



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2014

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Segundo Semestre 2014

Rodrigo Vergara
Presidente



Introducción

- Durante 2014, la inflación ha excedido el límite superior de nuestro rango de tolerancia por varios meses, mientras la actividad crecerá menos de 2% anual.
- Esperamos que en el curso de 2015 la inflación vuelva a 3% y la economía retome tasas de crecimiento mayores.
- El escenario externo será algo mejor que el que hemos visto este año, pero hay riesgos importantes y la volatilidad ha aumentado.
- La significativa caída del precio del petróleo es un factor relevante y que puede dar mayor impulso a la economía mundial y también a Chile.
- Los cambios en el entorno macroeconómico hacen necesaria una apropiada evaluación de las decisiones de endeudamiento y otorgamiento de crédito de hogares y empresas.
- Hoy la economía se encuentra en buen pie para retomar una senda de mayor crecimiento. Hemos hecho un ajuste rápido e importante durante este año y contamos con instituciones sólidas.

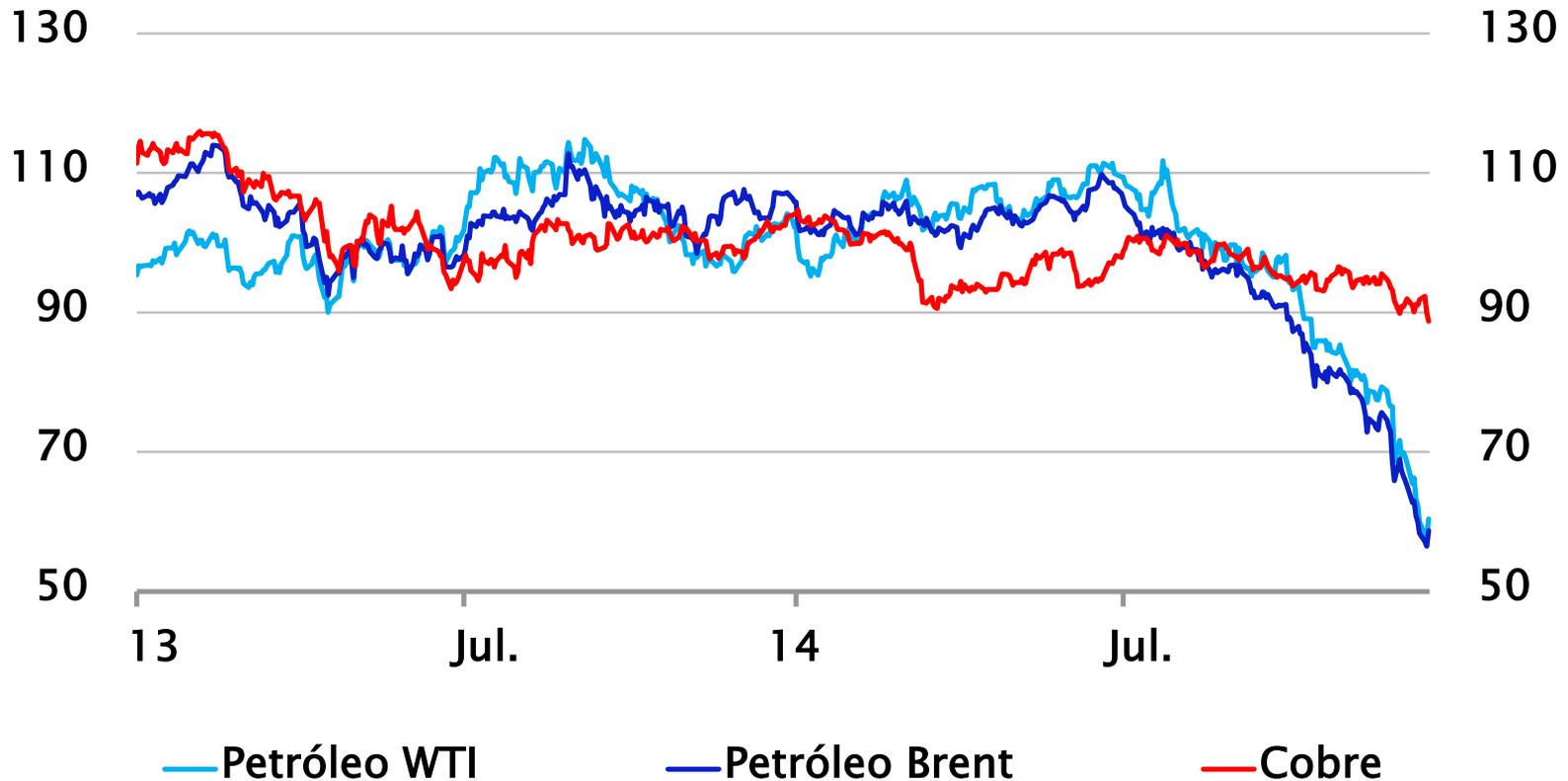


Escenario internacional



Destaca la importante disminución del precio del petróleo durante en los últimos meses y la reciente caída del precio del cobre por debajo de US\$3 la libra. El menor precio del crudo beneficia el crecimiento mundial y Chile.

Precio del cobre y petróleo
(índice promedio 2013-2014=100)



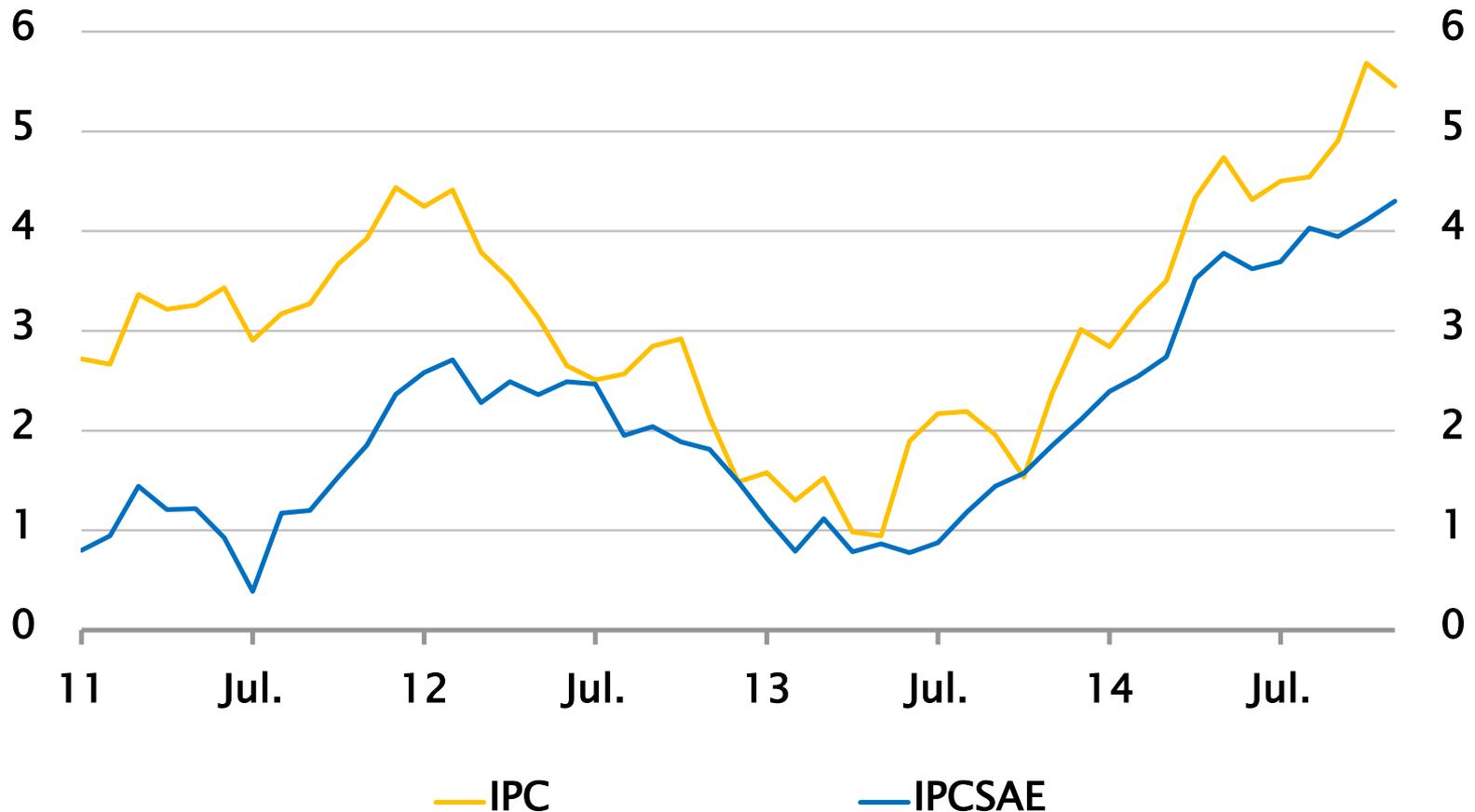


Escenario interno



La inflación sorprendió al alza a lo largo de 2014. A noviembre la variación anual del IPC se ubica en 5,5%. La sorpresa reciente se explica mayormente por algunos elementos puntuales, no obstante el principal determinante de la mayor inflación anual es la depreciación del peso.

