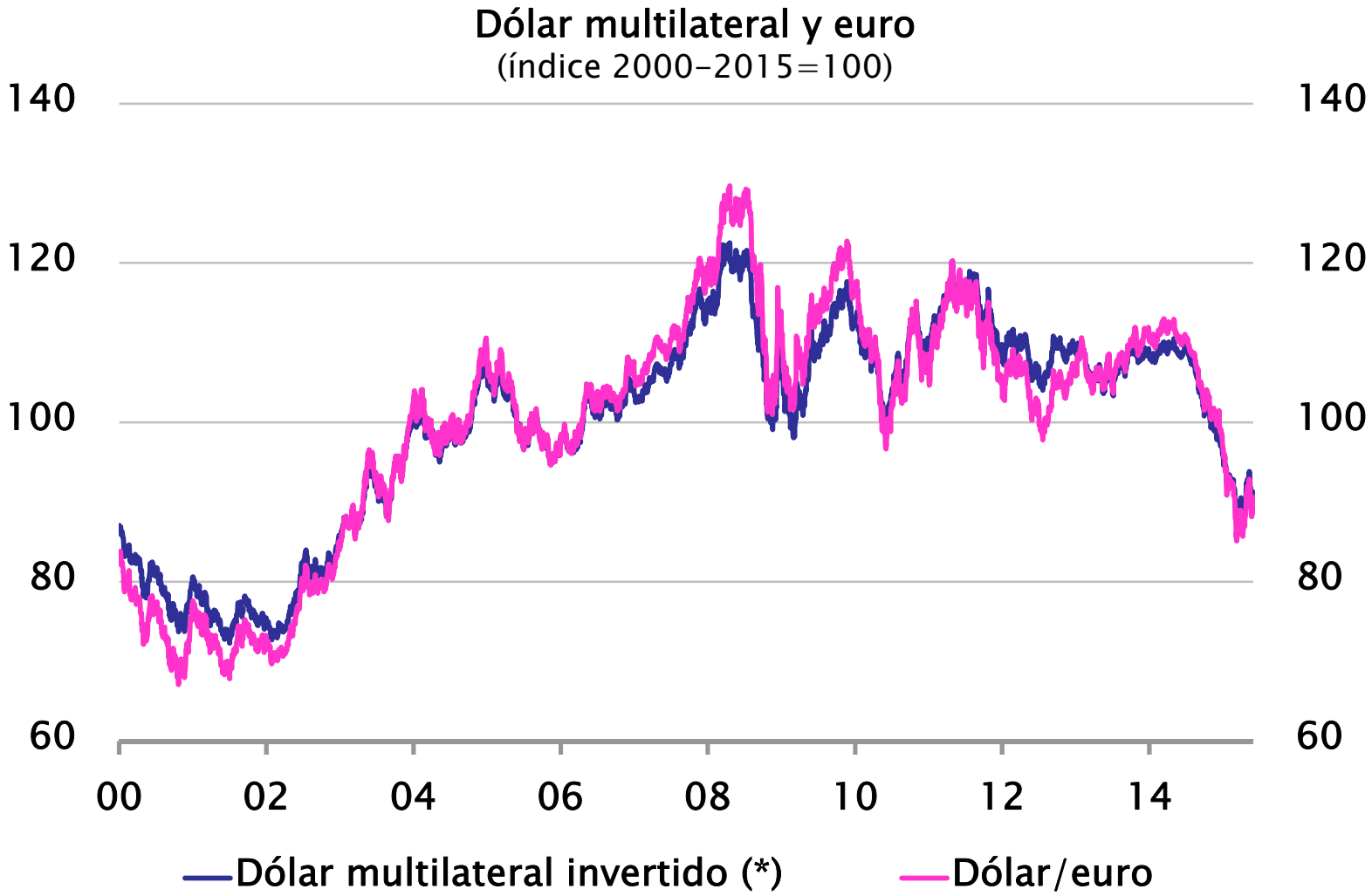
(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de marzo 2015.
(2) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.
Fuente: Bloomberg.

Las tasas de interés en los principales mercados continúan en mínimos históricos, mientras se espera hacia fines del 2015 el inicio de la normalización de tasas en Estados Unidos.



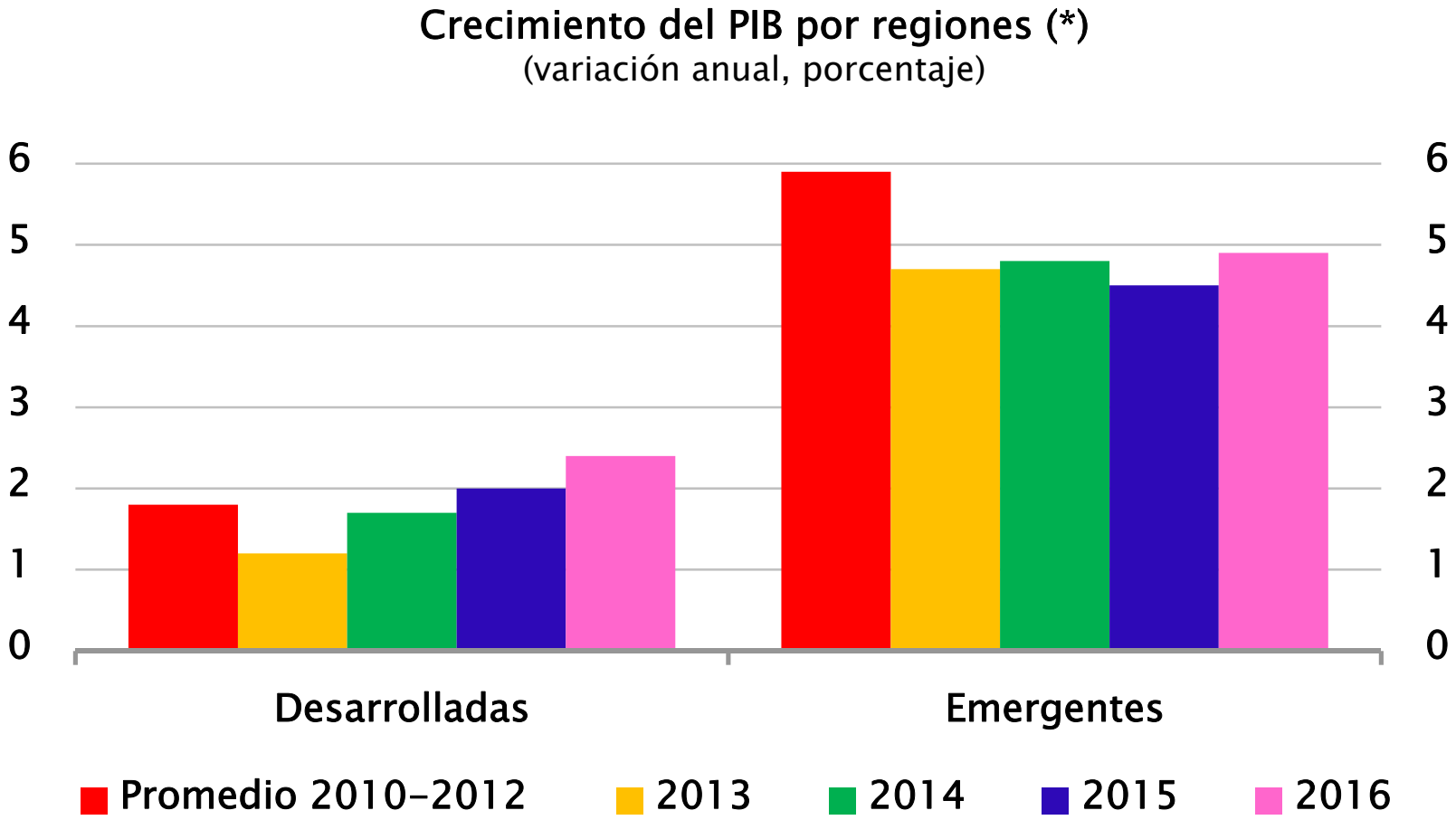
Fuente: Bloomberg.

Las mayores tasas en EE.UU han presionado al alza al dólar en los mercados mundiales, proceso que se ha detenido en las últimas semanas.



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

Con todo, se sigue anticipando que, en promedio, el crecimiento del bienio 2015-2016 será mayor que el del 2014.

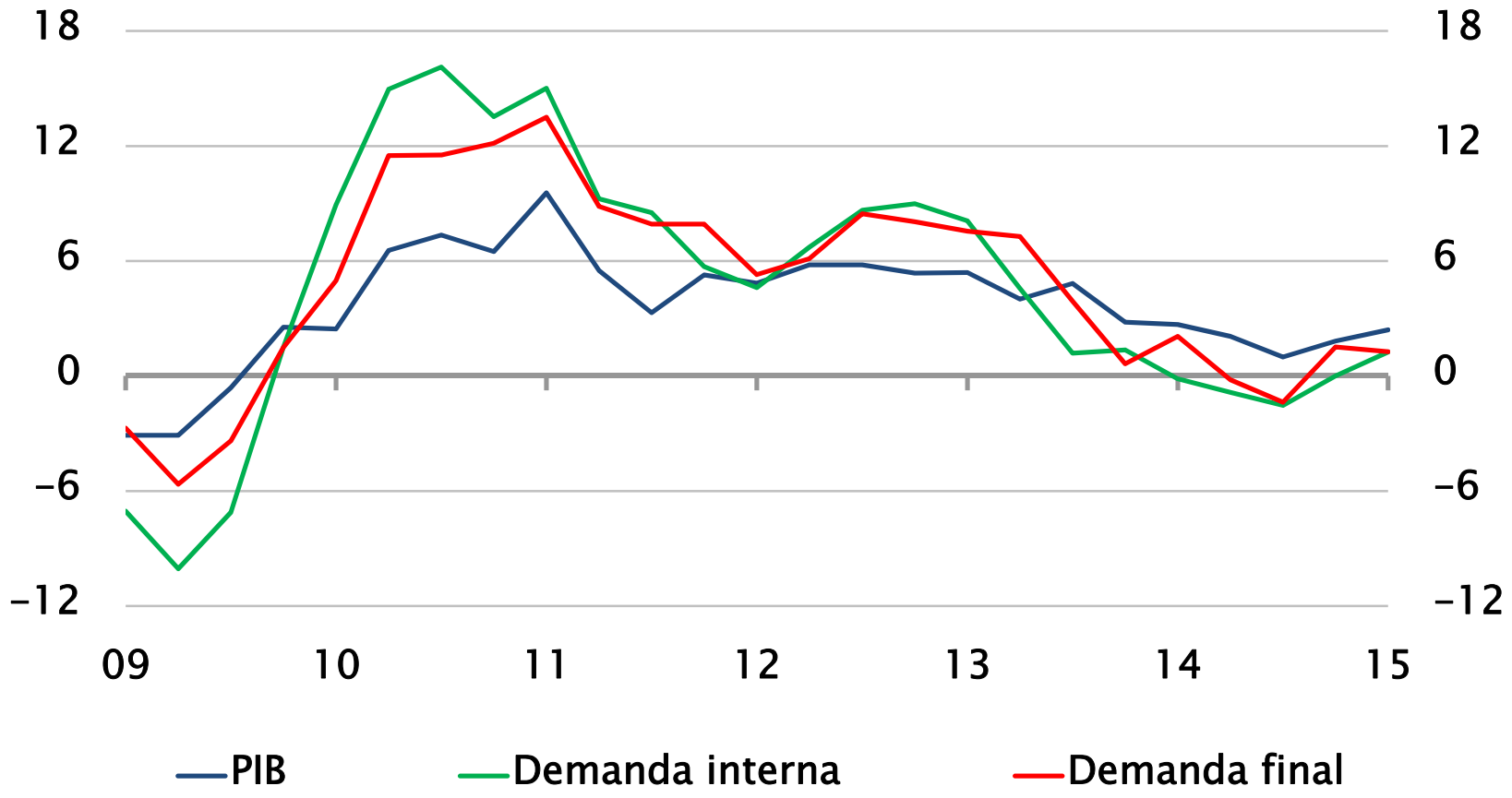


(*) Corresponde al crecimiento ponderado por PPC.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI.