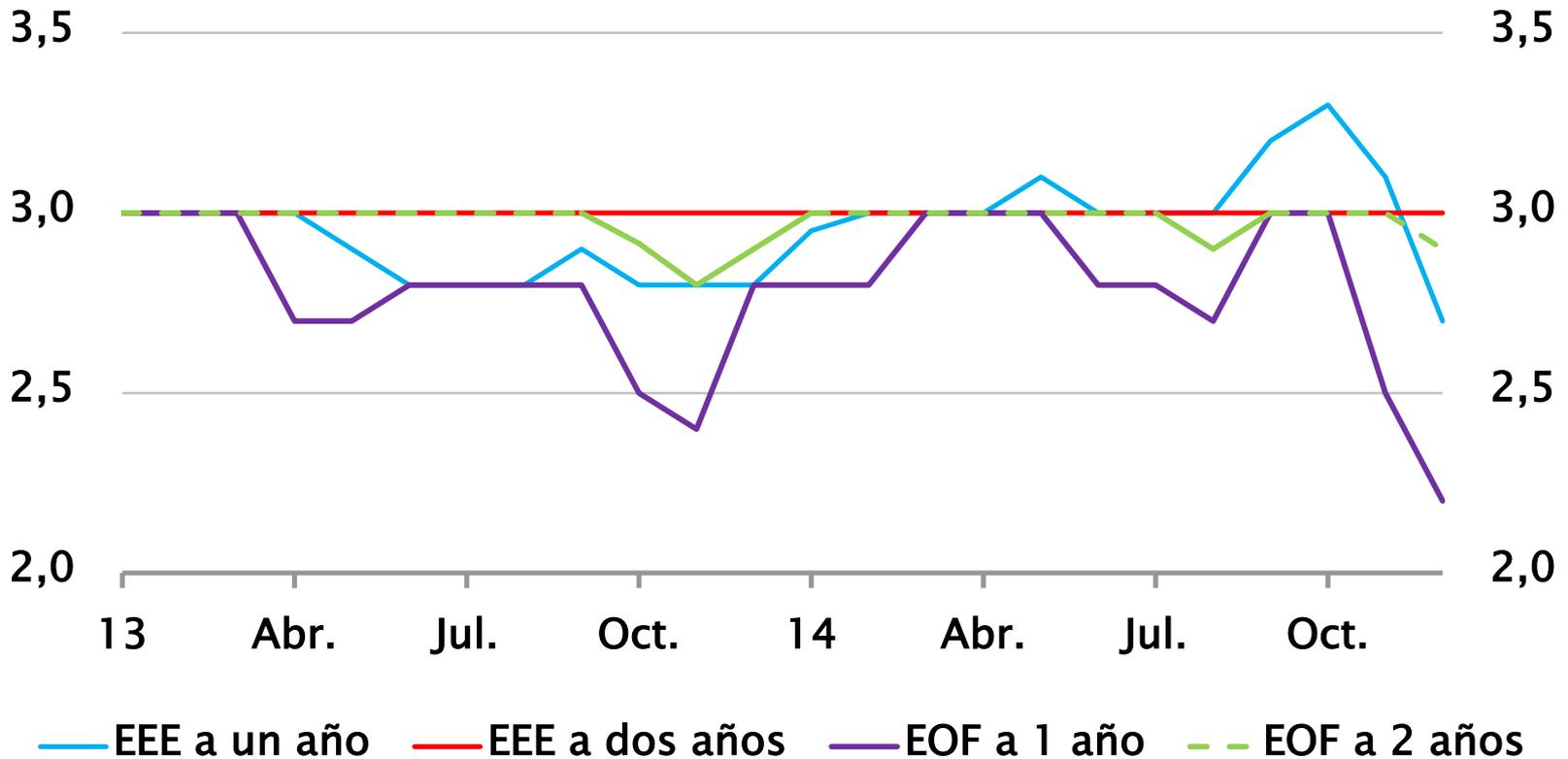
Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)





Las expectativas también dan cuenta de que algunas de las alzas recientes son efectos por una vez y/o que se revertirán prontamente. Ello, porque pese a que las expectativas de inflación han aumentado para diciembre de 2014, a un año se ajustaron a la baja y dos años se han mantenido en torno a 3,0%.

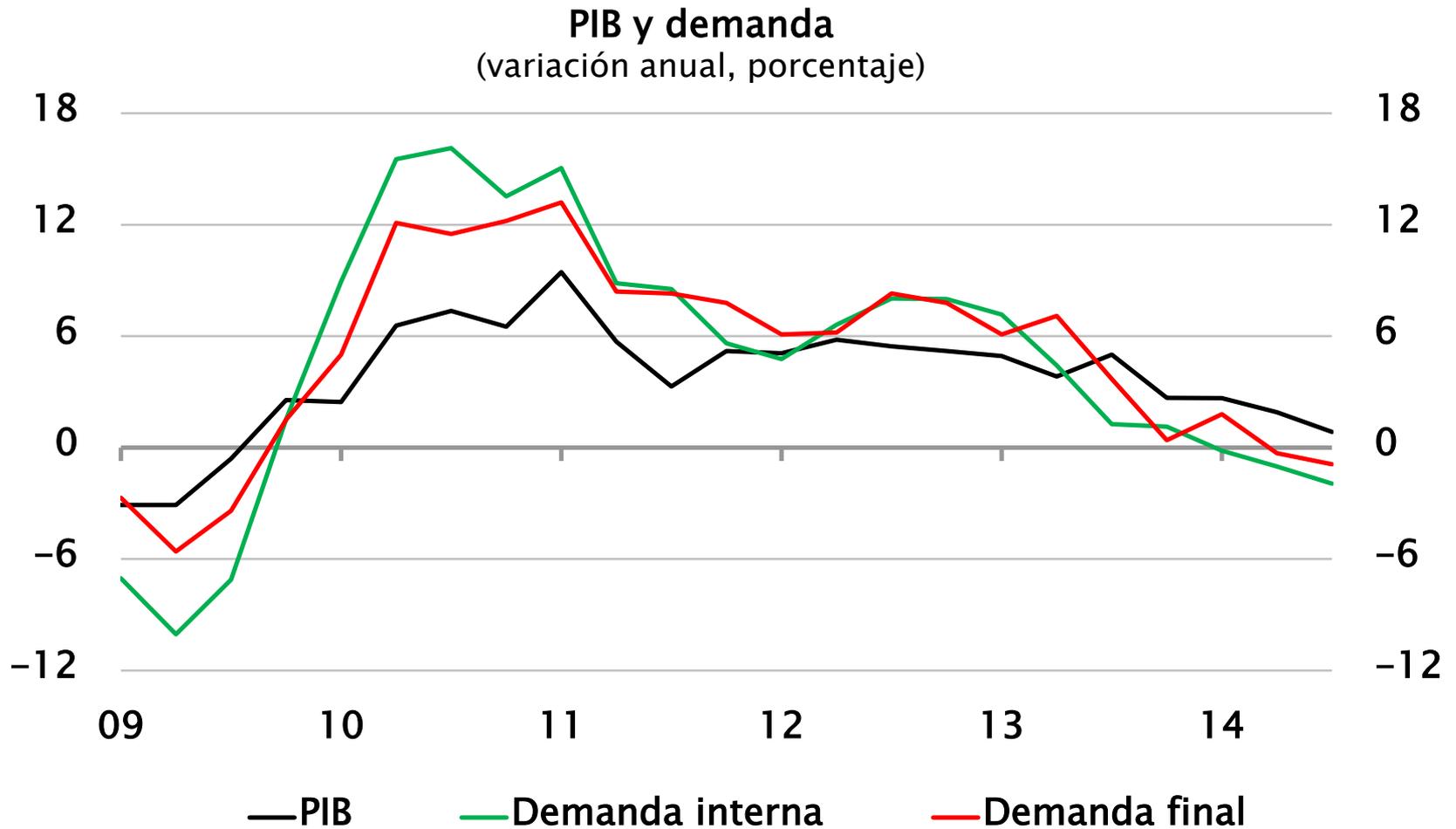
Expectativas de inflación (*) (variación anual, porcentaje)



(*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena de cada mes.
Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile.