Escenario interno

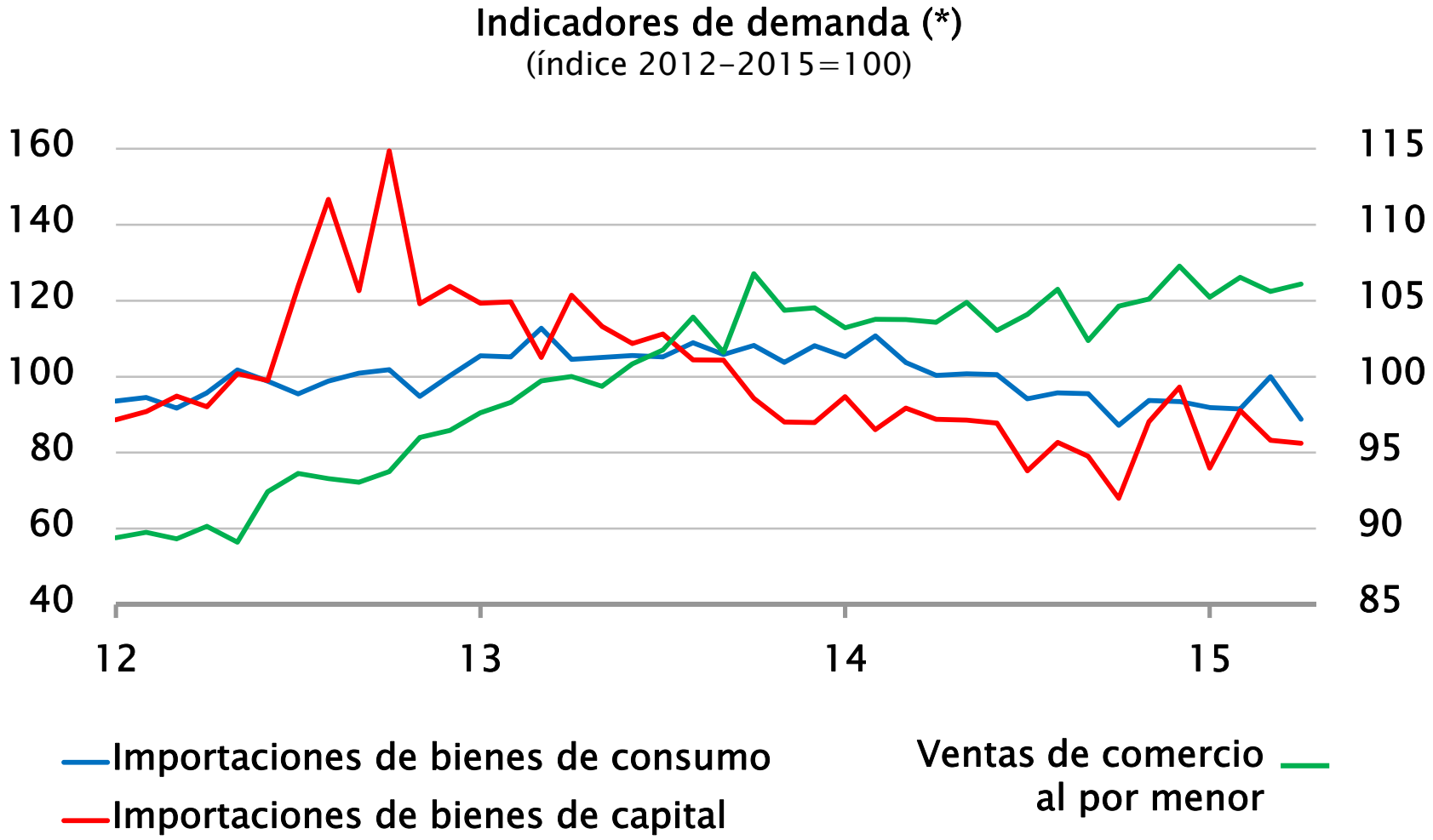
La actividad y la demanda siguen creciendo a un ritmo moderado. El PIB creció 2,4%, por sobre el segundo semestre del 2014, mientras que la demanda final aumentó a 1,3% anual.

PIB y demanda
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

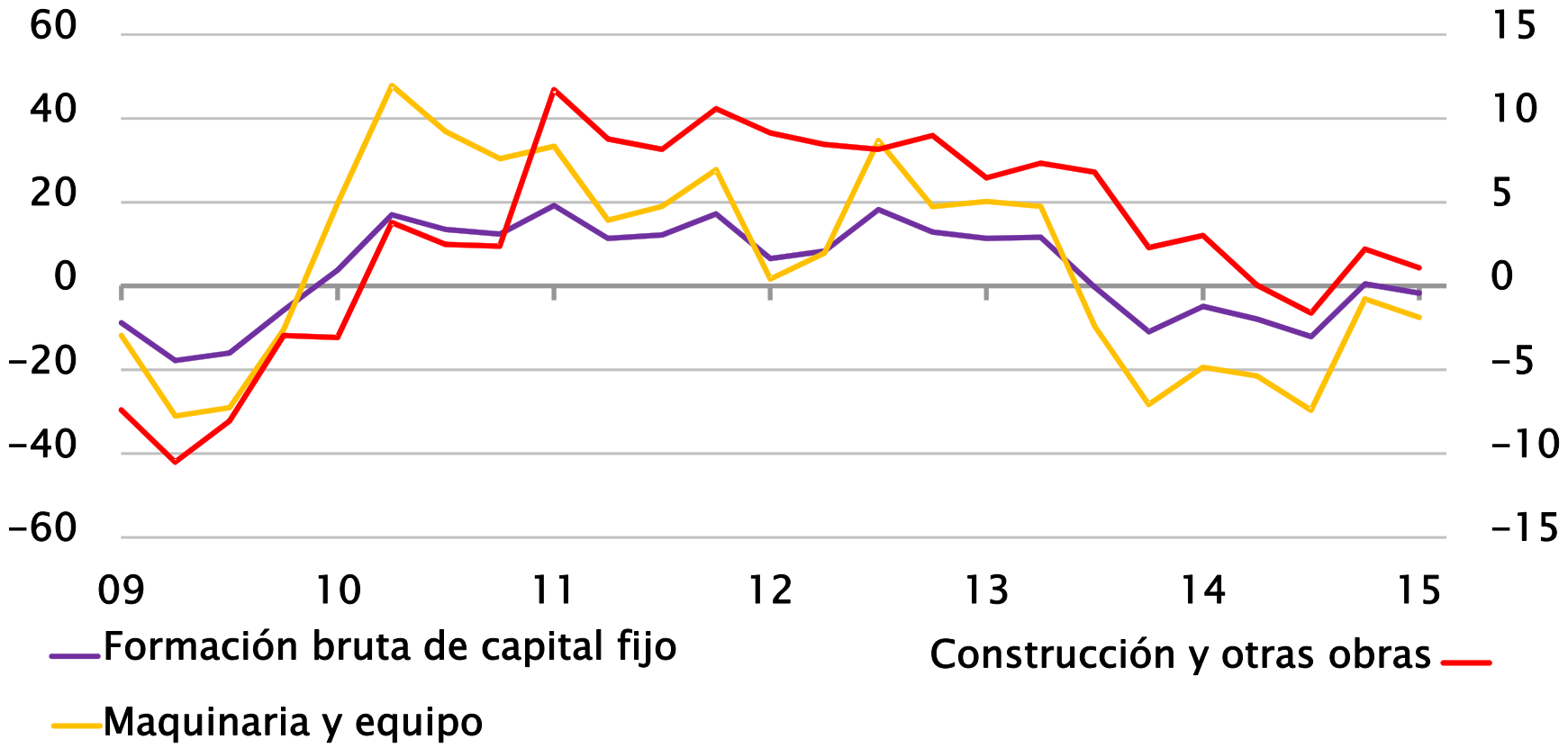
Los datos más recientes de consumo e inversión sugieren que la recuperación del crecimiento en lo que resta del año será algo más lenta que lo previsto.



(*) Series desestacionalizadas.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

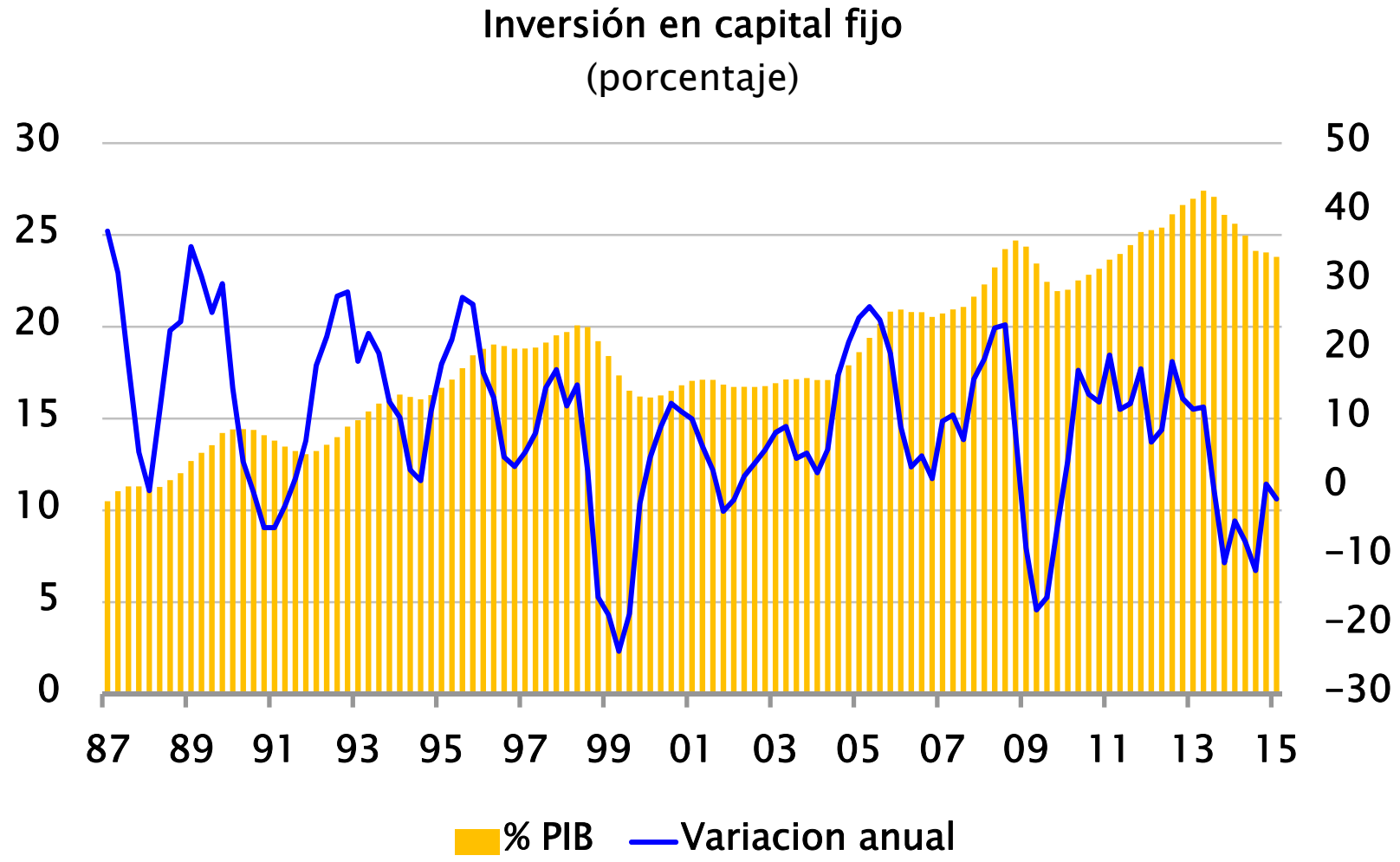
En el primer trimestre, la inversión total mostró una tasa de expansión anual negativa, con lo que se acumulan seis trimestres consecutivos de caídas.

Formación bruta de capital fijo
(variación anual, porcentaje)



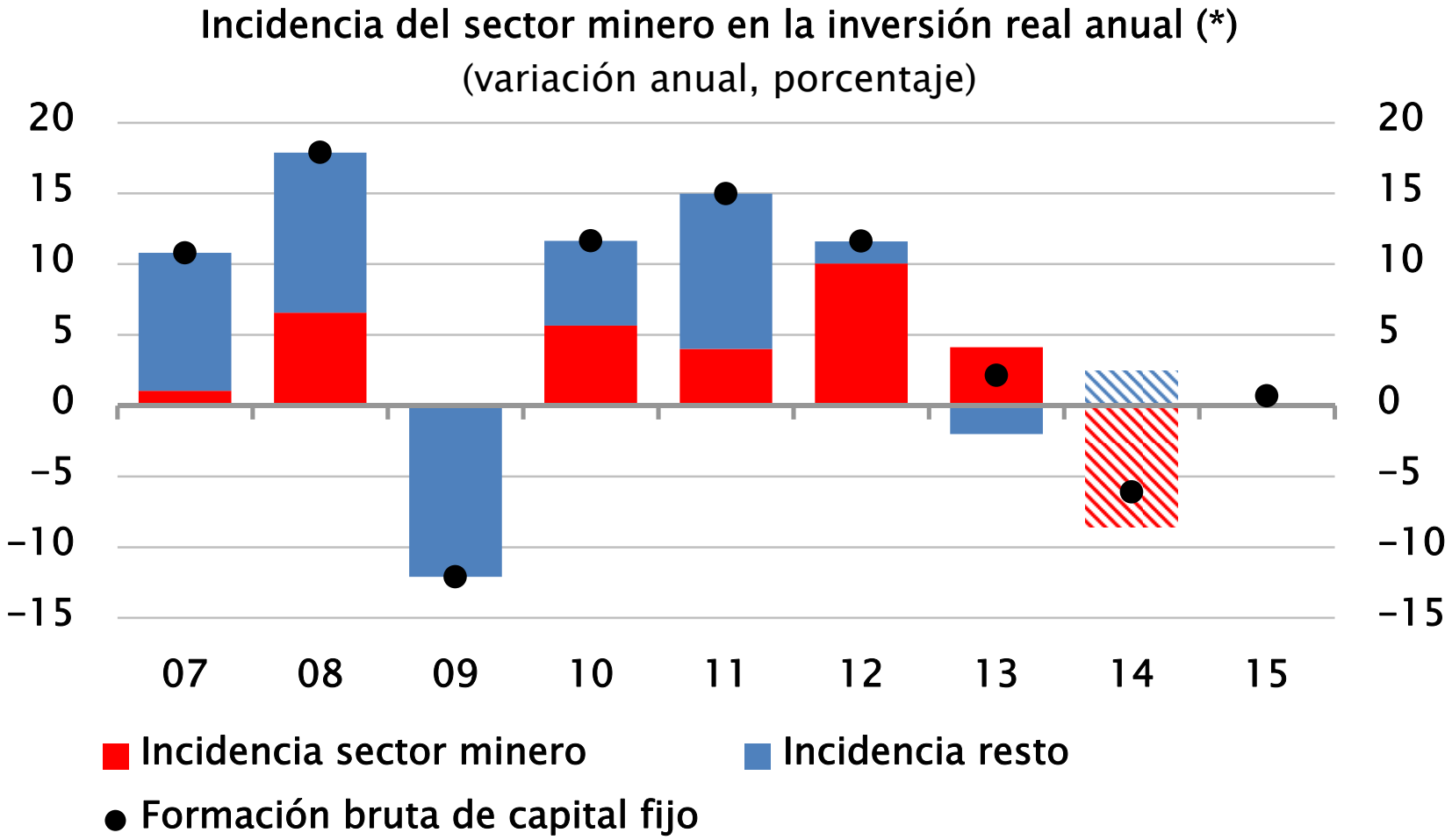
Fuente: Banco Central de Chile.

La prolongada debilidad de la inversión ha sido uno de los elementos más llamativos del último ciclo, y representa uno de los peores registros de las últimas tres décadas.



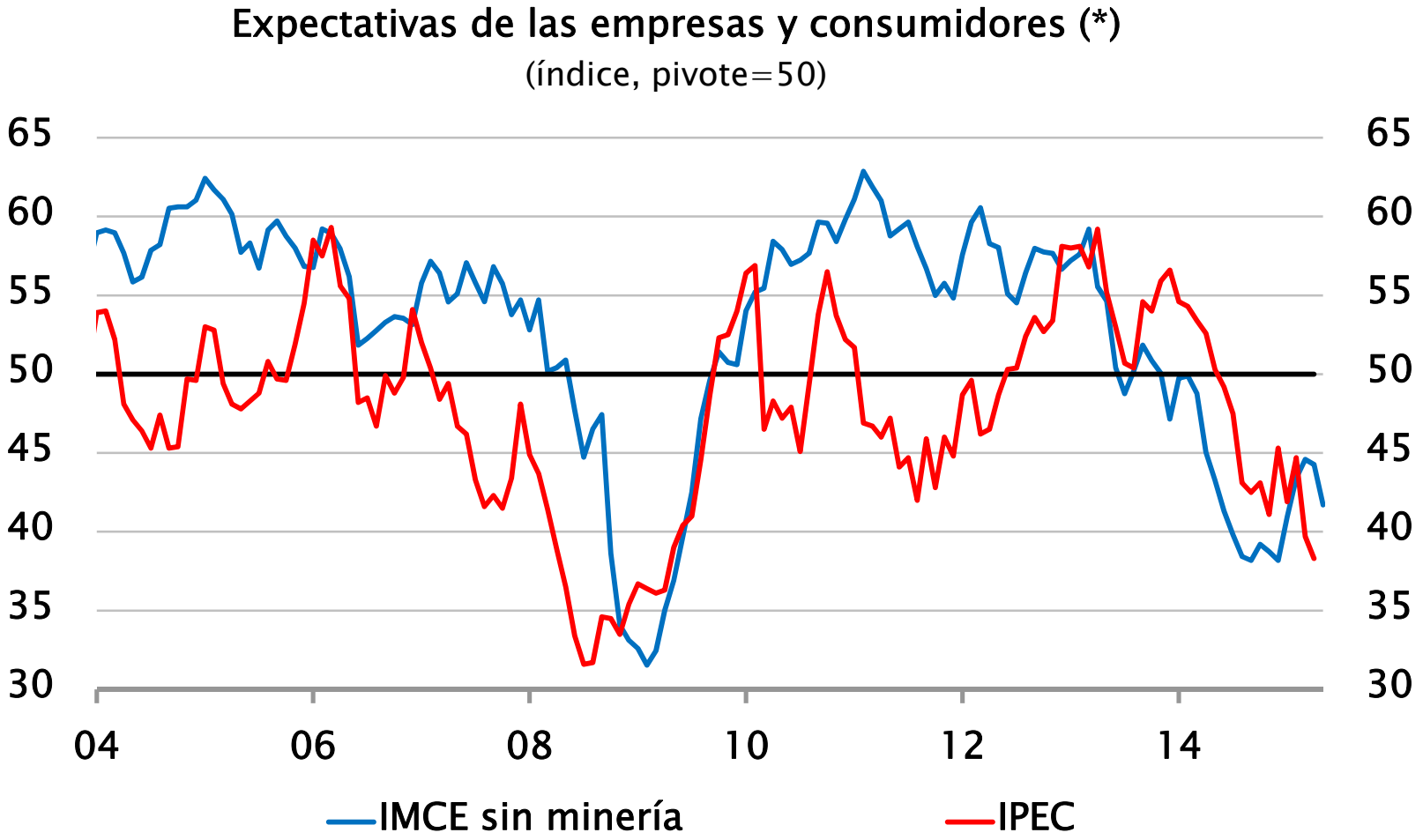
Fuente: Banco Central de Chile.

La debilidad de la inversión se debe tanto a la fuerte corrección en la inversión en minería, como al poco dinamismo que ha mostrado la inversión no minera.



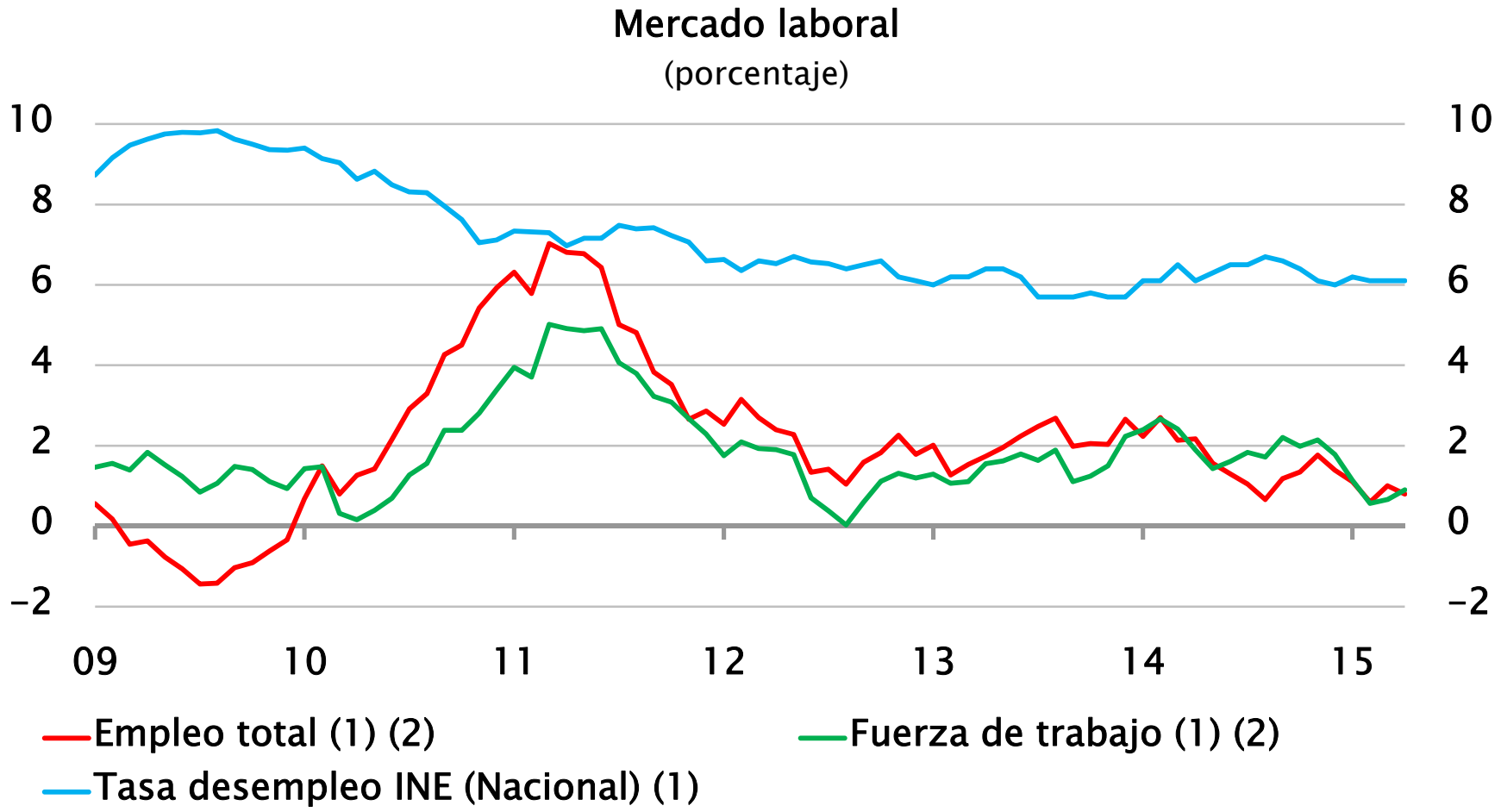
(*) Información hasta el 2013 en base a Cuentas Nacionales. El año 2014 se construye en base a información de Cochilco y SVS. Para el 2015 se utiliza la proyección para inversión total IPoM Junio 2015.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Cochilco y SVS.

Los indicadores de expectativas, muy relevantes en las decisiones de inversión, siguen en terreno claramente pesimista. La persistencia de esto limitará la recuperación en la segunda parte del año.



(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

La desaceleración de la actividad y demanda han producido una marcada desaceleración en la creación de empleo. El desempleo permanece bajo por un débil crecimiento de la fuerza laboral.

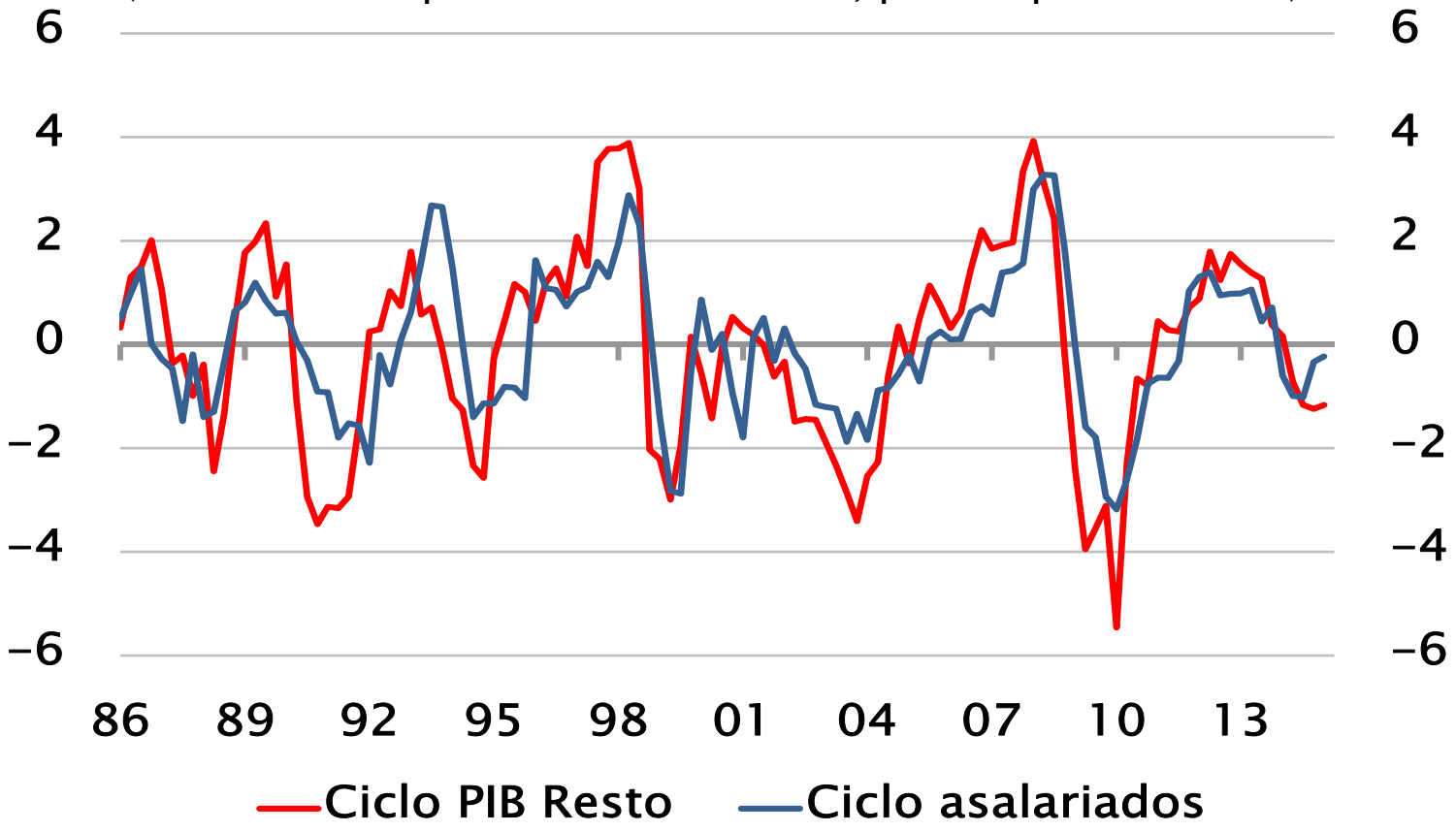


(1) Series empalmadas por el Banco Central con la variación mensual en marzo del 2010.
(2) Variación anual.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La creación de empleo asalariado mantiene una relación cercana con la evolución del PIB resto. En lo más reciente destaca un aumento del empleo asalariado mayor a lo esperado, principalmente dominado por el empleo público. En todo caso, tales divergencias se vieron en el pasado.