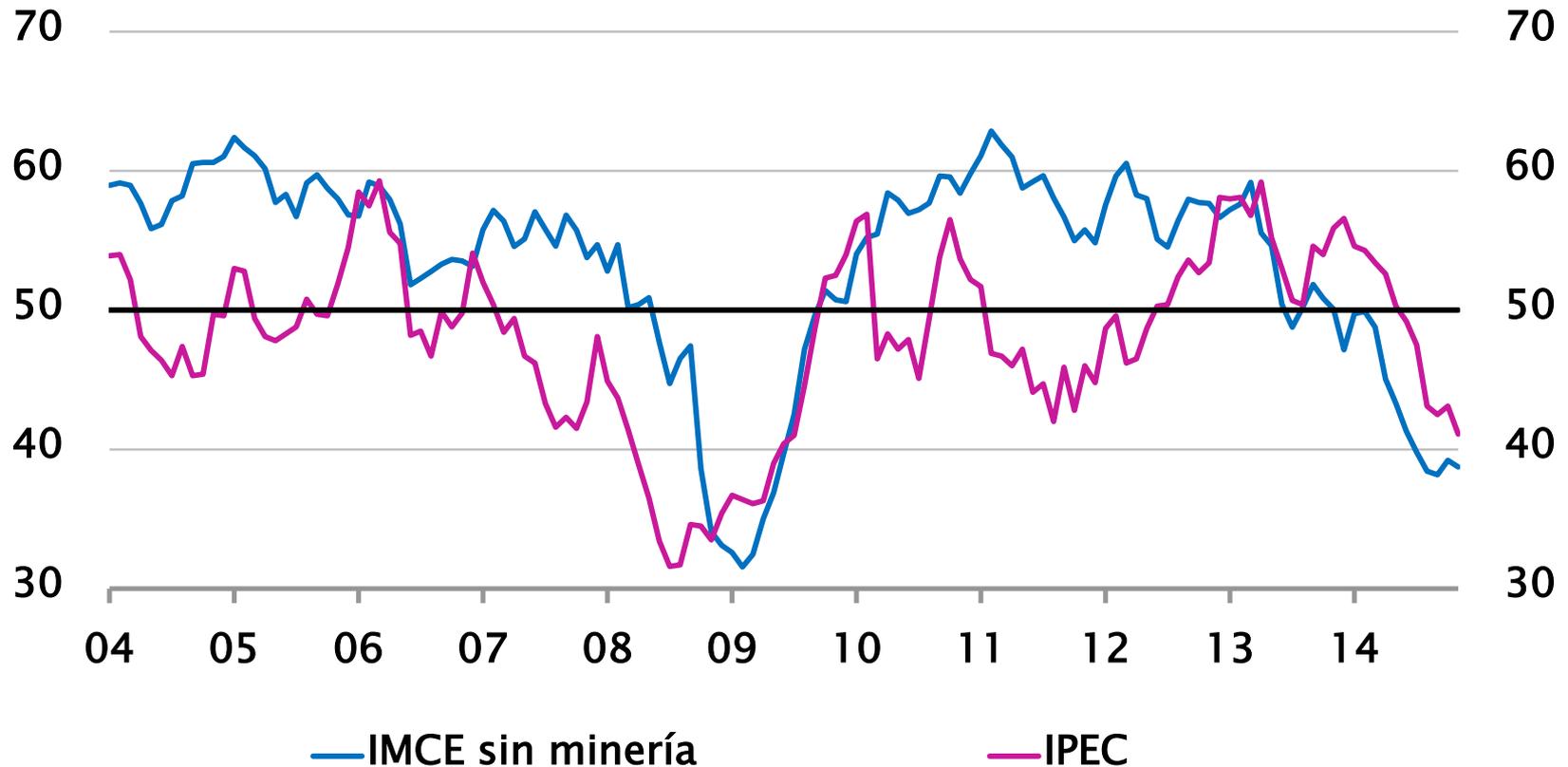
El PIB y la demanda interna mostraron un débil desempeño en el tercer trimestre. Destaca la caída de la inversión en maquinaria y equipos y del consumo de bienes durables. El ajuste del gasto también ha llevado a un rápido descenso del déficit de la cuenta corriente.





El bajo crecimiento de la economía se ha dado en un contexto en que las expectativas de empresas y hogares se han vuelto más pesimistas. Además, los datos parciales del cuarto trimestre no muestran todavía una recuperación relevante.

Expectativas de las empresas y consumidores (*)
(índice de difusión)

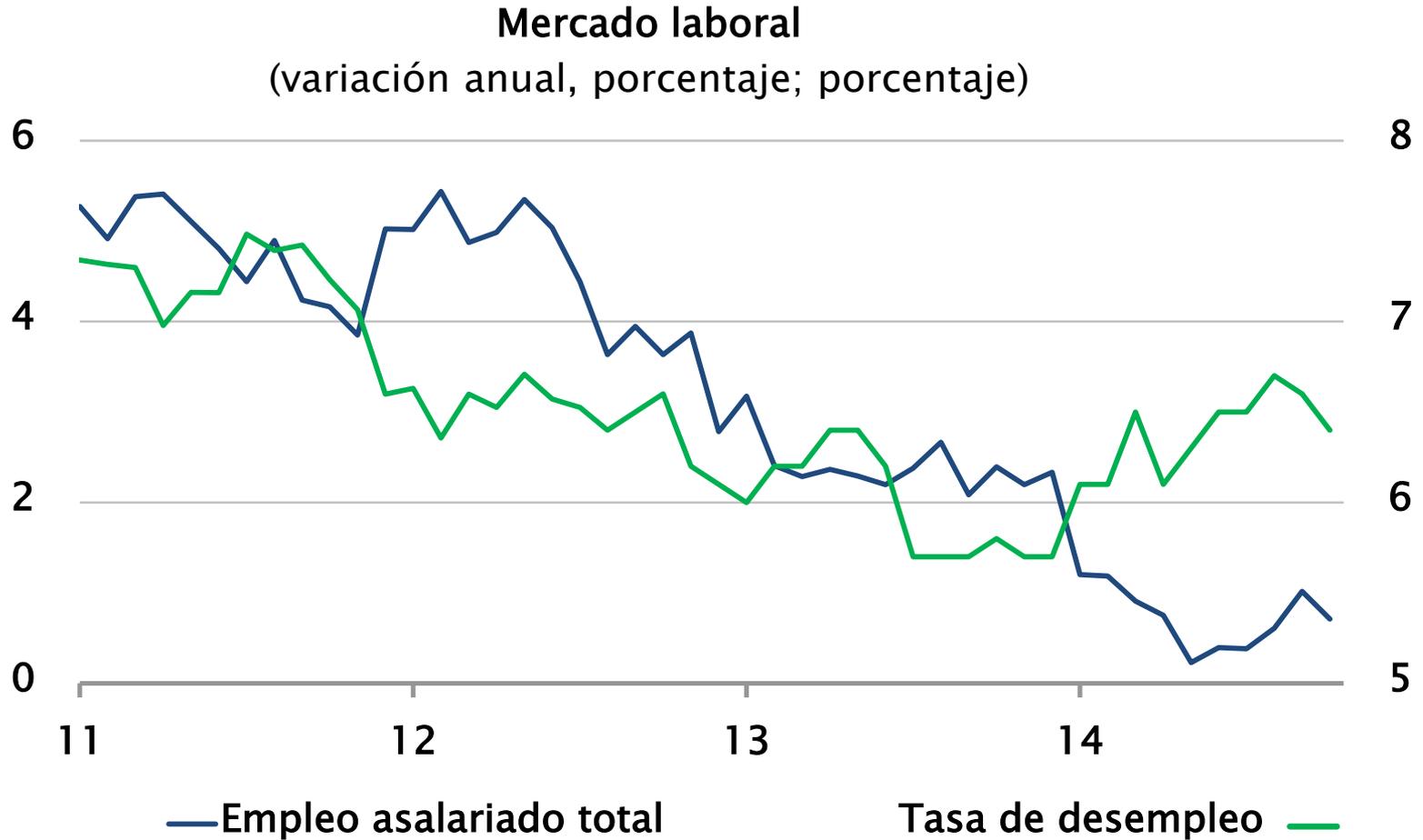


(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



En el mercado laboral, la tasa de desempleo continúa siendo reducida, pero la creación de empleo asalariado ha permanecido baja. No obstante, el crecimiento anual de los salarios nominales sigue en niveles elevados y ha aumentado a lo largo del año. Sin embargo, cuando se considera el efecto de la mayor inflación, los salarios reales han disminuido su variación anual.

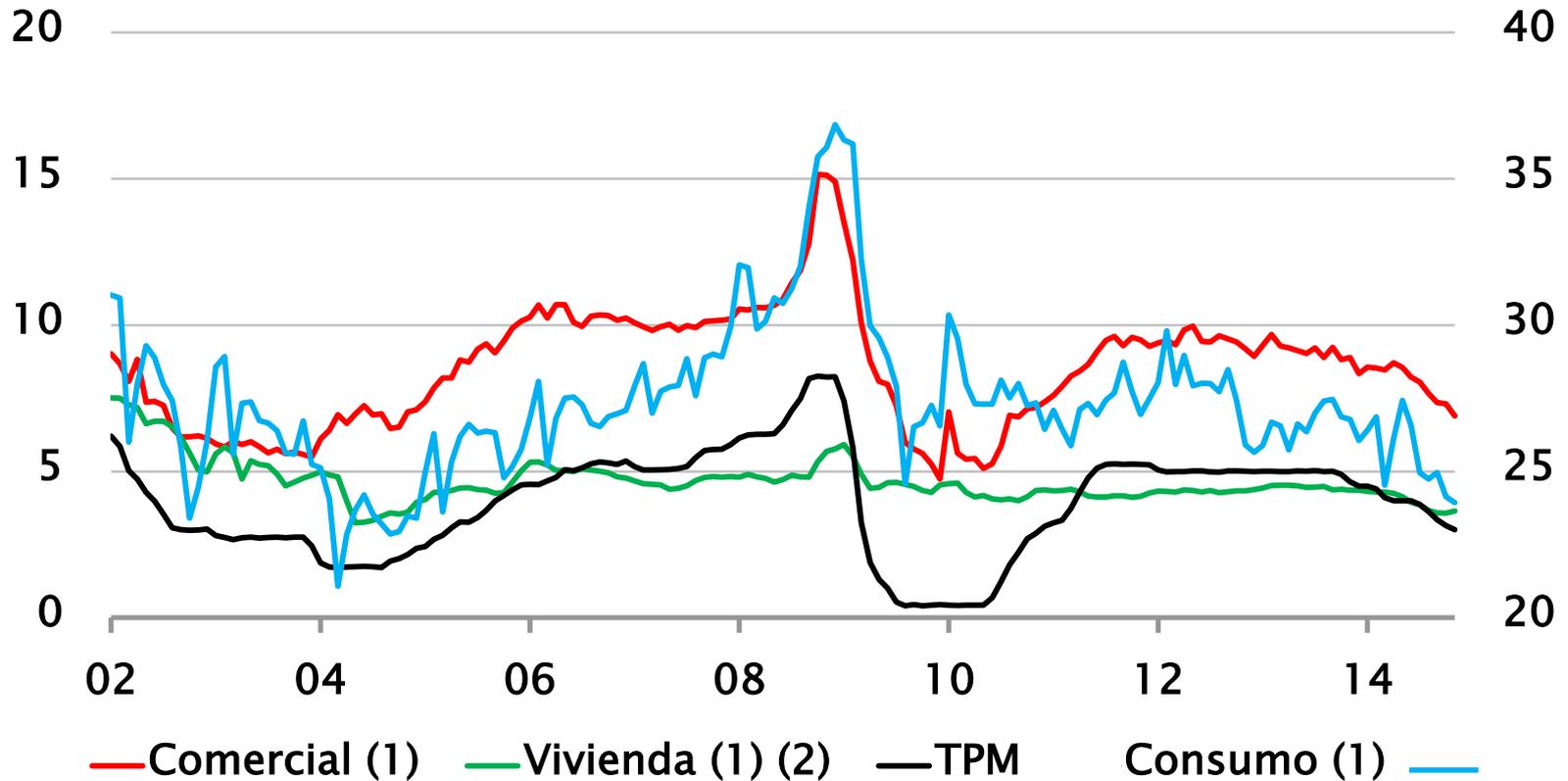


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.



Todo ello, en un contexto en que el costo de financiamiento se ha vuelto más favorable a lo largo del año. Esto, en línea con la importante reducción de la Tasa de Política Monetaria.

Tasas de interés (porcentaje)



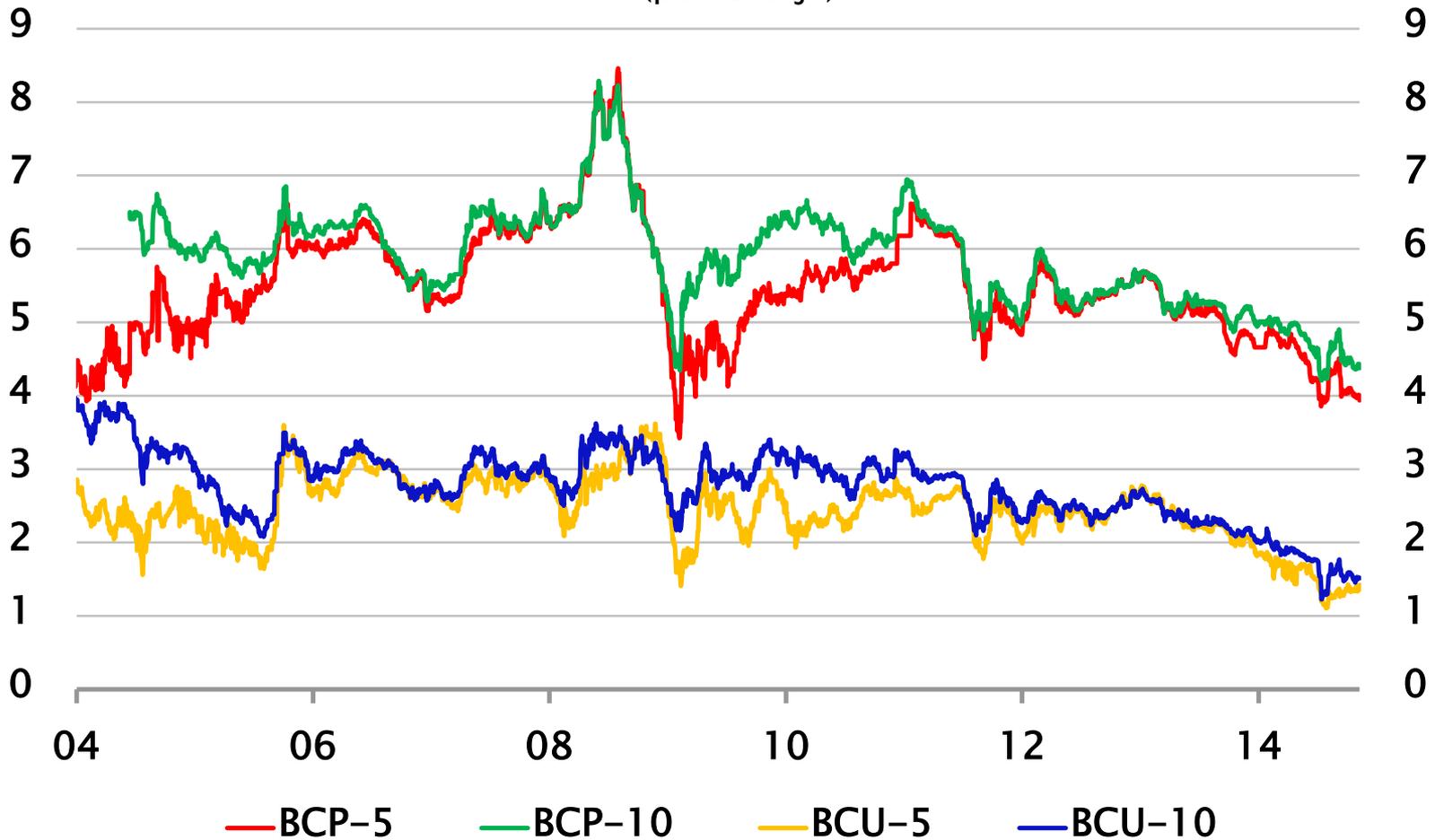
(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. (2) Tasas en UF.

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



Las tasas de largo plazo también han tenido un descenso significativo en el último año y medio, respondiendo de forma importante al cambio en la política monetaria.

Tasas de interés de los documentos el Banco Central de Chile
(porcentaje)



— BCP-5

— BCP-10

— BCU-5

— BCU-10



Perspectivas



El escenario base considera un panorama de actividad mundial algo menos dinámico que lo previsto en septiembre. Ello en un contexto en que las condiciones financieras externas serán menos expansivas, pero seguirán favorables desde una perspectiva histórica.

Supuestos del escenario base internacional

	2013	2014 (f)		2015 (f)		2016 (f)	
		IPoM Sep. 14	IPoM Dic. 14	IPoM Sep. 14	IPoM Dic. 14	IPoM Sep. 14	IPoM Dic. 14
Crecimiento		(variación anual, porcentaje)					
PIB socios comerciales	3,5	3,4	3,2	3,8	3,5	3,9	3,9
PIB mundial a PPC	3,1	3,2	3,2	3,7	3,5	4,1	3,9
Estados Unidos	2,2	2,1	2,3	3,0	3,0	3,2	3,1
Eurozona	-0,4	0,8	0,8	1,7	1,0	1,8	1,5
Japón	1,6	1,0	0,3	1,5	1,3	1,2	1,4
China	7,7	7,3	7,4	7,2	7,1	7,0	6,9
India	5,0	5,4	5,6	6,2	6,3	6,5	6,5
Resto Asia (excl. Japón, China e India)	3,9	4,0	3,6	4,5	4,3	4,8	4,8
América Latina (excl. Chile)	2,3	1,7	1,1	2,6	1,9	3,3	3,0
		(en niveles)					
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	332	315	311	305	295	300	285
Precio del petróleo (prom. Brent y WTI) (US\$/barril)	103	102	96	98	67	95	71
		(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	-3,2	0,0	-1,1	-0,8	1,7	-0,5	-2,1

(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 y Bloomberg.



En el escenario base, la actividad crecerá este año 1,7 %, algo por debajo del rango previsto en septiembre. Para 2015, el Consejo estima que el crecimiento del PIB se situará entre 2,5 y 3,5%.

Escenario interno (*) (variación anual, porcentaje)

	2013	2014 (f)			2015 (f)	
		IPoM Jun.14	IPoM Sep.14	IPoM Dic.14 (*)	IPoM Sep.14	IPoM Dic.14
PIB	4,1	2,5-3,5	1,75-2,25	1,7	3,0-4,0	2,5-3,5
Demanda interna	3,4	1,7	0,1	-0,7	3,4	3,0
Demanda interna (sin var. de existencias)	4,2	2,4	1,0	0,4	3,2	2,6
Formación bruta de capital fijo	0,4	-0,7	-4,1	-6,2	1,8	1,9
Consumo total	5,4	3,4	2,6	2,4	3,6	2,8
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	3,2	2,4	1,4	3,8	4,0
Importaciones de bienes y servicios	2,2	-1,1	-3,9	-5,9	4,0	3,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,4	-2,5	-1,8	-1,6	-2,2	-1,1
Ahorro nacional bruto (% PIB)	20,5	19,9	19,8	19,7	19,7	20,8
IPC diciembre	3,0	4,0	4,1	4,8	2,8	2,8
IPCSAE diciembre	2,1	3,7	3,4	4,3	2,5	2,8

(*) Para el IPC a diciembre del 2014 se considera el promedio de la mediana de la inflación mensual proyectada en la EEE y EOF de dicho mes. (e) Estimación. (f) Proyección.