Ciclo empleo asalariado y actividad resto (*)

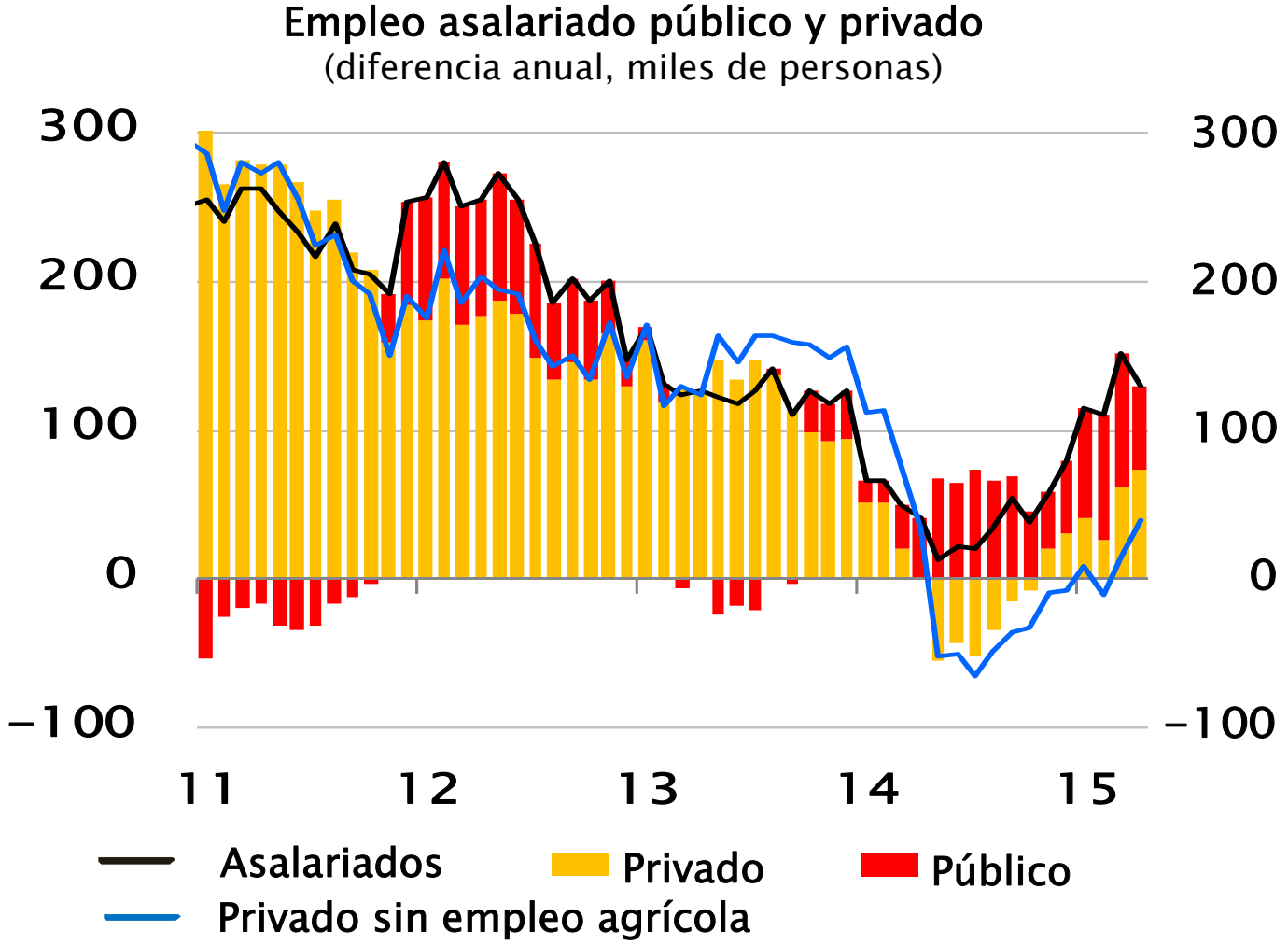
(desviación respecto de la tendencia, puntos porcentuales)



(*) El cálculo de la tendencia se realiza a través de un filtro *Hodrick-Prescott*.

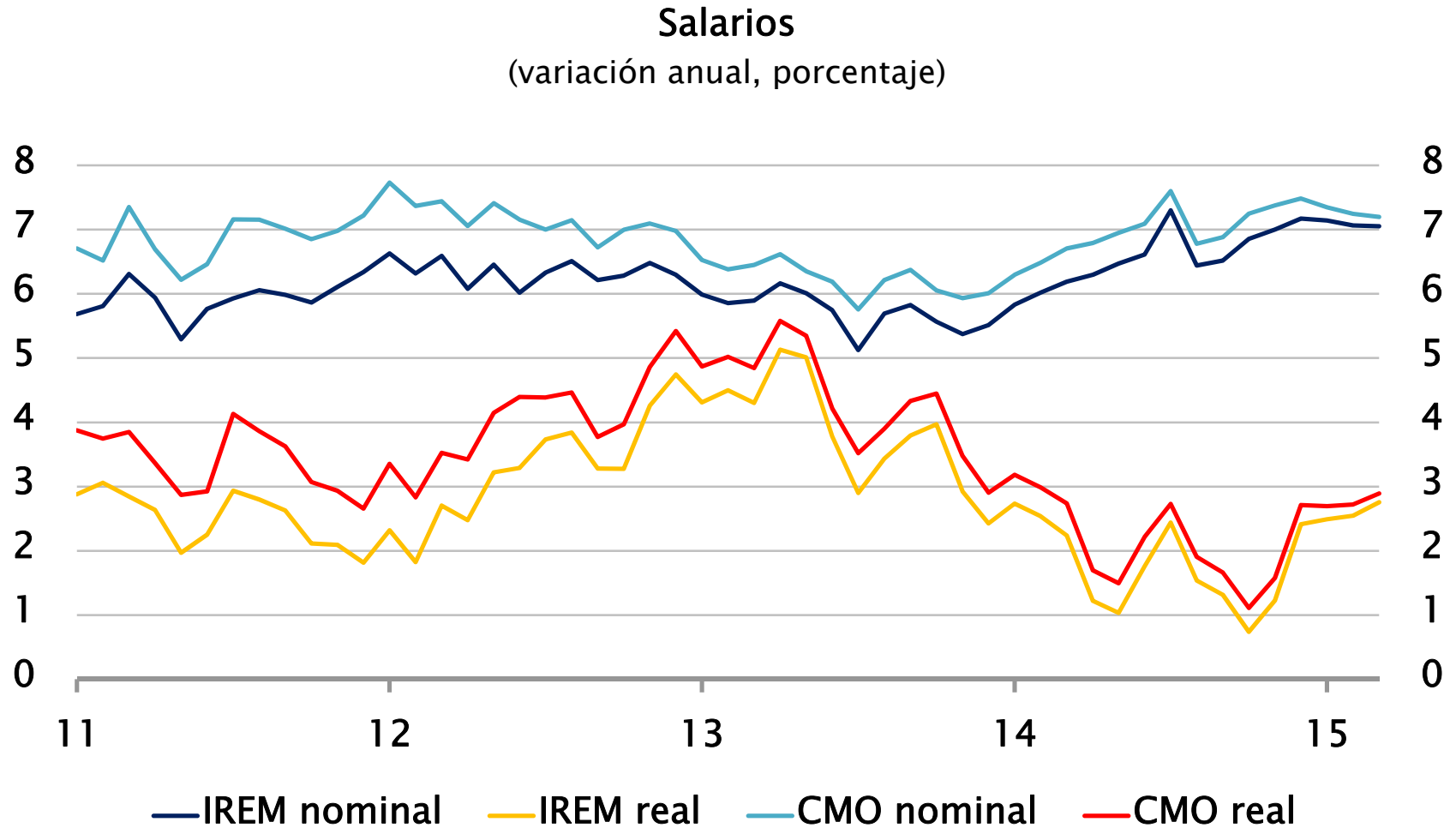
Fuente: Barrero *et al* (2015).

En los últimos meses se observa una disímil trayectoria en el empleo asalariado privado y público. El empleo privado no agrícola se mantiene con un bajo dinamismo.



Fuente: Barrero *et al* (2015).

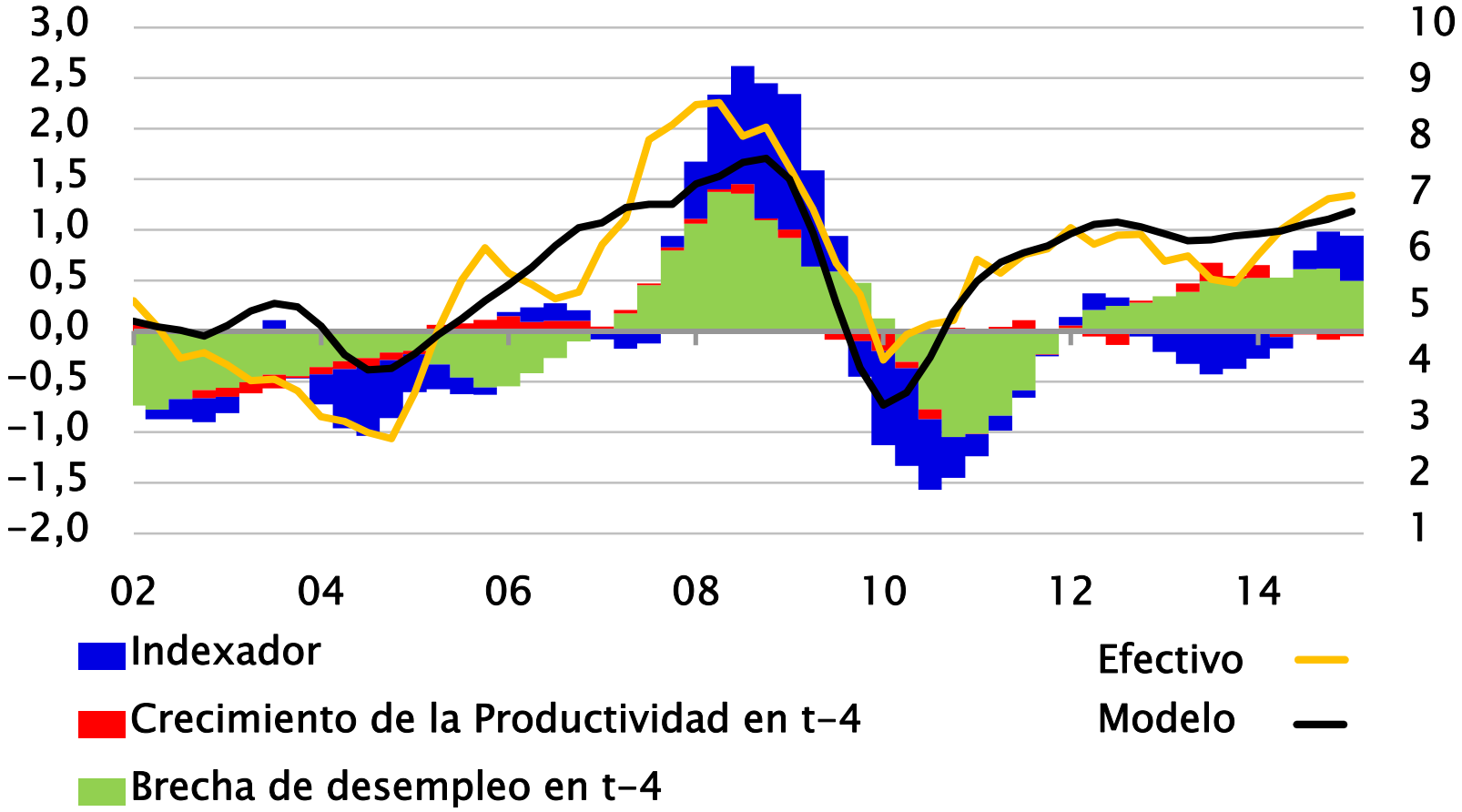
Con todo, el mercado laboral sigue mostrando salarios nominales creciendo a tasas elevadas, algo por sobre 7%.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

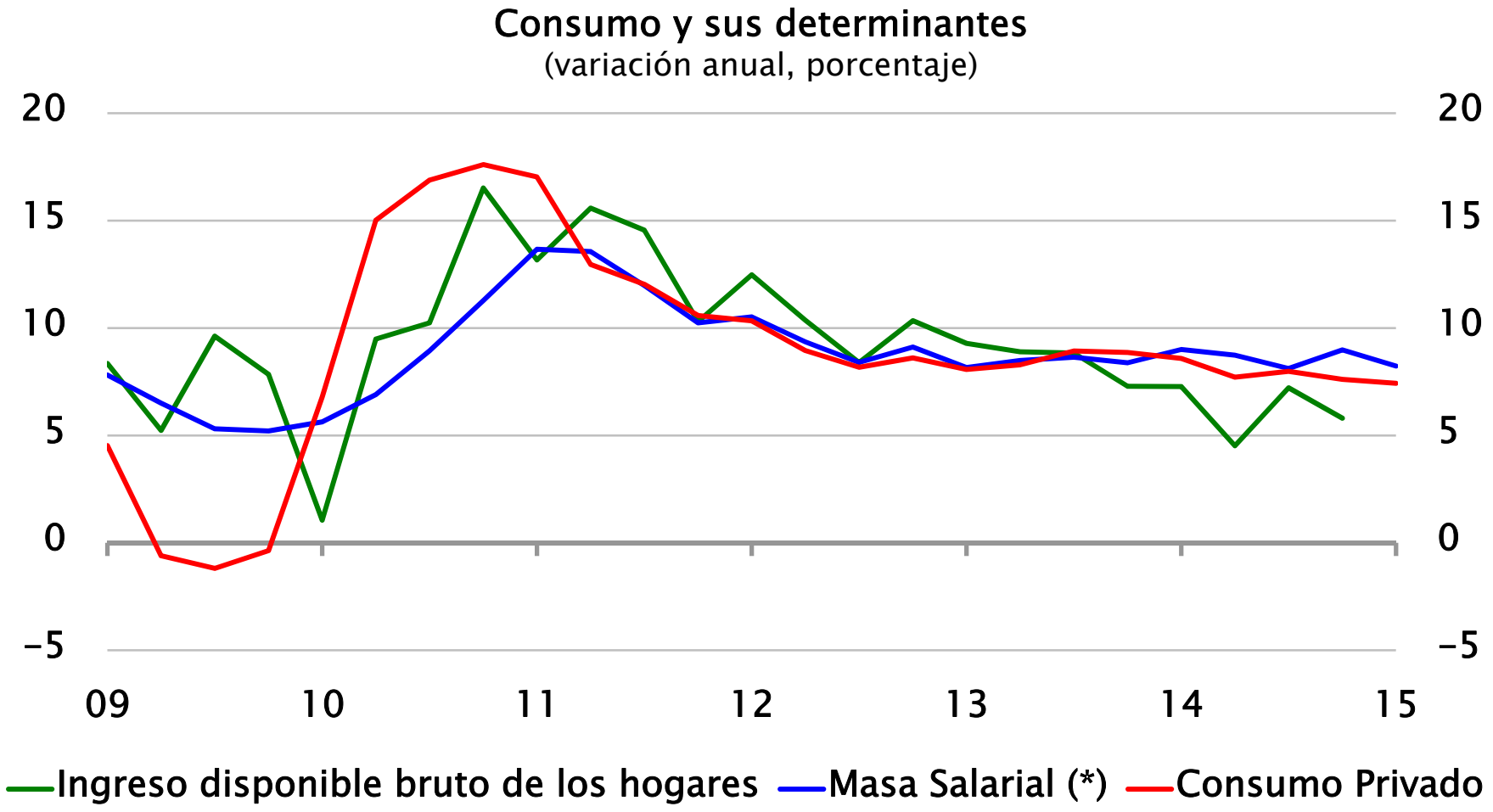
El mayor crecimiento de los salarios por sobre su promedio histórico se explica por un mercado laboral que todavía se encuentra relativamente estrecho y por los efectos de reajustes acordes con la mayor inflación pasada.