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



El escenario base considera como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá estable en el corto plazo.

- Estimamos que el estímulo monetario actual es el adecuado.
- Si bien es nuestra convicción que la inflación se ubicará cerca de 3% en el curso de 2015, los riesgos de que este proceso sea más lento no son descartables.
- Esto es importante, ya que, al final de cuentas, no debemos olvidar que la mayor inflación tiene su principal impacto en los sectores más vulnerables de la población, que son los que tienen menos herramientas para hacer frente a este fenómeno.
- En este sentido, de no haber cambios significativos en el escenario que hoy consideramos más probable, no vemos que, en el corto plazo, sea necesario aumentar el impulso monetario, que hoy ya es bastante significativo.
- Por cierto, de haber cambios en el escenario base tendremos que reevaluar esta situación.



Balance de riesgos

- **Riesgos externos:**
 - Momento y velocidad en que comenzará a aumentar la tasa *Fed Funds* en Estados Unidos
 - El desempeño futuro de China, debido a la mayor debilidad reciente.
 - Una recuperación aún más lenta en la Eurozona.
 - Escenarios de volatilidad y mayor apreciación del dólar a nivel global.
 - En lo positivo, están los efectos que podría provocar una caída mayor del precio del petróleo y/o que sus efectos en el crecimiento mundial fueran más intensos que lo previsto.
- **Riesgos internos:**
 - Expectativas que no mejoren, prologándose el débil desempeño de la inversión y consumo, traduciéndose en holguras de capacidad más duraderas y menores presiones inflacionarias.
 - Holguras de capacidad menor que lo estimado y, por lo tanto, que contribuyan menos que lo previsto a la desaceleración de la inflación.

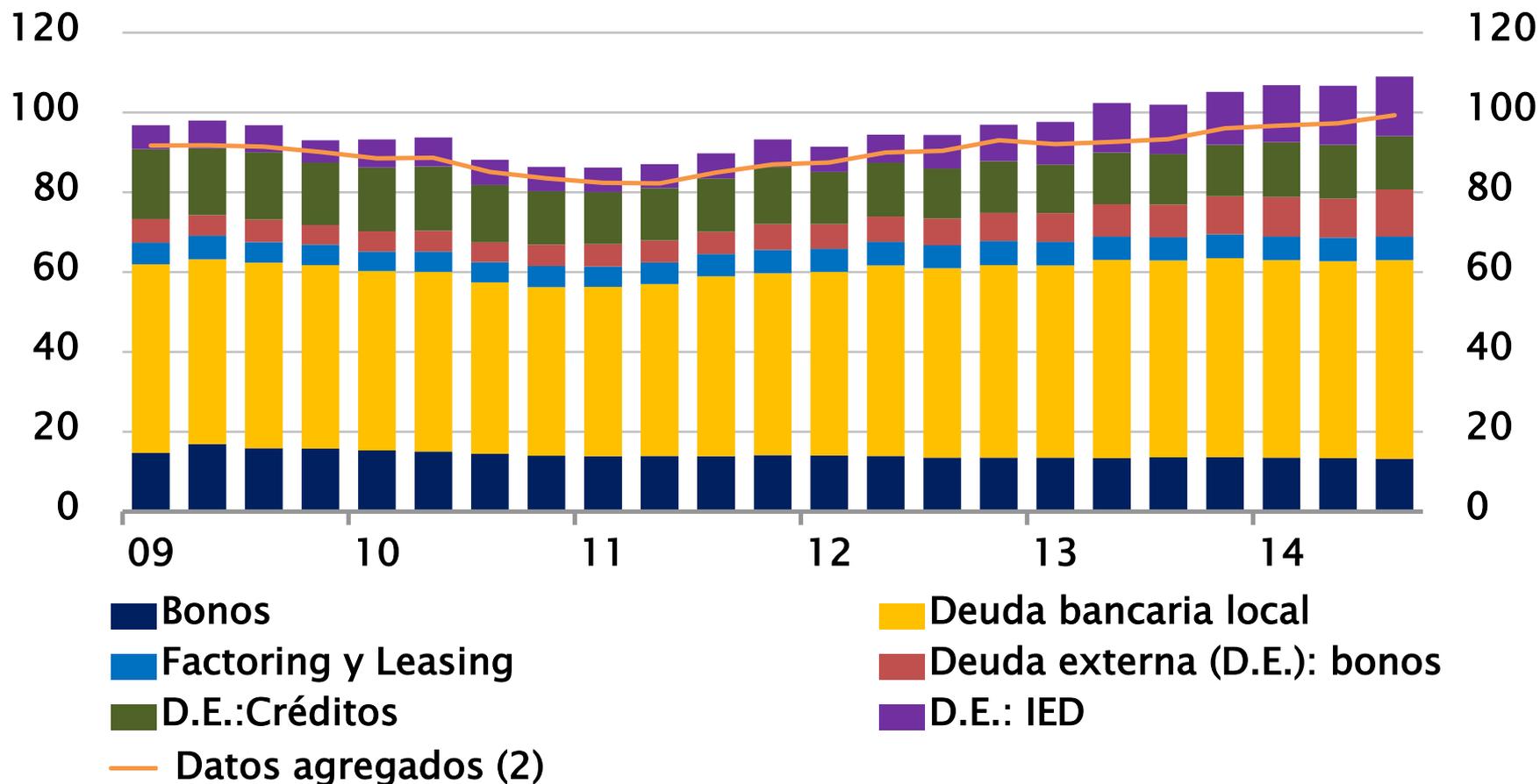


Informe de Estabilidad Financiera



La deuda de las empresas mantiene una tendencia levemente creciente, llegando a 109% del PIB al tercer trimestre. El incremento es explicado en gran parte por Inversión Extranjera Directa.

Deuda total de empresas (1)
(porcentaje del PIB)



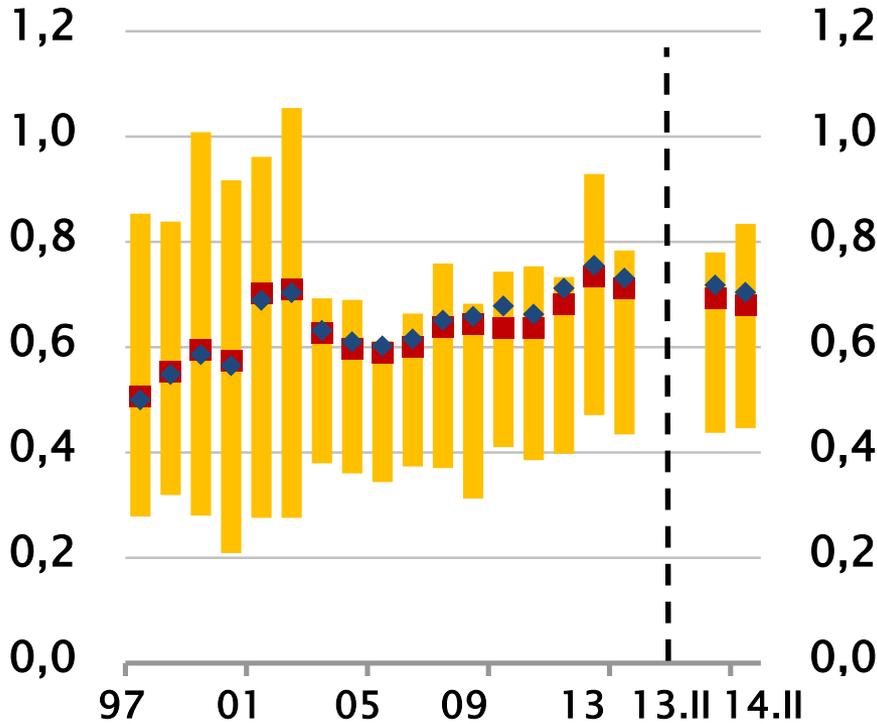
(1) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de factoring y leasing. (2) No incluye a empresas financieras SVS ni Codelco.