Crecimiento anual del IREM y desvíos respecto del promedio 2001-2014
(puntos porcentuales; variación anual)



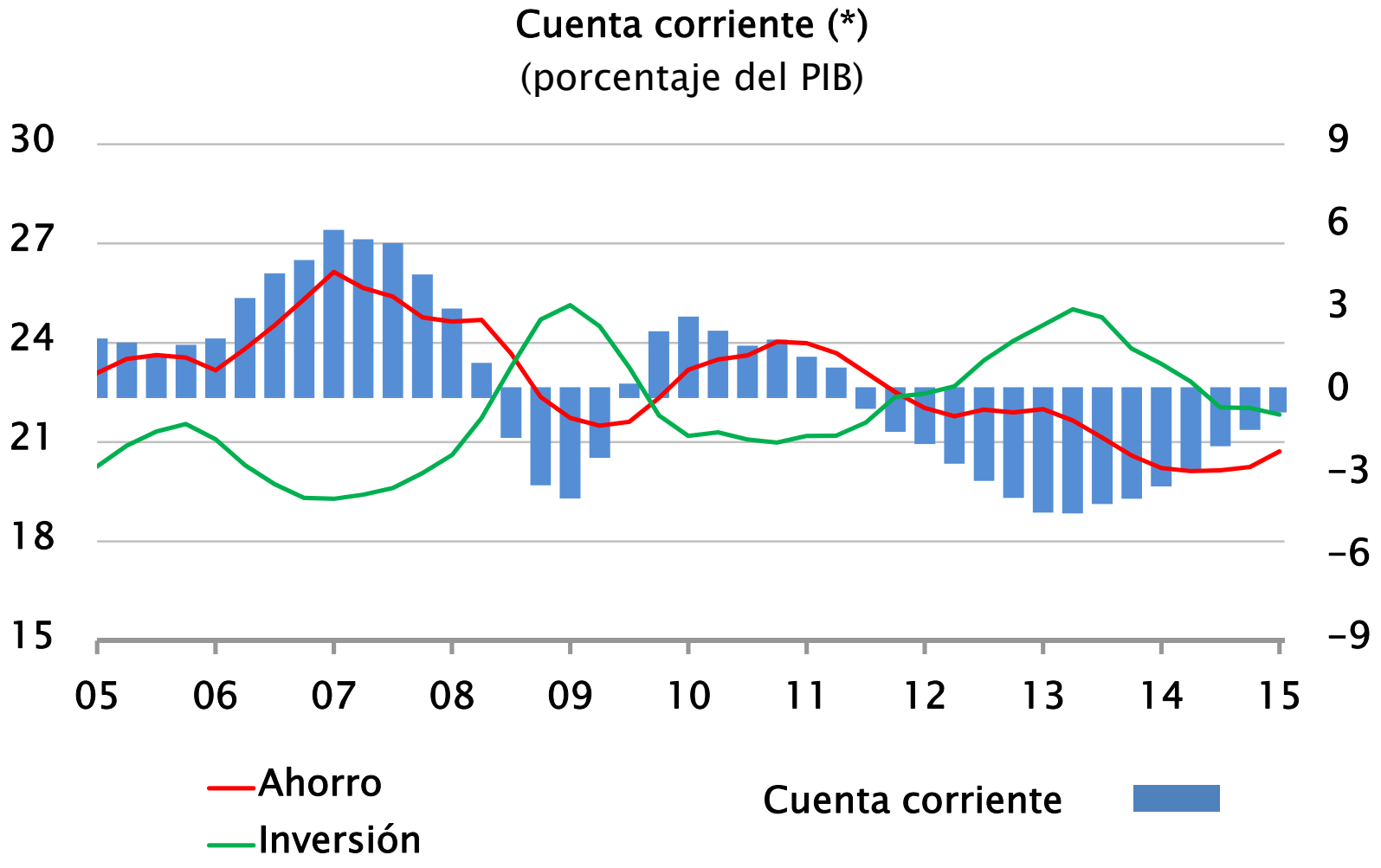
Fuente: Barrero *et al*.

Con todo, la masa salarial continúa creciendo a tasas en torno a 8%, dando soporte al consumo privado.



(*) Usa como pivote CMO Mensual Estimado de 1999. No distingue diferencias de ingreso por categoría ocupacional. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

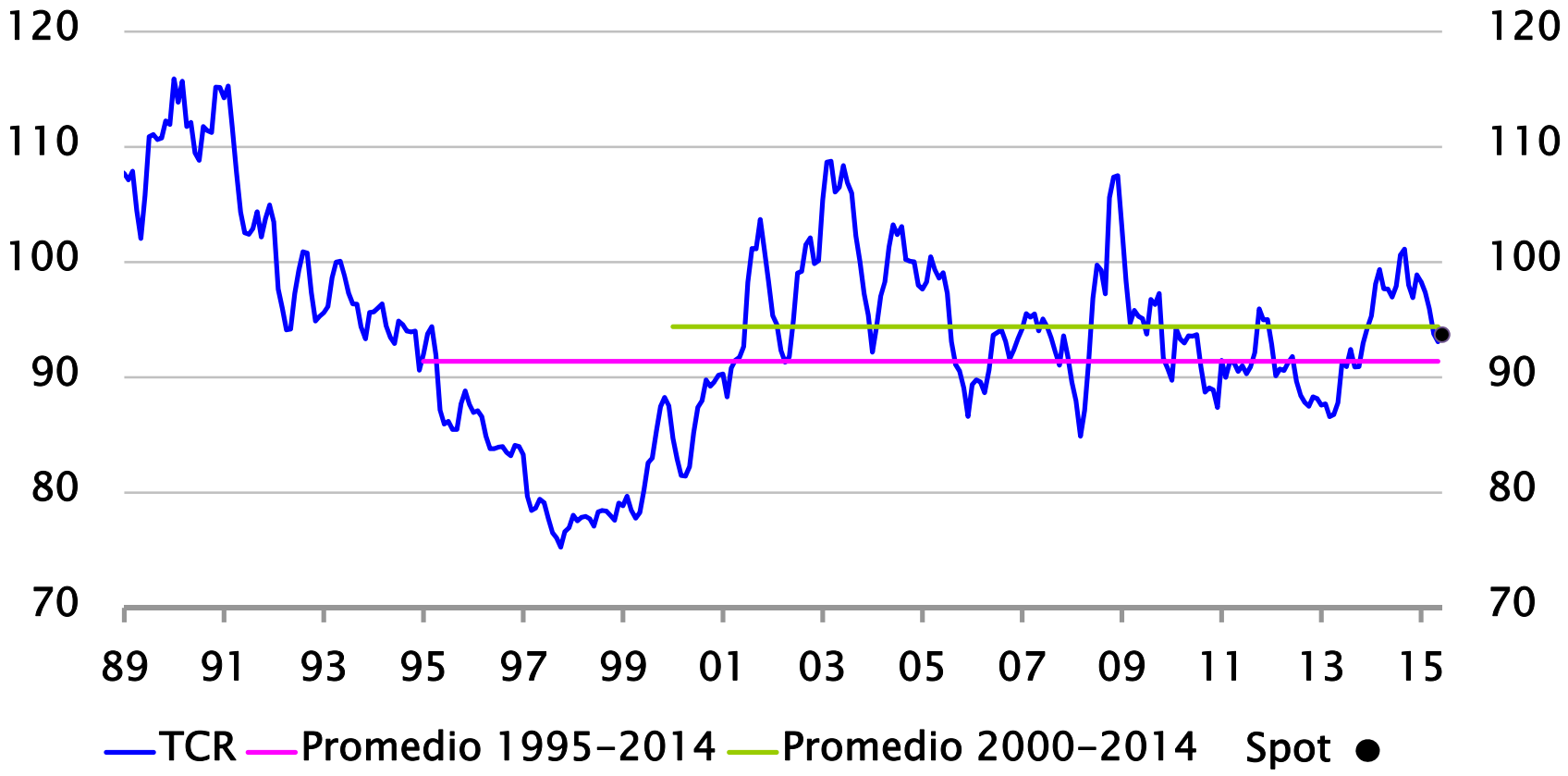
El ajuste en la demanda interna explica la importante reversión en el déficit de la cuenta corriente en los últimos dos años.



(*) Acumulado en un año móvil.
Fuente: Banco Central de Chile.

Naturalmente, el fuerte ajuste en demanda interna ha presionado a una depreciación del tipo de cambio real. En las últimas semanas, el TCR ha fluctuado en torno a un valor similar al promedio de los últimos quince años.

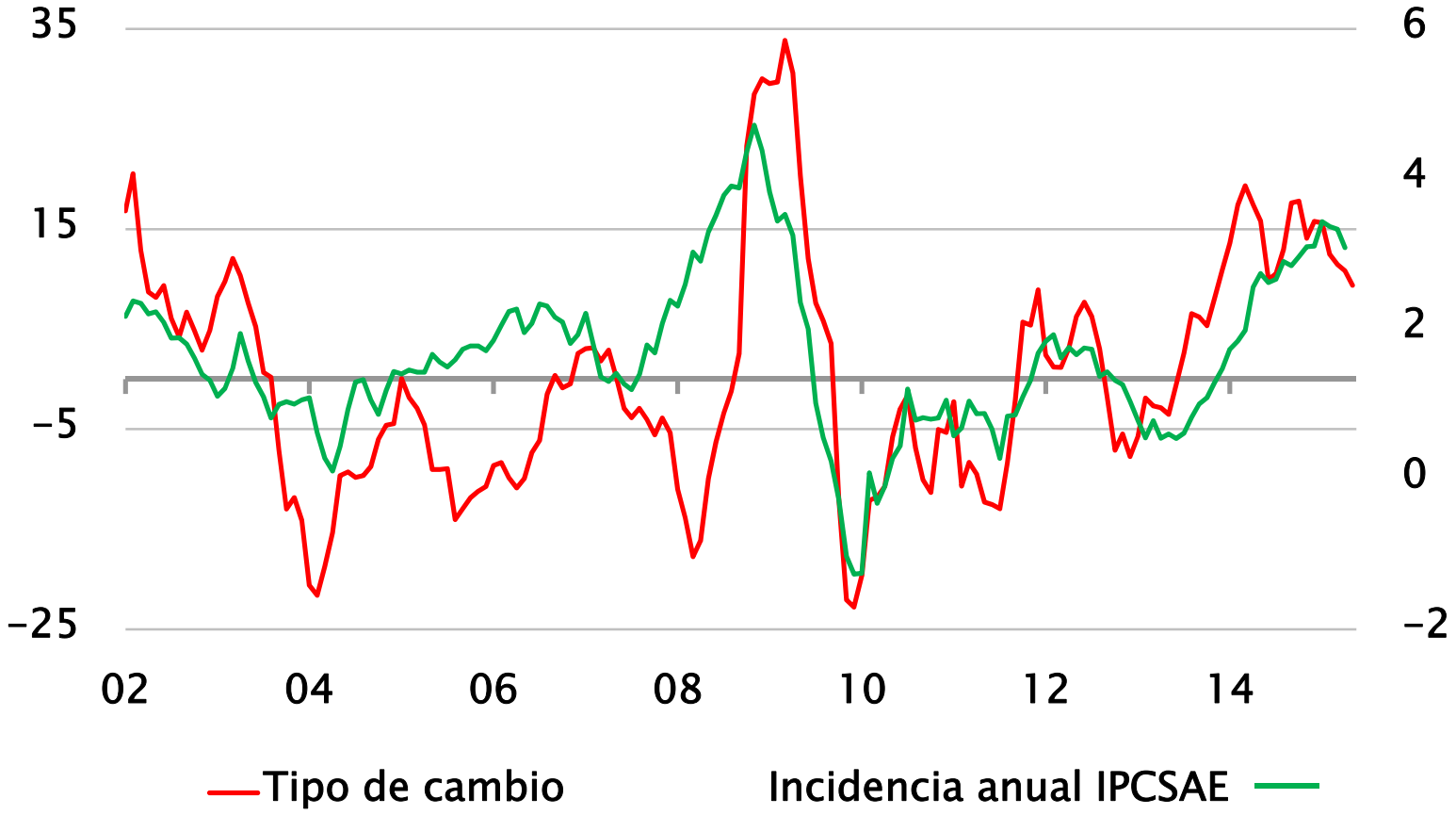
Tipo de cambio real (*)
(índice 1986=100)



(*) Cifra de mayo del 2015 incluye información hasta el día 29.
Fuente: Banco Central de Chile.