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



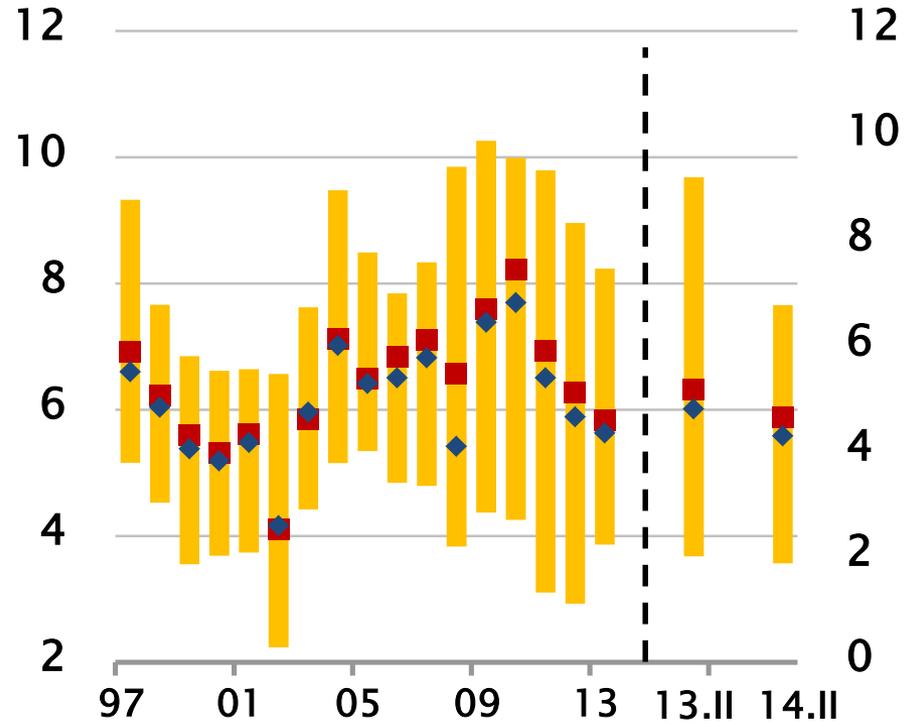
En particular, la muestra de empresas que reportan a la SVS mantiene un nivel de endeudamiento alto y rentabilidad baja para patrones históricos.

Endeudamiento del sector corporativo (1) (veces)



- Prom. sin estatales
- ◆ Promedio
- Percentil 25-75

Rentabilidad del sector corporativo (2) (veces)



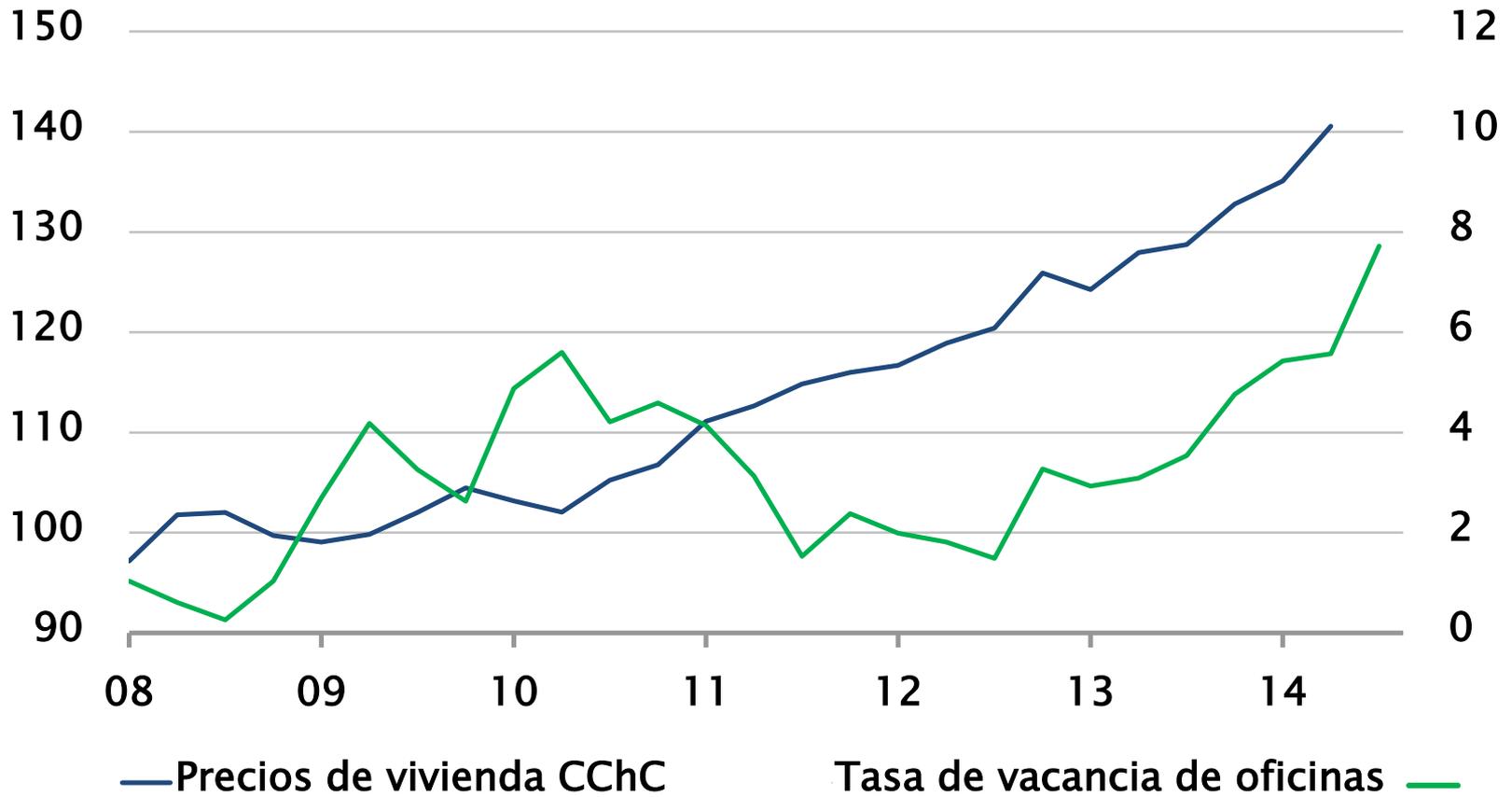
- Prom. sin estatales
- ◆ Promedio
- Percentil 25-75

(1) Razón deuda a patrimonio. Líneas dividen análisis para diciembre (hasta el 2013) y datos a junio 2013 y 2014. (2) Utilidad acumulada en 12 meses antes de gastos financieros más impuestos sobre activos totales
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.



En el mercado inmobiliario residencial los precios siguen subiendo, mientras en el de oficinas ha aumentado la tasa de vacancia.

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

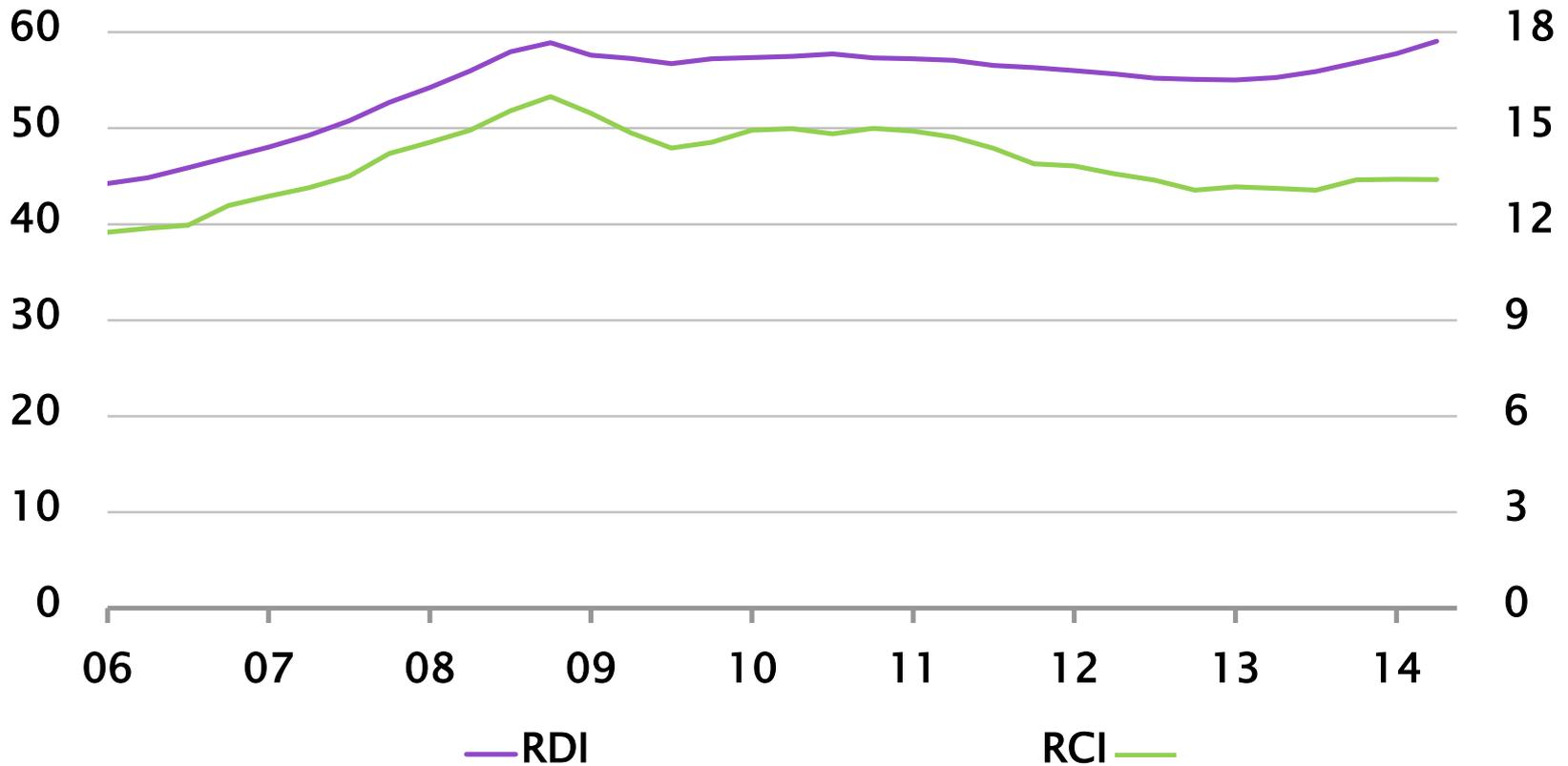


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Global Property Solutions y CChC.