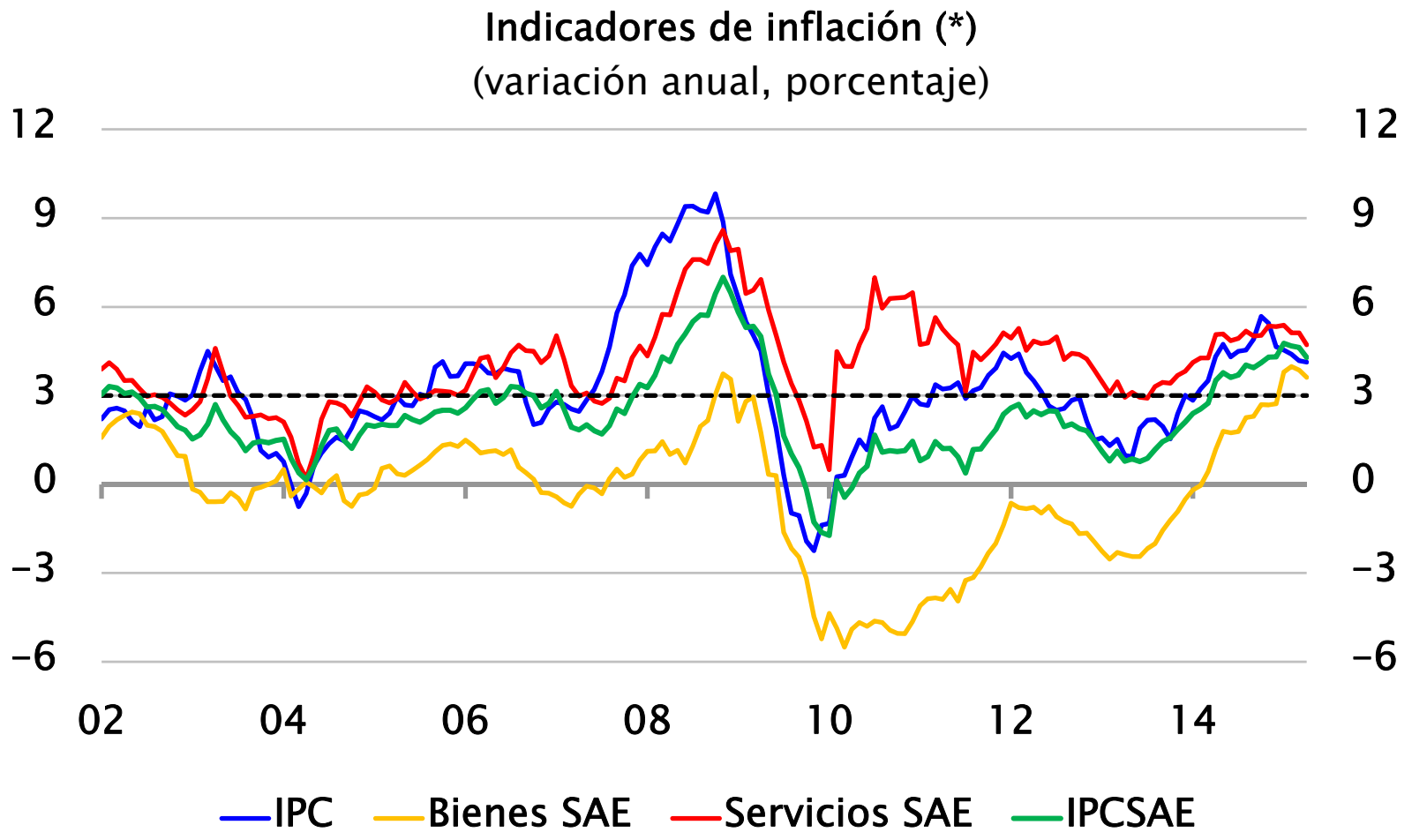
La depreciación que el peso ha acumulado a partir de mediados del 2013 continúa siendo el principal elemento detrás de los elevados niveles de la inflación, especialmente su componente subyacente.

Tipo de cambio nominal e incidencia del IPCSAE en la inflación anual (*)
(variación anual, porcentaje; 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.

La inflación continúa elevada, aunque ha disminuido respecto de principios del 2015. La inflación asociada a servicios continúa algo por sobre sus promedios históricos, mientras que la inflación de bienes ha aumentado significativamente.



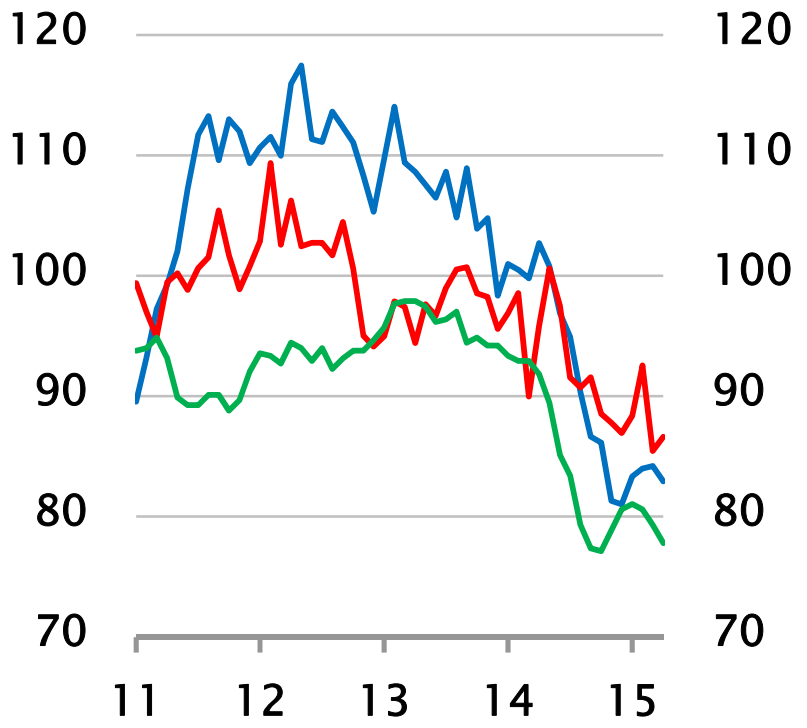
(*) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Informe de Estabilidad Financiera

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.

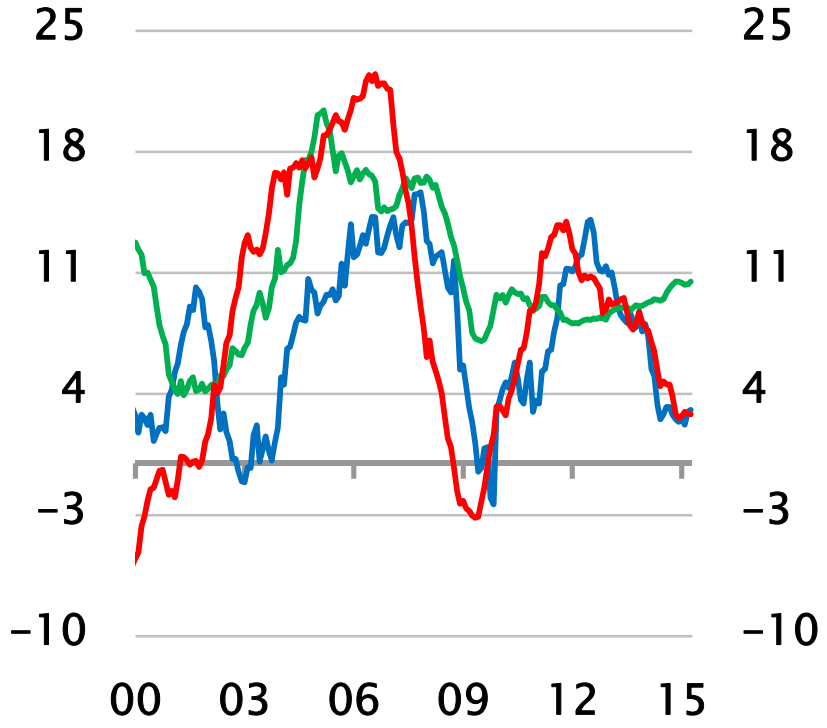
Tasa de interés de las colocaciones (1) (2)

(índice 2002-2015=100)



Colocaciones reales

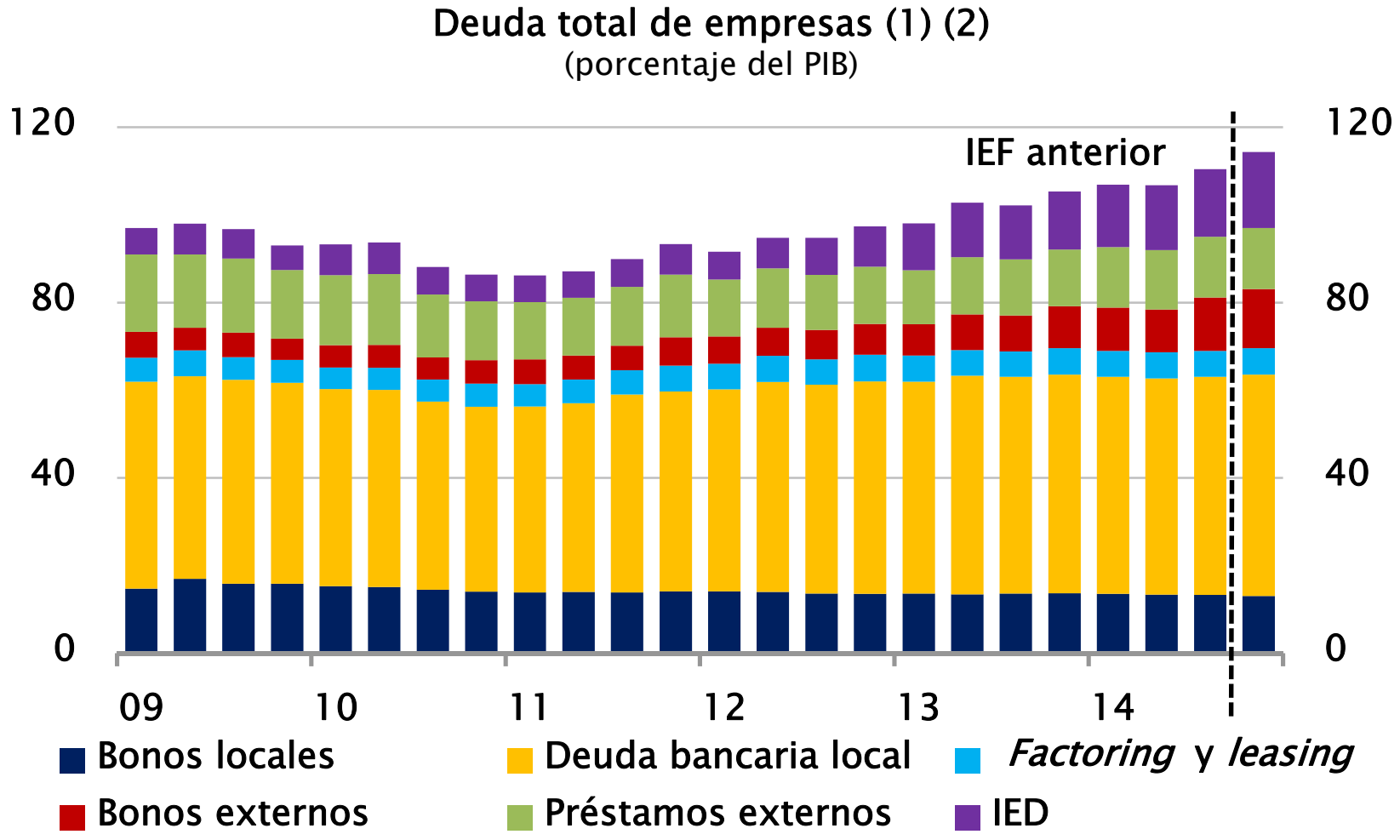
(variación anual, porcentaje)



Comerciales Vivienda Consumo

(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.

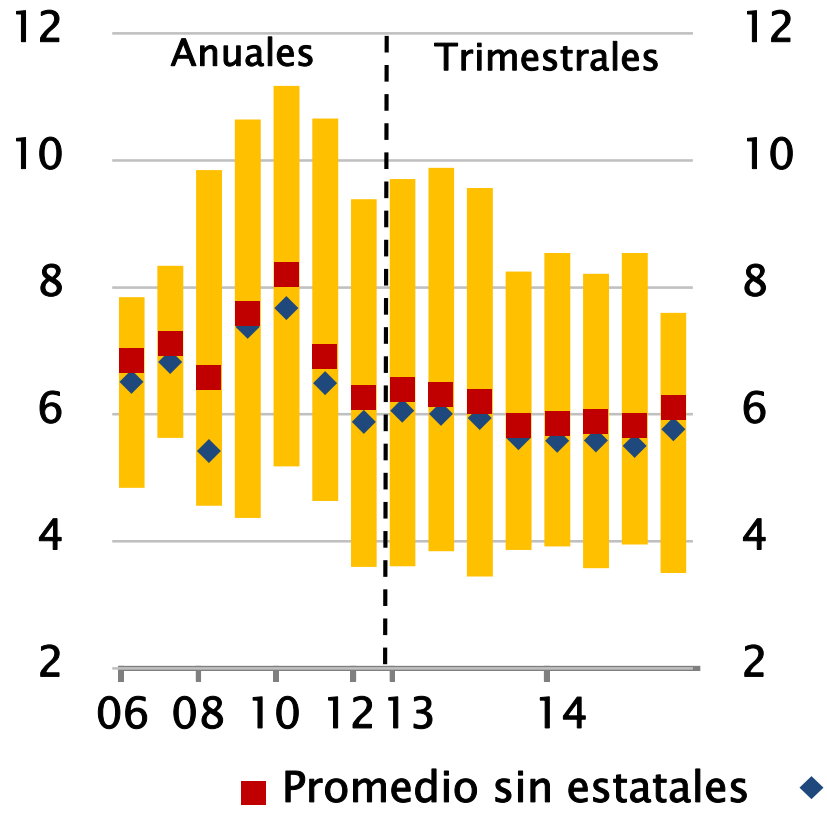
El aumento en la deuda externa y la depreciación del peso explican el incremento en la deuda corporativa, que alcanza 114% del PIB al cierre de 2014.