Los hogares presentan un mayor nivel de endeudamiento, asociado principalmente a la deuda hipotecaria, aunque su carga financiera se mantiene estable debido a las menores tasas de interés.

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

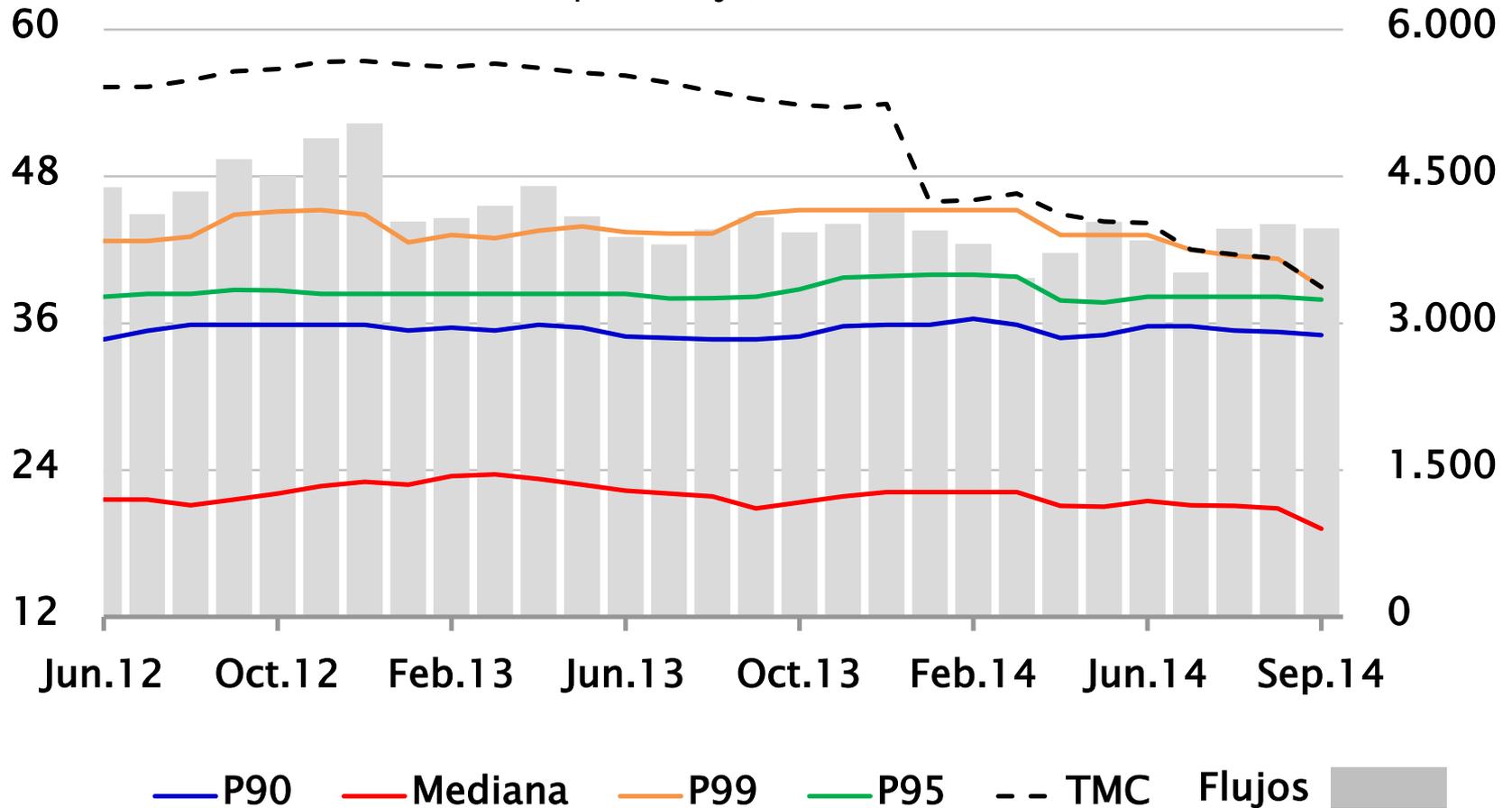


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.



La nueva reglamentación para la TMC todavía está en proceso de implementación. Pese a que su impacto hasta ahora no ha sido evidente, futuras reducciones de ella sí lo podrían tener debido a que el número de operaciones con tasas de interés entre 35 y 40% es significativo.

Tasa de interés y flujos de créditos de consumo entre UF50 y 200 (*)
(porcentaje; miles de UF)

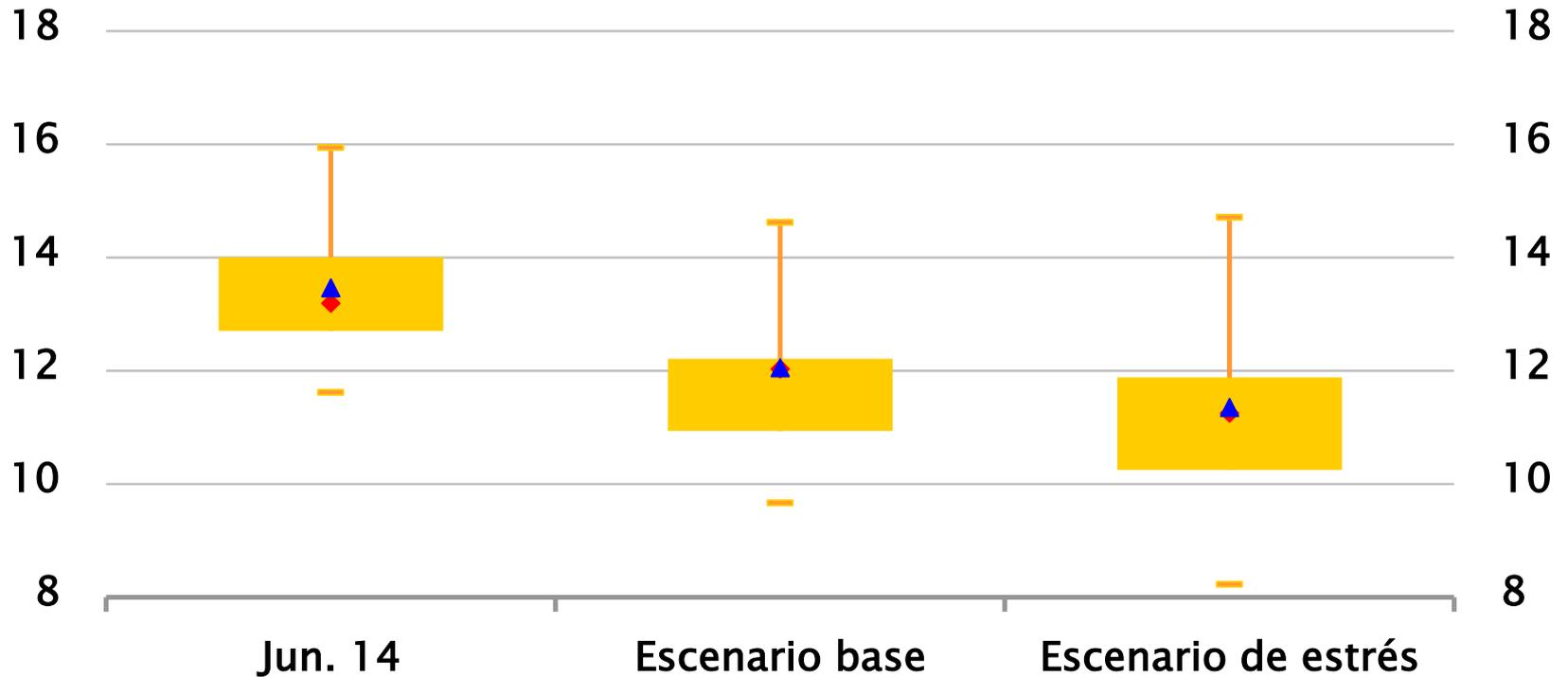


(*) Considera tasa de interés anual. Estadísticos ponderados por monto, períodos ajustados al mes de cambio en la TMC, flujos normalizados por números de días efectivos. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.