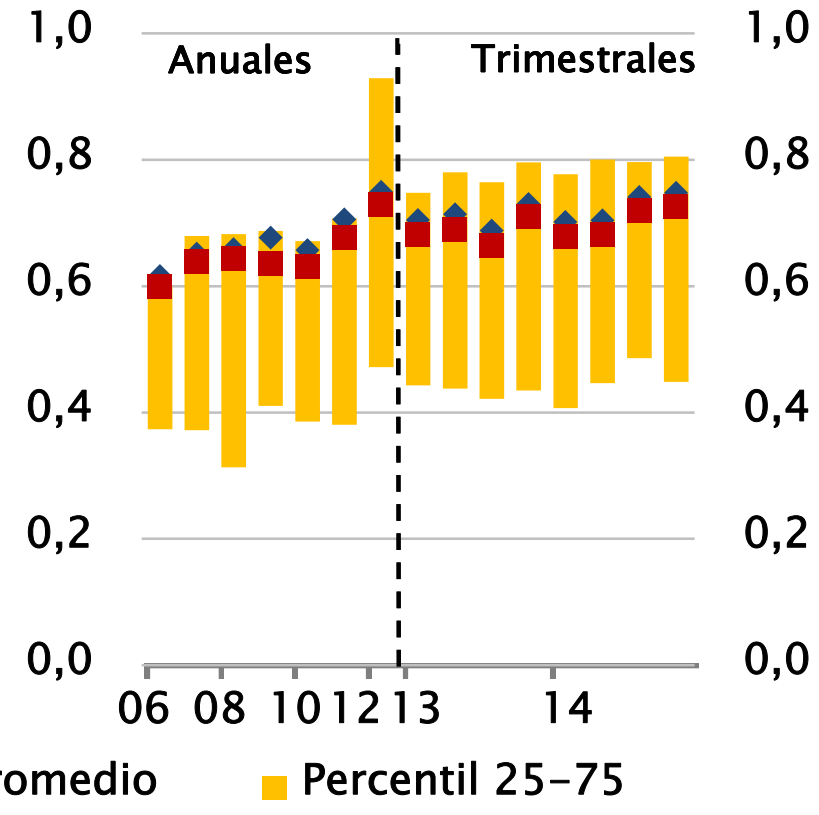
(1) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de *factoring* y leasing, bonos *securitizados* y efectos de comercio. (2) No incluye a empresas financieras SVS, ni Codelco.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

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)



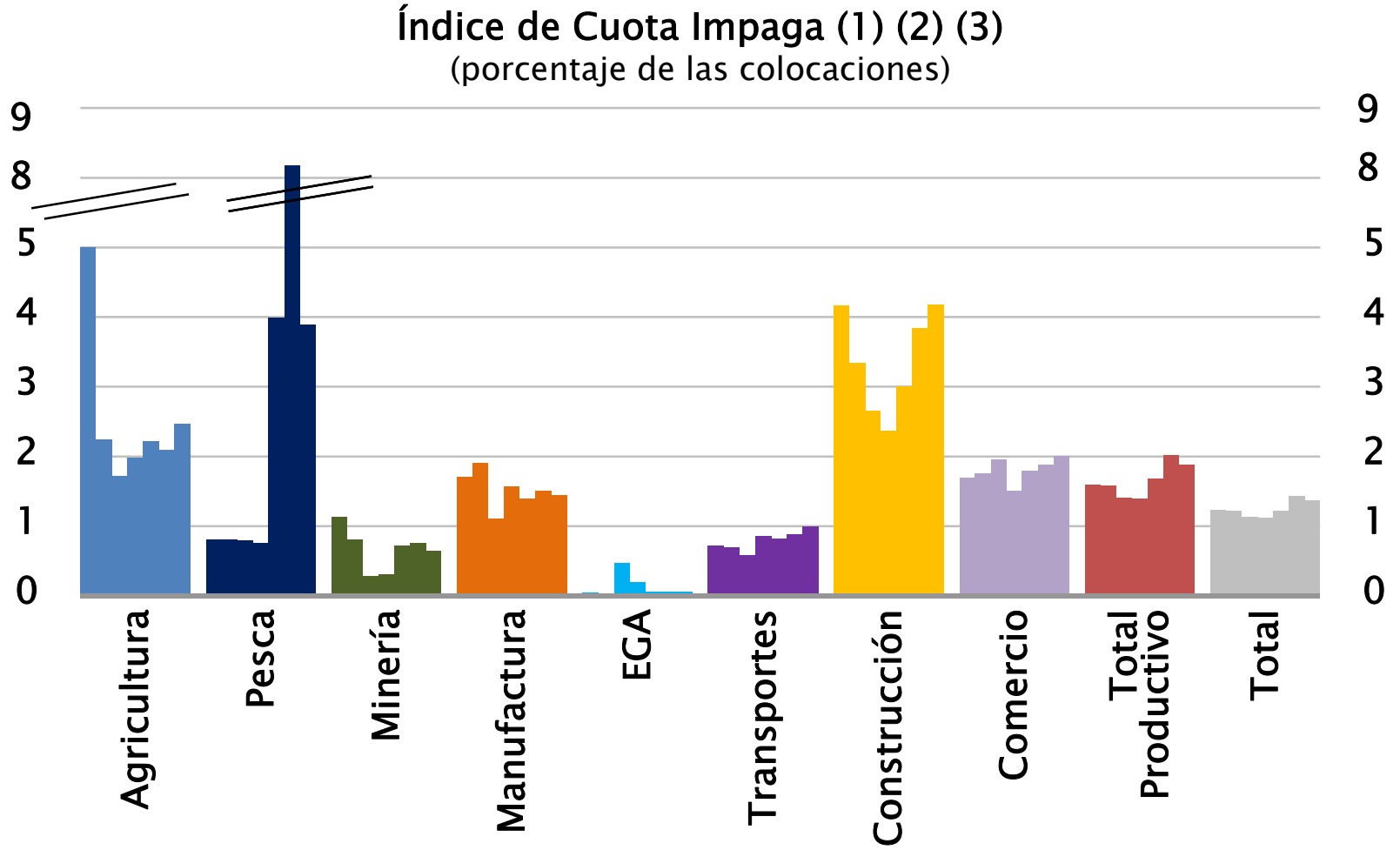
Endeudamiento sector corporativo (1) (3)
(veces)



Promedio sin estatales ◆ Promedio Percentil 25-75

(1) A la izquierda de la línea punteada, datos anuales hasta el 2012. 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.

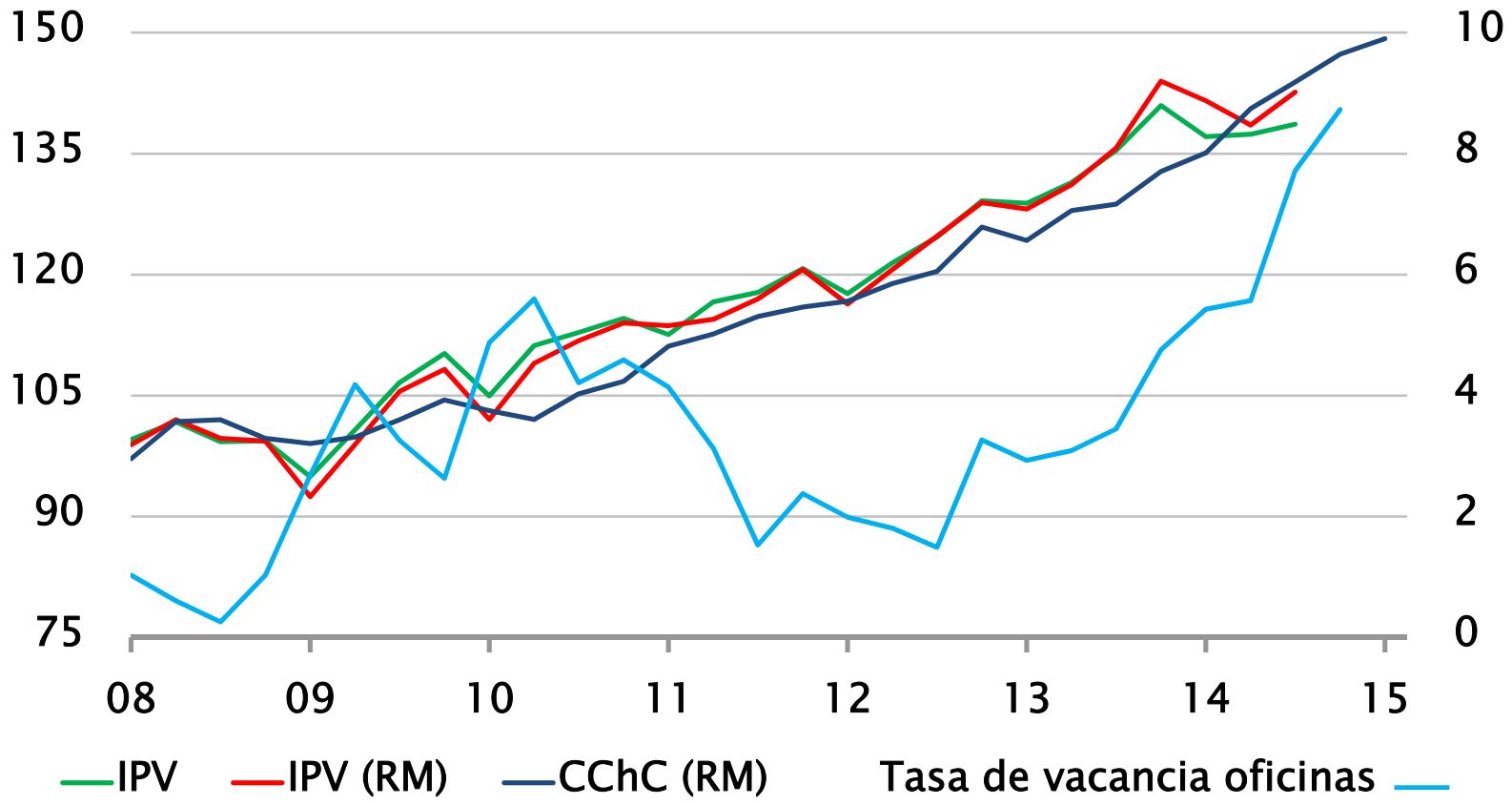
Algunos sectores económicos presentan un incremento en los indicadores de no pago, destacándose Construcción y Pesca.



(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.

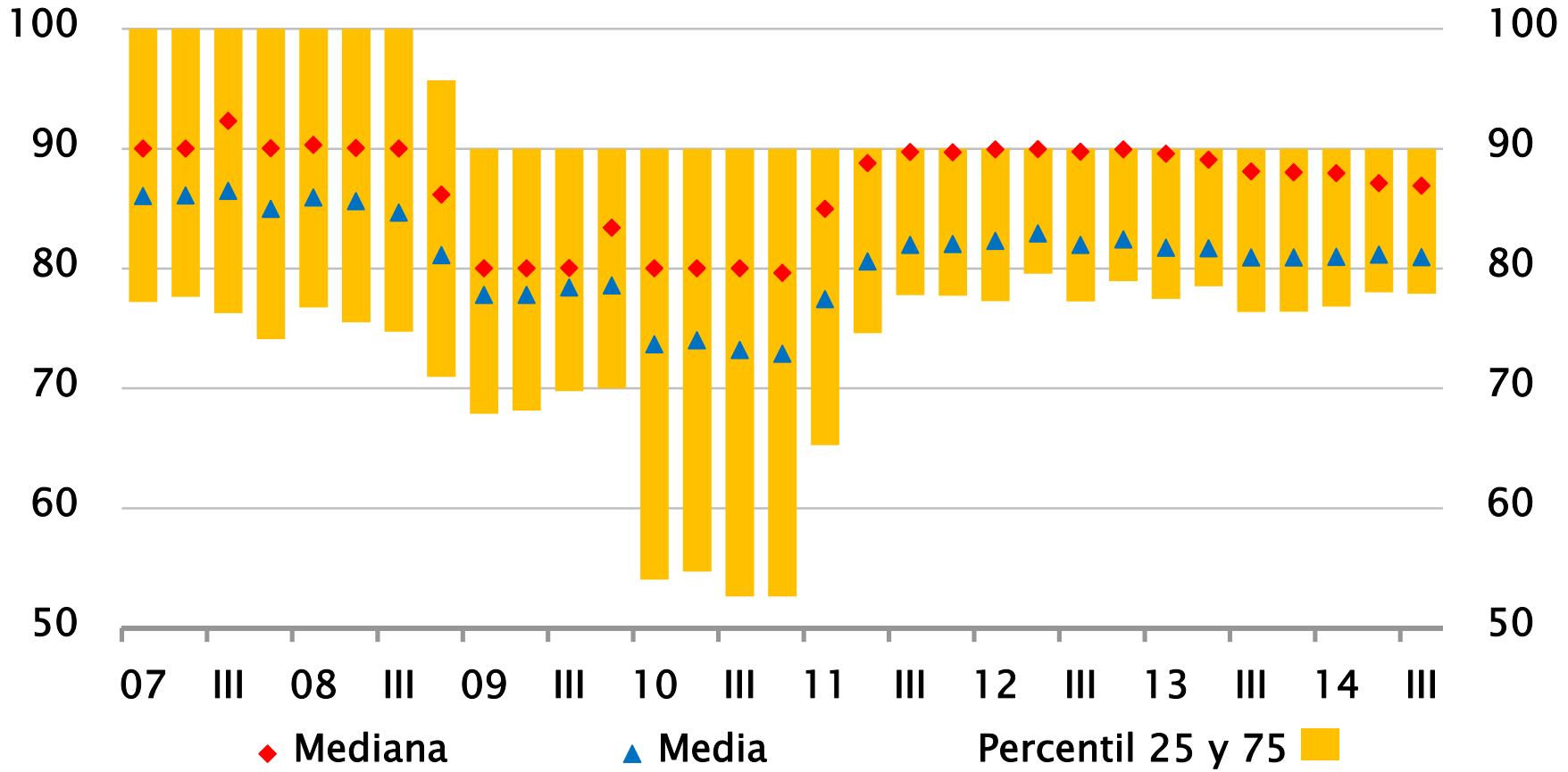
Precios de viviendas y tasa de vacancia de oficinas (*)
(índice promedio 2008 = 100; porcentaje)



(*) IPV método estratificado. CChC modelo hedónico para viviendas nuevas.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a información del SII, CChC y Portalinmobiliario.com.

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

Razón entre crédito y valor de la vivienda
(porcentaje)

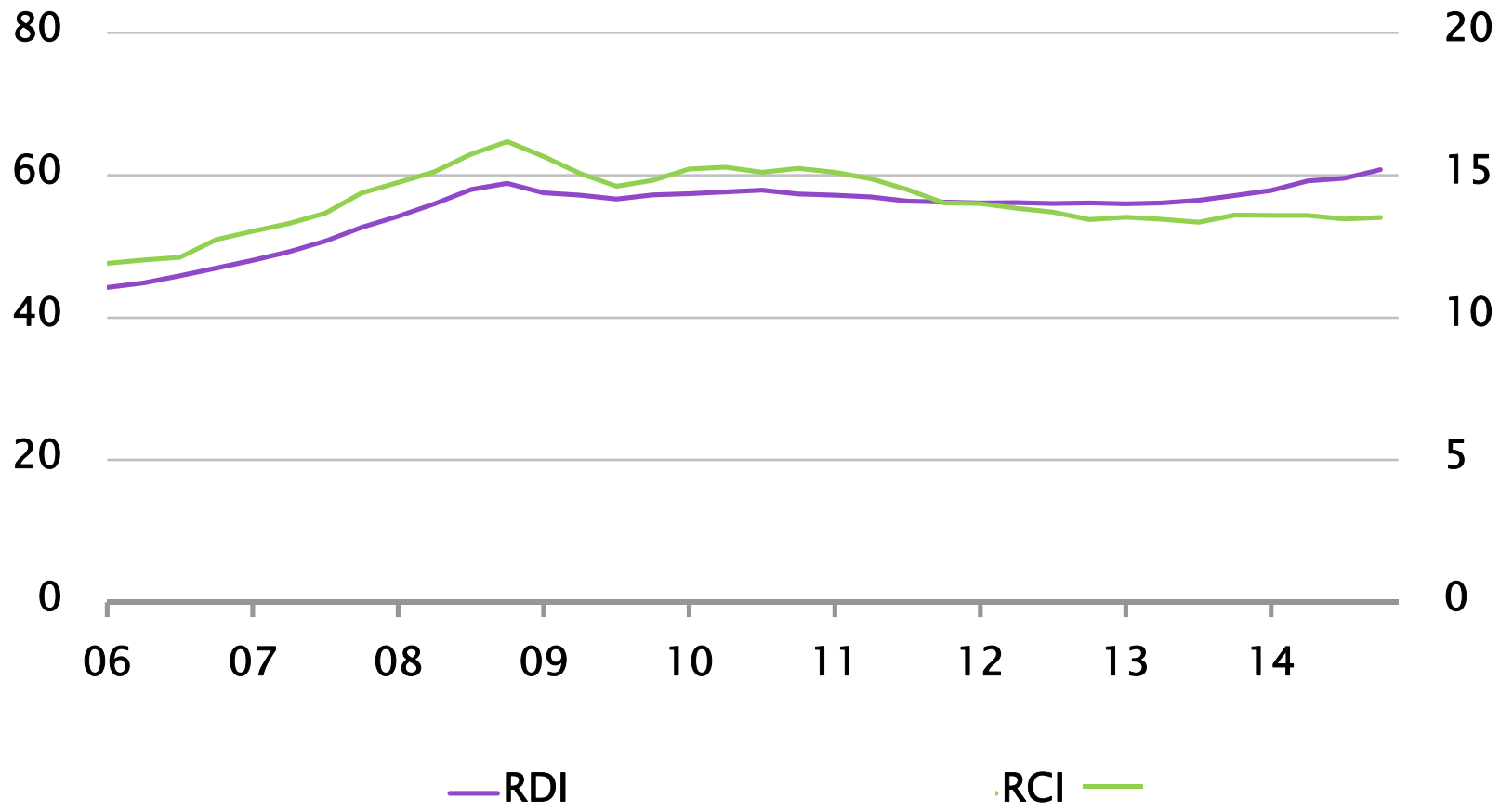


Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

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.

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 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.
- A nivel del sistema bancario no se observa un deterioro de los indicadores de no pago, pero si existe heterogeneidad entre bancos. Con todo, 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 su menor resiliencia ante eventos de estrés financiero, o ante un deterioro del entorno macroeconómico.

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) IPoM Jun. 15	2015 (f) IPoM Dic.14	2015 (f) IPoM Mar.15	2015 (f) IPoM Jun.15	2016 (f) IPoM Dic. 14	2016 (f) IPoM Mar.15	2016 (f) 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

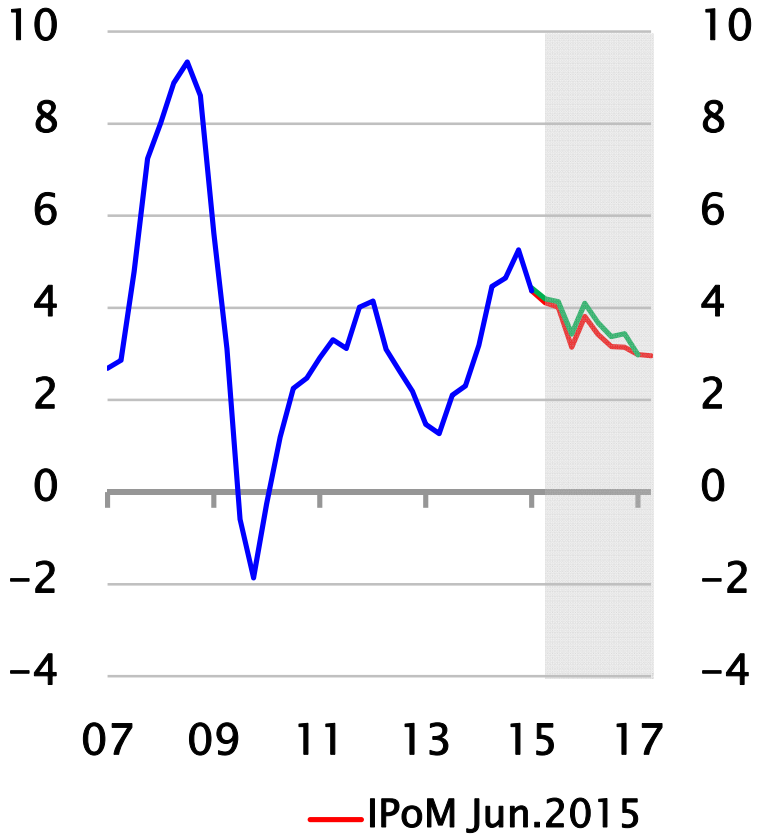
(variación anual, porcentaje)

	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

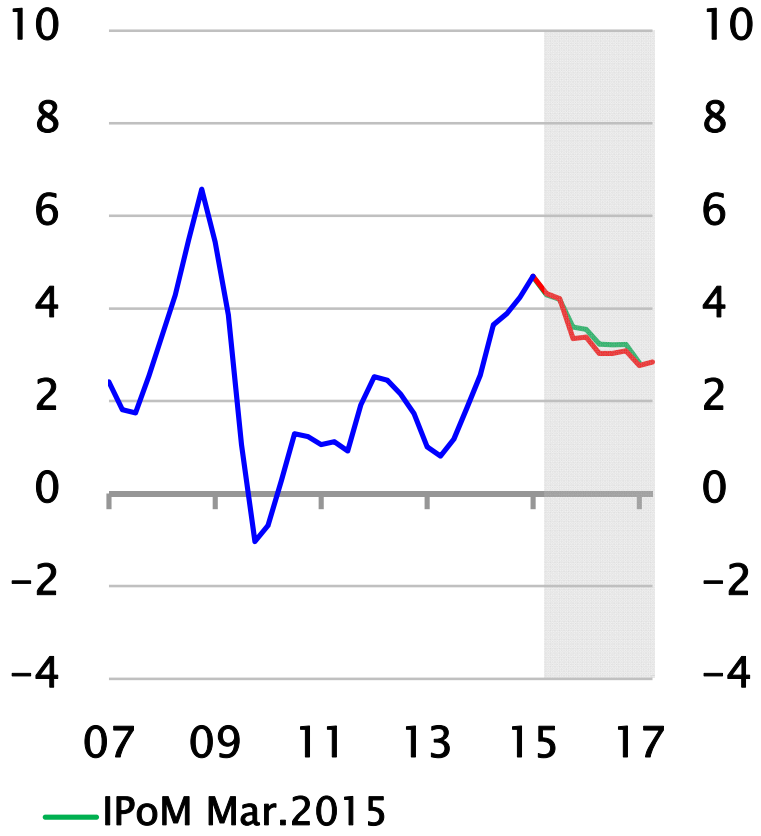
(e) Estimación. (f) Proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

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.

Inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

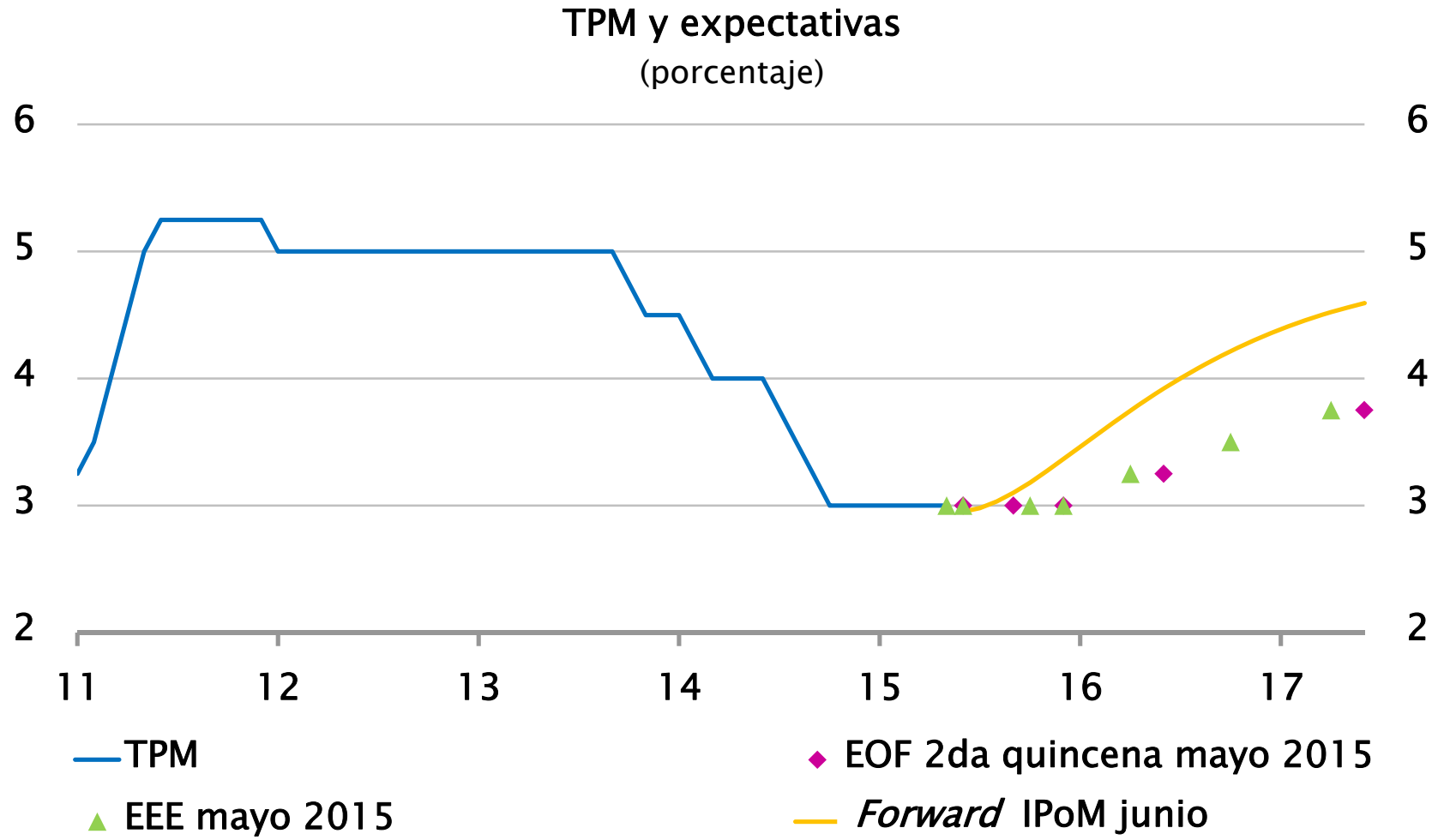


Inflación IPCSAE (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) 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.



Fuente: Banco Central de Chile.

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

- **Riesgos externos**:
  - Normalización de política monetaria en Estados Unidos, y trayectoria del dólar.
  - 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.
- **Riesgos internos**:
  - Aunque la actividad continúa débil, los riesgos inflacionarios siguen siendo importantes.
  - La debilidad de las expectativas puede persistir, limitando el dinamismo futuro de la demanda y la actividad.

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, y se estima que su recuperación será a un ritmo lento.
- Las condiciones financieras internacionales continúan siendo muy favorables desde una perspectiva histórica, y los precios de las materias primas se han sostenido. En este contexto, la economía chilena ha realizado un ajuste importante.
- La inflación se ha moderado, pero sigue en niveles elevados fruto principalmente de la depreciación del peso. 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%.
- No se visualizan grandes riesgos a la estabilidad financiera, pero la situación cíclica de empresas y hogares y los riesgos que la debilidad económica persista por mayor tiempo debe ser monitoreados.

Comentarios finales

- En una perspectiva mas amplia, tanto la política monetaria como la fiscal ya han hecho su trabajo. Para retomar el crecimiento es imprescindible una recuperación de la inversión, ganar eficiencia en la asignación de recursos y aumentar la productividad.
- Un elemento clave en esta tarea, es la recuperación de la confianza, situación que, contra nuestros pronósticos, está tomando más tiempo del esperado.
- 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 comience en la primera parte del 2016, eso dependerá de que la evolución de la inflación en los meses que siguen esté en línea con nuestros pronósticos.

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
Junio 2015

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Primer Semestre 2015

Sebastián Claro
Consejero

BANCO CENTRAL DE CHILE

04 DE JUNIO 2015