Los indicadores financieros de la banca siguen saludables y los ejercicios de tensión muestran 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)



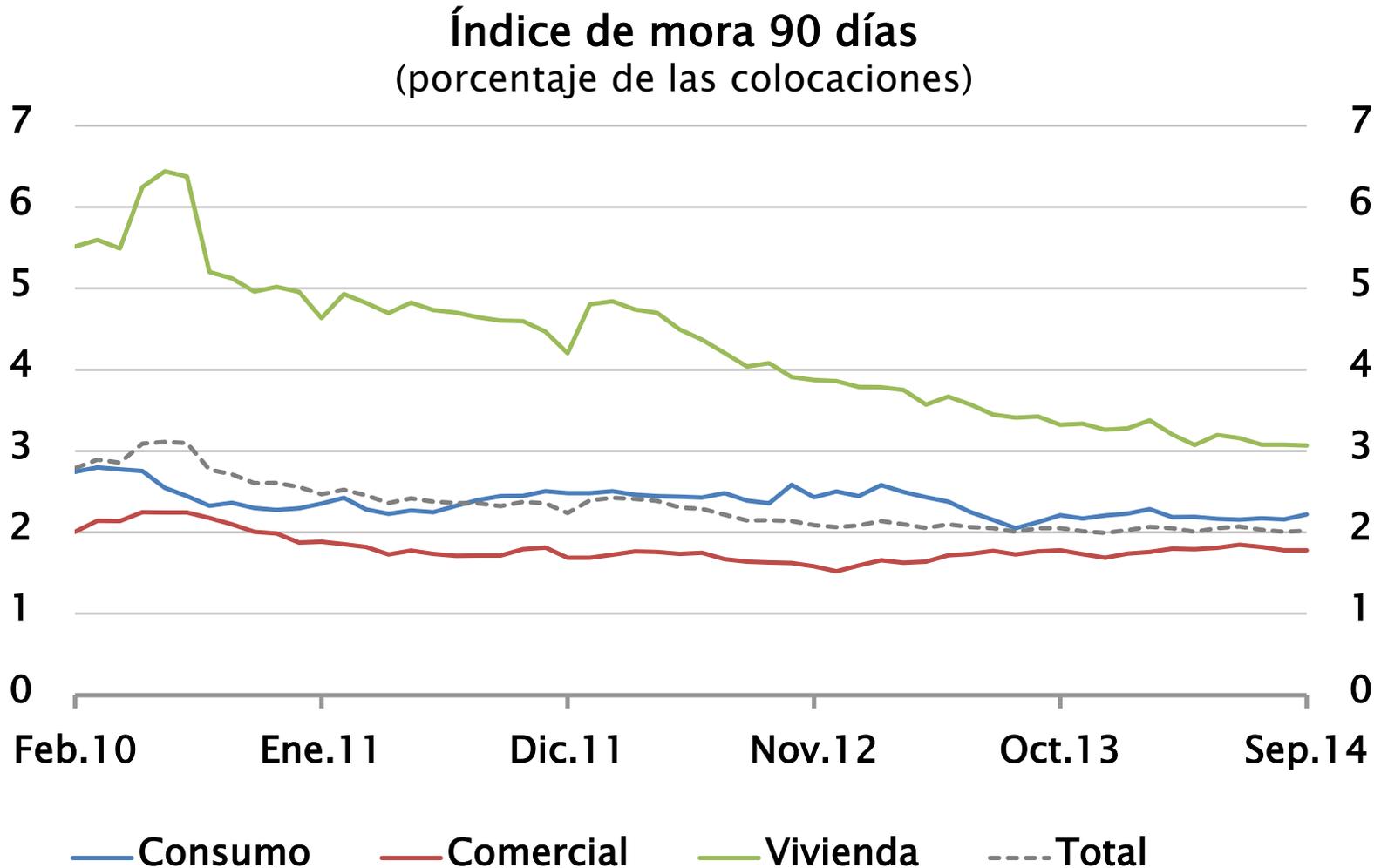
■ Percentil 25-75% ♦ Mediana ▲ Sistema I Máx. (3)
Mín.

(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.

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



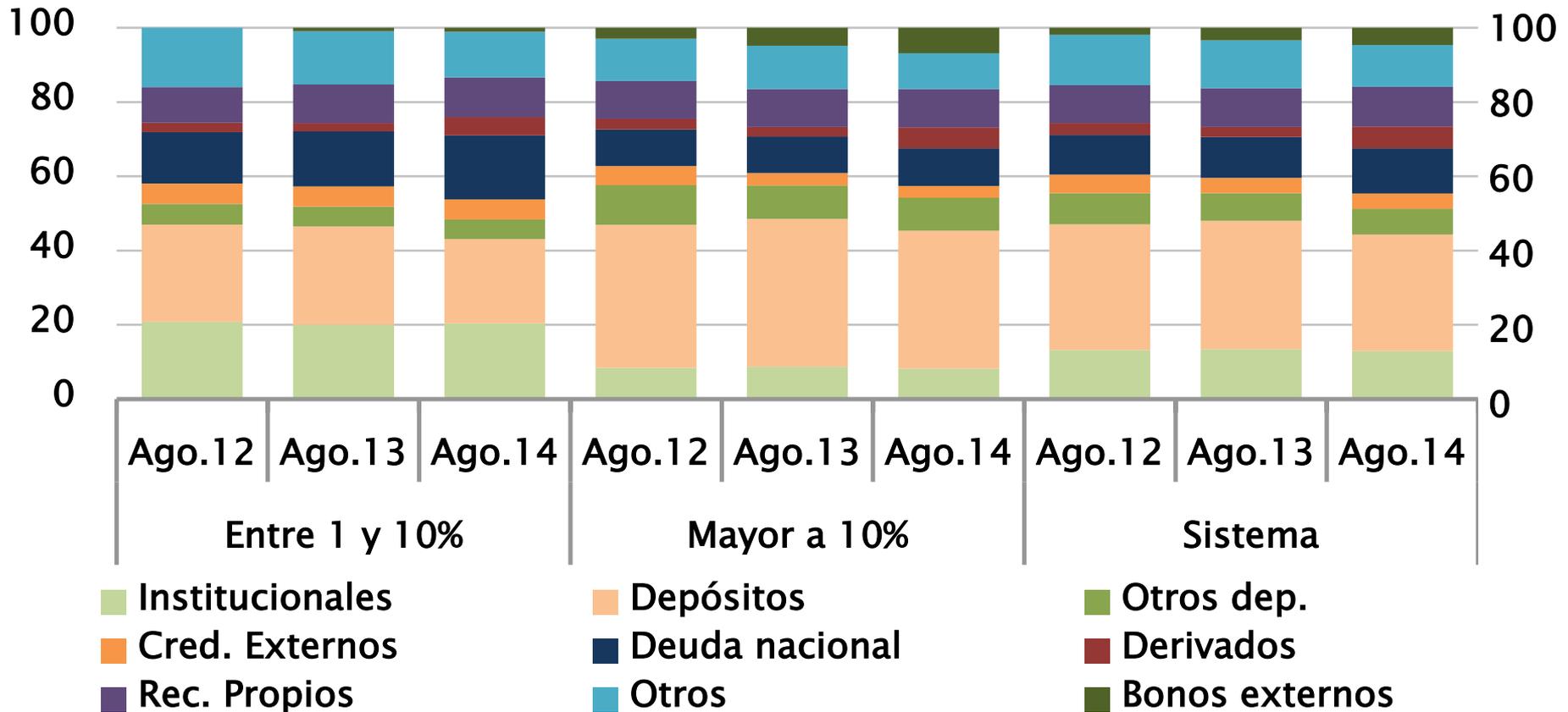
Pese al menor crecimiento de la economía, los indicadores de pago no han mostrado deterioros.





La banca ha aumentado su financiamiento a través de la emisión de bonos, en el mercado local y externo.

Pasivos por tamaño de banco (porcentaje)





Puntos destacados IEF

- Al segundo trimestre, la situación financiera del sector corporativo chileno no mostró cambios importantes respecto de fines del 2013, aunque mantiene un endeudamiento alto y una rentabilidad baja para patrones históricos.
- En el mercado inmobiliario residencial los precios siguen subiendo, mientras en el de oficinas ha aumentado la tasa de vacancia.
- Los hogares presentan un mayor nivel de endeudamiento —asociado principalmente a la deuda hipotecaria—, aunque su carga financiera se mantiene estable debido a las menores tasas de interés.
- Los indicadores financieros de la banca siguen saludables y los ejercicios de tensión muestran que los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo.
- Las emisiones de bonos, locales y externos, han contribuido a diversificar las fuentes de financiamiento de la banca.
- La situación financiera actual de empresas y hogares, aunque sigue sólida, es algo menos holgada que en años previos, por lo que su fortaleza para enfrentar un deterioro del entorno macroeconómico nacional e internacional ha disminuido.



Comentarios finales

- La inflación está en niveles altos, pero se espera que en el curso del próximo año se acerque a 3%.
- En 2015 la actividad y la demanda interna tendrán un crecimiento mayor al del este año.
- La situación financiera actual de empresas y hogares, aunque sigue sólida, es algo menos holgada que en años previos, por lo que su fortaleza para enfrentar un deterioro del entorno macroeconómico nacional e internacional ha disminuido.
- De todos modos, la economía se encuentra en buen pie para retomar una senda de mayor crecimiento. Hemos hecho un ajuste rápido e importante durante este año y contamos con instituciones sólidas.
- El Banco Central reitera que maneja la política monetaria para asegurar que la inflación se ubique en 3% en el horizonte de proyección e insiste en la necesidad de que todos los participantes del sistema financiero evalúen apropiadamente sus decisiones de endeudamiento y otorgamiento de crédito.



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA Diciembre 2014

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Segundo Semestre 2014

Rodrigo Vergara
Presidente